Sammen giver
vi mere tilbage

Supplerende beretning

TCFD - klimarapport om finansielle risici 2025



Indhold

Forord 3

1. Sammenfatning 5

1.1. Rapportens hovedkonklusioner 6

2. Ledelse 11

2.1. Inddragelse af bestyrelserne 12
2.2. Inddragelse af direktionen 12
2.3. Inddragelse af revisionsudvalget 12
2.4. PKA's arbejde med klima i ind- og udland 13

3. Strategi 15

3.1. Risici i et makroperspektiv 16
3.2. Klimarisici i PKA's strategi 18
3.3. Klimascenarie 19
3.4. Klimarelaterede muligheder i PKA's strategi 25

4. Risikostyring 29

4.1. Identifikation og håndtering af finansielle klimarisici 30
4.2. Afbødning af finansielle klimarisici 32

5. Nøgletal og mål 35

5.1. Klimadata er et område i udvikling 36
5.2. CO_2-nøgletal for PKA's portefølje 38

Bilag 45

Formler for TCFD-nøgletallene 46

Foreord

Klimarelaterede forhold har betydning for den langsigtede udvikling i økonomi, markeder og selskabers forretningsmodeller og kan dermed påvirke værdien af de aktiver, som PKA investerer i.

Omstillingen af energisystemer, infrastruktur og produktion kræver betydelige kapitalinvesteringer på tværs af regioner og sektorer. Investeringsbehovet kan ikke dækkes af offentlige midler alene, og private investorer forventes fortsat at spille en central rolle. Samtidig er politiske, regulatoriske og markedsmæssige forhold afgørende for, hvordan og i hvilket tempo investeringsmuligheder realiseres.

PKA investerer med udgangspunkt i, at klimarelaterede investeringer skal bidrage til et balanceret og markedskonformt forhold mellem afkast og risiko til gavn for PKA's medlemmer. Udviklingen i de politiske rammevilkår – herunder øget usikkerhed på visse markeder – indgår løbende i vurderingen af både børsnoterede og unoterede investeringer.

PKA's opbakning til Parisaftalen er forankret i investeringsstrategien, og rapporten redegør for de strategiske overvejelser forbundet med investeringer i den grønne omstilling.

I 2025 har PKA indfriet delmålsætningerne om CO_2-reduktioner og at understøtte den grønne omstilling med klimarelaterede investeringer. PKA arbejder nu strategisk mod et mål om at investere 20 % af formuen i klimarelaterede aktiver inden udgangen af 2030. Herudover har PKA en målsætning for at reducere investeringsporteføljens CO_2-aftryk for at blive CO_2-neutral i 2050, med delmål om reduktion af CO2-aftrykket på 50 % i 2030 for visse aktivklasser.

Det er meget tilfredsstillende, at 2025-målsætningerne er indfriet. I slutningen af 2025 er det besluttet at øge investeringerne i infrastruktur, som bl.a. forventes at bidrage til øgede klimarelaterede investeringer. PKA er i proces med at revidere 2030-målsætningerne, og det vil blive fastlagt i 2026.

Marts 2026

Jon Johnsen,
Direktør

Mads Skaaning,
Underdirektør ESG

1. Sammenfatning

TCFD – rapportering om klimarisici for investorer og virksomheder

Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) blev startet i 2015 på initiativ fra Financial Stability Board (FSB). FSB blev etableret af G20-landene i 2009 med det formål at fremme international finansiel stabilitet. TCFD udgav fire anbefalinger til klimarapportering i 2017, og de er siden blevet revideret i 2021.

Rapportering efter TCFD's anbefalinger er et værktøj til at skabe bevidsthed og transparens om, hvordan investorer og virksomheder håndterer finansielle klimarisici. Det gælder både udadtil, men også internt i organisationen. Formålet med TCFD er at øge virksomheders rapportering af klimarelaterede oplysninger samt gøre dem mere konsistente og sammenlignelige.

TCFD-anbefalingerne er opdelt i fire overordnede områder: 1) Ledelse, 2) Strategi, 3) Risikostyring og 4) Nøgletal og mål. PKA rapporterer efter TCFD-anbefalingerne som led i arbejdet med klima, herunder ambitionen om at blive CO_2-neutrale i 2050.

Som tidligere år er rapporten opbygget efter TCFD's anbefalinger.

PKA-fællesskabet er et samlet administrationsfællesskab, som består fire pensionskasser, et pensionsselskab og et administrationsselskab. I al væsentlighed er processer og administrative opgaver ens på tværs af PKA-fællesskabet. ESG-rapporteringen omfatter derfor PKA-fællesskabet som helhed. De medtagne data og oplysninger i TCFD-rapporten er derfor pro forma-konsolideret. Samlet set er PKA-fællesskabet i det følgende benævnt PKA.

1.1. Rapportens hovedkonklusioner

Ledelsens involvering i arbejdet med klimamålsætninger

Ledelsen – dvs. bestyrelse, revisionsudvalg og direktionen – inddrages i arbejdet med klimarelaterede finansielle risici og muligheder. Bestyrelsen modtager en status på ansvarlige investeringer, herunder arbejdet med klimarisici og -muligheder. Derudover deltager bestyrelsen i seminarer, hvor de strategiske klimatiltag drøftes.

I 2025 afholdte PKA topmøde for delegerede, som er PKA's øverste forsamling. Her blev der blandt andet faciliteret en workshop om aktivt ejerskab, hvor dilemmaer i investeringer i den grønne omstilling blev drøftet. Det gav gode input til de strategiske overvejelser, som PKA løbende har, blandt andet relateret til fokusområder for de klimarelaterede investeringer. Afvejningen af samspillet imellem krav til, at en investering skal give et godt afkast, samtidig med at have et klimarelateret fokus, kan være et dilemma.

Direktionen bliver inddraget i arbejdet med klimarisici- og muligheder gennem ESG Komitéen, som mødes ca. 9 gange årligt og blandt andet har ansvar for at drøfte strategiske klimatiltag.

PKA's administrerende direktør, Jon Johnsen, er næstformand i den globale klimaalliance IIGCC, ligesom han engagerer sig i politisk og operationelt arbejde i investorsammenslutningen Glasgow Financial Alliance for Net Zero (GFANZ), som blev stiftet under COP26 med formålet at forpligte førende finansielle institutioner til at fremskynde dekarboniseringen af økonomien.

En væsentlig del af investeringerne sker igennem fund managers. PKA er i tæt dialog med disse for at sikre, at de også arbejder aktivt med klimarisici og -muligheder i investeringsprocessen.

Strategi

PKA's formål med at foretage investeringer er at levere pension med sikkerhed. PKA's vurdering af investeringsmuligheder baserer sig på et balanceret forhold mellem afkast og risiko. I risikovurderingen indgår bl.a. overvejelser om klimarelaterede risici både for aktivklasser som helhed og for enkeltinvesteringer.

Klimarelaterede risici og muligheder indgår i de strategiske mål og de løbende investeringsovervejelser.

PKA's tilgang til at identificere og håndtere bæredygtighedsrisici er formelt beskrevet i Politik for ansvarlige investeringer.

PKA har konkrete, strategiske mål på klimaområdet. Det langsigtede klimamæssige styringsmål i PKA's strategi er opbakning til Parisaftalens målsætning om en global temperaturstigning, der ikke overstiger 1,5℃.

PKA's mål er vist nedenfor:

	2025	2030	2050
Andel klimarelaterede investeringer af samlet formue	15 %	20 %	
Nedbringelse af CO_2-aftryk, investeringer	-29 %[1]	-50 %[2]	CO_2-neutral
Nedbringelse af CO_2-aftryk, egne aktiviteter		CO_2-neutral	

Overensstemmelse med Parisaftalen indgår også i PKA's tilgang til aktivt ejerskab.

PKA har i 2025 arbejdet med en transitionsplan med det formål at tilpasse investeringsporteføljen til målsætningerne. Et vigtigt fokusområde i denne plan er at arbejde med at reducere de faktiske udledninger og ikke "allokere sig ud af" udfordringerne. Der er også et fokus på at sikre investeringer i nye teknologier og processer, som kan understøtte transitionen. Dette arbejde fortsætter i 2026.

Risikostyring

I 2025 har PKA påbegyndt en formalisering for en kvalitativ tilgang til klimarisici i et makroperspektiv. I praksis betyder det, at klimarisici skal ses sammen med politiske, eksterne samt teknologiske faktorer, når PKA vurderer risici i investeringsporteføljen som helhed. I 2026 vil PKA arbejde med at etablere en mere konkret kvantitativ tilgang til, hvordan bæredygtighedsrisici som helhed skal integreres i forhold til PKA's styringsmål herunder kort- og langsigtede investeringsbeslutninger.

Klimarisici er en integreret del af investeringsprocessen i fonde eller enkeltinvesteringer – både i forhold til due diligence, inden en investering foretages, og i den løbende overvågning af investeringen. Klimarisici kategoriseres som enten fysiske eller transitionsrisici, som – hvis de indtræffer – kan have en væsentlig negativ effekt på værdien af investeringerne. Der er tæt dialog med fund managers, der monitorerer ESG-relaterede forhold knyttet til den del af investeringerne, der sker via fond strukturer.

PKA har primært to lister, som bruges i overvågningen af investeringerne: Negativlisten og dialoglisten. PKA anvender klimarelateret dialog og eksklusion som led i arbejdet med at håndtere klimarisici. Det har hidtil omfattet eksklusion af kulminer og oliesand samt energiselskaber, hvor mere end 20 % af energien stammer fra kul, medmindre selskabet blev vurderet at være omstillingsparat.

PKA har i 2025 revideret tilgangen til investeringer i selskaber inden for udvinding af termisk kul, energiforsyning med termisk kul samt oliesand.

1 Målsætningen dækker aktivklasserne børsnoterede aktier og obligationer, derivater og ejendomme.

2 Målsætningen dækker aktivklasserne børsnoterede aktier og obligationer, derivater, ejendomme og infrastruktur.

Den reviderede tilgang indebærer:

- Indførelse af nultolerance for selskaber med ekspansionsplaner inden for termisk kul og energiforsyning med termisk kul.
- Reviderede tærskelværdier for selskaber med udvinding af termisk kul og oliesand, der er ændret fra 0 % til 5 %
- Reviderede tærskelværdier for tilgangen til god selskabsledelse

Herudover har PKA i 2025 implementeret kriterier for at ekskludere drilling/serviceselskaber, som har mere end 25 % omsætning knyttet til efterforskning og nyudvinding af fossil energi.

Dermed har PKA afskaffet den subjektive vurdering af et selskabs omstillingsparathed, relateret til termisk kul, således at tærskelværdierne for eksklusion nu er objektive.

For at afbøde klimarisici omhandler en stor del af det aktive ejerskab klima, da det er en af de hyppigste årsager til, at et selskab bliver sat på negativlisten.

Nøgletal og mål

Som sidste år opgøres CO_2-nøgletallene for børsnoterede aktier og obligationer, derivater, ejendomme, infrastrukturinvesteringer samt enkelte andre unoterede investeringer. Der arbejdes løbende på at skaffe CO_2-data for flere af de unoterede investeringer.

Det er valgt at opgøre og medtage derivaters CO_2-nøgletal, selvom det ikke er standardpraksis. Det skyldes, at derivater ofte bruges til at afbøde risiko (kaldet 'hedging'), mens PKA også benytter derivater som investering. PKA har derfor medtaget den del af derivaterne, som benyttes i den aktive investeringsstrategi, men ikke derivater knyttet til hedging.

Nøgletallene omfatter også scope 3, som er klart den største del af CO_2-udslippet fra investeringerne. Det er ikke overraskende, idet scope 3 omfatter udledninger i hele værdikæden. Den ene virksomheds scope 3-udledning kan samtidig være en anden virksomheds scope 1, 2 eller 3. Det betyder, at en given udledning sandsynligvis tæller med i flere CO_2-regnskaber, og data bør derfor fortsat fortolkes med stor varsomhed. Det er en iboende datausikkerhed.

Med det nuværende set-up for at indhente data systematisk, forventes det, at kommende rapporter om finansielle klimarisici i højere grad vil kunne vise en udvikling over tid. Dog vil data fortsat være præget af tilføjelsen af flere aktivklasser (private equity og andre unoterede investeringer) samt bedre og mere data for scope 3, i takt med at ESG-rapportering modnes i virksomheder generelt. Usikkerheden med et mindsket fokus på klimarelaterede investeringer særligt i USA, og også den igangværende deregulering i EU om lovpligtig ESG-rapportering, må imidlertid forventes at have en negativ påvirkning på virksomheders prioritering om at opgøre og rapportere data. Datakvalitet og datatilgængelighed vil derfor fortsat være et område, der har høj bevågenhed.

Af nedenstående tabel fremgår udviklingen i PKA's CO_2-aftryk for investeringsaktiverne.

Når PKA rapporterer på CO_2-udledninger, rapporteres på de udledninger, som PKA er med til at finansiere gennem investering i virksomhederne. En værdistigning i investeringsporteføljen vil derfor alt andet lige medføre en stigning i finansierede CO_2-udledninger.

De finansierede CO_2-udledninger vil også stige efterhånden som omfanget af rapporterede data forøges.

CO_2-aftrykket afspejler udledningerne pr. investeret million kr. Aftrykket afspejler således de finansierede CO_2-udledninger relativt til omfanget af investeringerne.

Tabel 2:

PKA's samlede CO_2-aftryk i 2019, 2024 og 2025

Opgjort i ton CO_2æ pr. investeret mio. kr.

Aktivklasse	2019	2024	2025
Børsnoterede aktier	15,6	2,6	2,5
Børsnoterede obligationer	13,3	11,8	12,1
Derivater		5,8	6,6
Ejendomme	0,3	0,1	0,1
Portefølje ekskl. infrastruktur og andre illikvide investeringer	**11,9**	**4,4**	**3,9**
Infrastruktur og andre illikvide investeringer		2,8	7,7
Portefølje i alt		4,2	4,5
Scope 1+2+3			
Børsnoterede aktier		43,2	46,0
Børsnoterede obligationer		137,0	164,8
Derivater		66,6	79,0
Ejendomme		0,1	0,1
Infrastruktur		9,0	11,2
Portefølje inkl. infrastruktur	**55,2**	**50,8**	**52,2**
Andre illikvide investeringer		-	32,4
Portefølje i alt		49,2	**51,0**

CO_2-aftrykket af porteføljen underlagt reduktionsmålsætningen for scope 1 og 2 er 67 % lavere end i basisåret 2019. På nuværende tidspunkt har PKA derfor mere end opfyldt 2025-målet på at nedbringe CO_2-aftrykket af de børsnoterede aktier og obligationer, derivater og ejendomme med 29 %.

Når scope 3 medtages er CO_2-aftrykket 5 % lavere end i basisåret 2019 for de samme aktivklasser. Data for scope 3-udledninger er imidlertid fortsat begrænsede og behæftet med stor usikkerhed, så PKA venter med at drage konklusioner på dataene. I det forestående arbejde i 2026 med at genbesøge CO_2-reduktionsmålsætninger, herunder udarbejdelse af transitionsplaner, vil datakvalitet have høj bevågenhed.

Aftrykket fra 2024 til 2025 er reduceret for scope 1 og 2 for aktivklasser underlagt reduktionsmålsætningen. Det skyldes i væsentlig grad en omlægning af aktieinvesteringer, der har et CO_2-tilt, som reducerer aftrykket med 30 % i forhold til det brede aktieindeks. Herudover er markedsværdien af aktieinvesteringerne i forhold til derivaterne højere end sidste år. Det samlede

scope 1, 2 og 3 aftryk er steget fra sidste år, hvilket skyldes øgede scope 3-udledninger på tværs af aktivklasserne.

PKA's målsætning for klimarelaterede investeringer er, at 15 % af formuen skulle være investeret i klimarelaterede aktiver inden udgangen af 2025, og 20 % inden 2030. Ved udgangen af 2025 udgør de klimarelaterede investeringer 63 mia. kr. svarende til 16,7 % af formuen, hvilket er en stigning fra 2024, hvor de klimarelaterede investeringer udgjorde 15,5 %. Stigningen kan henføres til driftscertificering af ejendomme, infrastruktur samt generelle værdistigninger. Udviklingen anses for at være tilfredsstillende.

2. Ledelse

TCFD anbefaler, at investorer har processer, der sikrer bestyrelsen overblik over klimarelaterede finansielle risici og muligheder. Derudover anbefaler TCFD, at direktionen er involveret i at vurdere og styre klimarelaterede finansielle risici og muligheder.

Både direktionen og bestyrelserne i de finansielle virksomheder i PKA-fællesskabet involveres systematisk og løbende med information om klimarelaterede risici og muligheder.

2.1. Inddragelse af bestyrelserne

På hvert bestyrelsesmøde får bestyrelsen en status på ansvarlige investeringer, herunder arbejdet med klimarelaterede risici og muligheder. Derudover deltager bestyrelsen i seminarer, hvor de drøfter strategiske klimatiltag, som for eksempel målsætninger, eksklusionstilgang og investeringsstrategien.

Bestyrelsen behandler TCFD-rapporten samt omtalen af ESG i årsrapporterne for 2025, som bl.a. beskriver arbejdet med klimarelaterede risici og muligheder.

Klimarisici er desuden afspejlet på forskellig vis i styrende dokumenter, bl.a. Investeringspolitikken, Politik for ansvarlige investeringer og Politik for risikostyring, og i den løbende rapportering til bestyrelsen. I den årlige risikovurdering (ORSA'en) indgår et fast afsnit om ESG-relaterede risici.

PKA's delegerede og medlemmer orienteres årligt på generalforsamlingerne og herudover løbende via nyhedsbrevet Delegeret Nyt.

2.2. Inddragelse af direktionen

Direktionen inddrages i arbejdet med klimarelaterede finansielle risici og muligheder gennem ESG-komitéen, der mødes ca. 9 gange årligt. På ESG-komitéen orienteres direktionen om arbejdet med ESG og drøfter alle strategiske ESG-tiltag.

Herunder hører også PKA's strategiske arbejde med at sænke investeringernes eksponering overfor klimarisici og fremme klimarelaterede investeringer, hvilket bliver uddybet i kapitel tre om strategi.

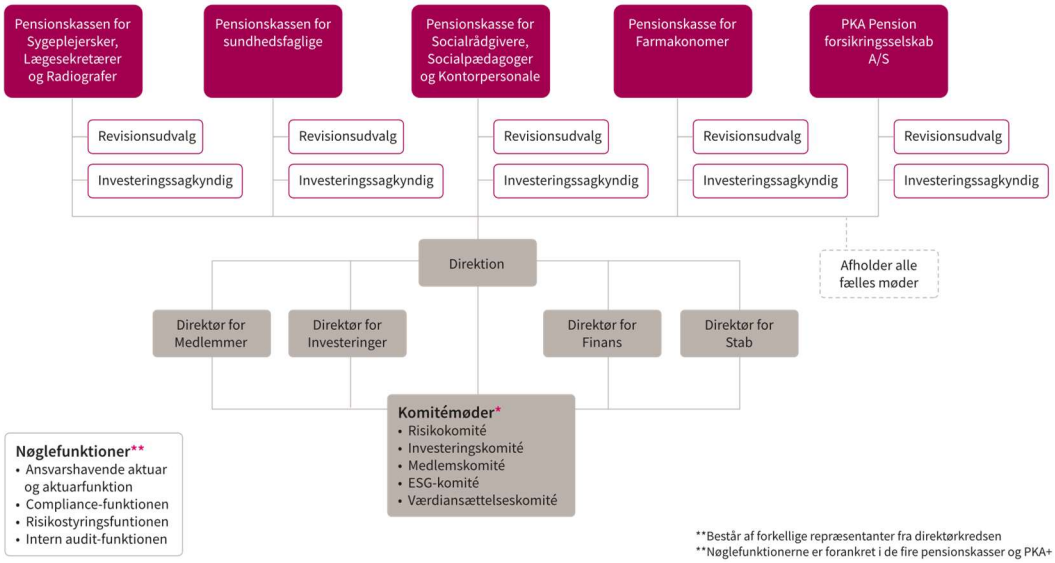
2.3. Inddragelse af revisionsudvalget

Som følge af det såkaldte Omnibus-direktiv bliver PKA ikke omfattet af EU-lovgivningen om bæredygtighedsrapportering i henhold til CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive).

I stedet er årsrapporten for 2025 udvidet med et særskilt ESG-afsnit.

Revisionsudvalget behandler TCFD-rapporten inden bestyrelsens behandling.

Figur 1:
Organisationsdiagram for PKA



2.4. PKA's arbejde med klima i ind- og udland

Direktionen i PKA har stort fokus på, hvordan PKA kan bidrage til den grønne omstilling. PKA's administrerende direktør, Jon Johnsen, er involveret i internationale samarbejder med henblik på at mindske klimaforandringerne, blandt andet ved at fremme grønne investeringer.

PKA's engagement i internationale klimaalliancer for institutionelle investorer

PKA lægger hovedvægten at sit internationale arbejde i hhv. klimaalliancen IIGCC (Institutional Investors Group on Climate Change) og investornetværket GFANZ (Glasgow Financial Alliance for Net Zero). Derudover deltager PKA på New York Climate Week, Conference of the Parties til FN's klimakonvention (UNFCCC), også forkortet COP, og i arrangementer arrangeret af World Economic Forum.

Jon Johnsen er næstformand i IIGCC. IIGCC er et europæisk investorsamarbejde med fokus på klimaforandringer, og har fokus på den forskel investorer kan gøre for at fremme den grønne omstilling.

Foruden at være valgt som næstformand i klimaalliancen IIGCC, er Jon Johnsen som medlem af Principals Group i GFANZ med til at sætte den strategiske retning for mere end 500 globale finansielle aktører.

Øvrige aktiviteter

PKA er medlem af FN Principles for Responsible Investment (PRI), som er et FN-støttet internationalt netværk af investorer, der arbejder sammen om at implementere seks principper:

1. Implementering af ESG i investeringsanalyser og beslutningsprocesser
2. Aktivt ejerskab med afsæt i ESG
3. Efterspørge oplysninger om ESG fra de selskaber og enheder, der investeres i
4. Fremme accept og implementering af PRI's principper
5. Samarbejde om at øge gennemslagskraften af PRI's principper
6. Rapportere om aktiviteter og fremskridt i relation til principperne

PKA er også medlem af FN Global Compact, som er verdens største frivillige netværk af ansvarlige virksomheder, der forpligter sig til at overholde 10 principper om menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder, miljø, antikorruption og verdensmålene.

PKA gennemfører løbende vurdering af investeringer via aktivt ejerskab. Når PKA udøver aktivt ejerskab er der ud over klimarelaterede risici også fokus på menneske- og arbejdstagerrettigheder.

Som et eksempel valgte PKA i 2022 at gå i dialog med Amazon sammen med andre danske pensionskasser. Målet med dialogen var at få Amazon til at dokumentere, hvordan selskabet sikrer sine medarbejderes ret til at organisere sig og forhandle kollektivt. Det sker på baggrund af adskillige sager om brud på selskabets arbejdstagerrettigheder. Initiativet pågår fortsat og er nu støttet af 13 danske pensionskasser. I slutningen af 2024 sendte PKA sammen med en række andre pensionskasser et forslag til Amazons generalforsamling i 2025 vedrørende arbejdstagerettigheder. Forslaget kom desværre ikke til drøftelse på generalforsamlingen. Det skyldes, at den amerikanske myndighed (SEC) støttede Amazons anmodning om ikke at medtage punktet på generalforsamlingen. Dialogen fortsætter i 2026 med Amazon og vil ske gennem flere internationale samarbejder.

For at øge indsatsen af aktivt ejerskab overfor selskaber, som er systematisk vigtige for at vende tabet af biodiversitet inden 2030, har PKA meldt sig ind i investorinitiativet Nature Action 100. Nature Action 100 har til formål at gå i dialog med de 100 største børsnoterede selskaber om deres ambitioner og indsatser for håndtering af tab af natur og biodiversitet. PKA indgår i en gruppe af investorer, som skal drøfte og fremme tilgangen til bevarelse af biodiversitet, bl.a. Novo Nordisk.

PKA er repræsenteret i brancheorganisationen Forsikring & Pension, herunder arbejdsgruppen for bæredygtighedsregulering og -rapportering. Jon Johnsen er medlem af Forsikring & Pensions bestyrelse. Gennem arbejdsgrupperne bidrager PKA til at fremme og forbedre pensionsbranchens klimarelaterede rapportering.

Med afsæt i erfaringerne med ansvarlige investeringer og alle de dilemmaer og udfordringer, det medfører, er PKA ofte med som oplægsholder i paneldebatter og på konferencer om klima, aktivt ejerskab, ”grønne investeringer” samt ansvarlige investeringer i ind- og udland.

3. Strategi

TCFD anbefaler, at oplysninger om klimarelaterede risici og muligheder bliver integreret i strategiske overvejelser, beslutninger og planlægning. Dette omfatter blandt andet investeringsstrategien. I beskrivelsen af klimarelaterede risici og muligheder anbefaler TCFD, at der skelnes mellem kort, mellem og lang sigt.

Derudover anbefaler TCFD, at strategiens robusthed overfor forskellige klimascenarier beskrives, herunder et scenarie med en temperaturstigning på 2℃ eller lavere. Investorer kan yderligere beskrive, hvordan klimarelaterede scenarier bruges, fx til at informere om investeringer i specifikke aktiver.

3.1. Risici i et makroperspektiv

Makrofaktorer er en type finansielle risici eller muligheder, der er forbundet med makroøkonomiske og politiske scenarier, som kan påvirke hele eller dele af en økonomi. Det er faktorer som politiske og økonomiske begivenheder, ændringer i regeringspolitikker, sociale omvæltninger, der kan have en betydelig indflydelse på virksomheder, finansielle markeder og investorer eller klimamæssige forandringer. Følgende faktorer er identificeret som centrale makroscenarier, der blandt andet er relateret til klimarisici:

- **Politiske faktorer**

  Geopolitiske faktorer: Inkluderer krig, sikkerhedspolitik, politisk ustabilitet, ændringer i regeringspolitik, reguleringer, globalisering, selvforsyning, energikriser og geopolitiske spændinger, der kan skabe usikkerhed og påvirke markederne.

  Økonomiske politiske faktorer: Omfatter faktorer som inflation, renteændringer, valutakursfluktuationer og økonomisk vækst, der kan påvirke den generelle økonomiske aktivitet.

- **Klimamæssige faktorer**

  Klimaændringer og naturkatastrofer kan have direkte og indirekte økonomiske konsekvenser, påvirke forsyningskæder og ændre produktionsforhold.

- **Eksterne faktorer**

  Pandemier samt sociale og demografiske faktorer: Pandemier, demografiske ændringer, sociale bevægelser og ændringer i forbrugernes adfærd kan påvirke efterspørgslen og økonomisk dynamik.

- **Teknologiske faktorer**

  Teknologiske fremskridt og cybertrusler kan forstyrre eksisterende markeder og skabe nye risici eller muligheder for økonomisk aktivitet.

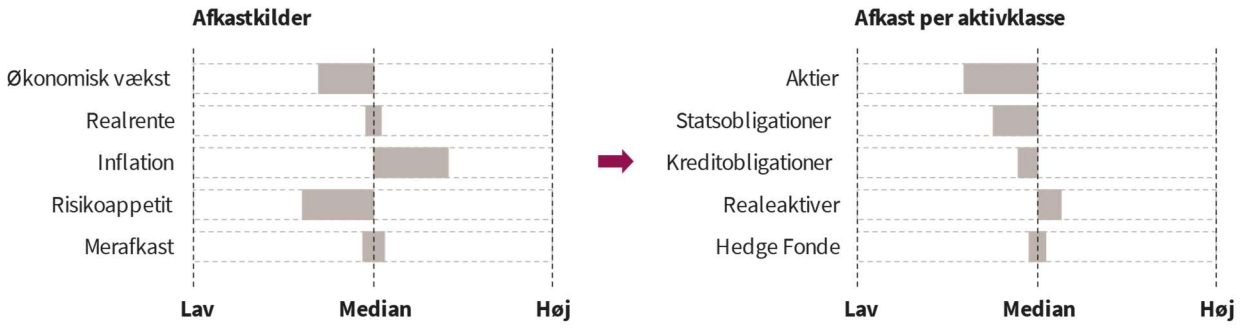
Hvis en eller flere af de nævnte makrofaktorer materialiserer sig, kan de potentielt have betydelig indvirkning på værdiansættelsen af PKA's aktiver.

De centrale klimamæssige faktorer er præsenteret nedenfor, og i de følgende afsnit behandles klimarisici mere detaljeret for PKA's forskellige aktivklasser.

Klimarelaterede makrofaktorer	Beskrivelse	Makro- og aktivklasseimplikation
Klimafaktor	Hyppigere og mere ekstreme vejrbegivenheder, der fører til ødelæggelse af produktionsapparatet og fysiske aktiver.	Forsyningssikkerheden forstyrres, og pres på knappe ressourcer i genopbygning øger inflationen. Positivt for råvarer og reale aktiver, og negativt for obligationer, aktier og kredit.
Implementering af klimarelateret lovgivning	Hurtigere end forventet og/eller overimplementering af lovgivning. Alternativ underimplementering ift. at nå klimamål. Kan skade økonomien generelt og specifikke sektorer specielt.	Begrænsning af økonomisk aktivitet på kort sigt. Specifikke sektorer rammes hårdt. På langt sigt vil manglende regulering skade økonomien gennem øgede udgifter til klimakatastrofer.

Hvis en eller flere af de nævnte makrofaktorer materialiserer sig, kan de potentielt have betydelig indvirkning på PKA's aktiver. I praksis vil det i mindre grad være de eksisterende tilstande af fx geopolitisk uro, men i stedet vil det være ændringer til eller usikkerhed om den makroøkonomiske situation, der kan aflejre sig i aktivernes værdi.

Nedenstående opsummerer vurderingen af de klimarelaterede makrofaktorers indvirkning på afkastkilder og afkastet på PKA's hovedaktivklasser. "Median" skal forstås som det langsigtede forventede niveau, og farveangivelsen angiver den nuværende vurdering indenfor PKA's strategiske planlægningsperiode.



3.2. Klimarisici i PKA's strategi

Finansielle klimarisici omfatter flere slags risici, som kan påvirke værdien af investeringer på forskellige måder. Overordnet opdeles klimarisici i to typer, fysiske- og transitionsrisici, som fremgår af tabel 3.

De fysiske risici er de reelle, fysiske ændringer, som klimaforandringer medfører. De kan være enten pludselige eller længerevarende risici.

Transitionsrisici betegner både politiske og regulatoriske risici, som fx indførsel af en højere afgift på CO_2, større krav til rapportering om CO_2 og risiko for retssager relateret til klimapåvirkning, som fremgår af boksen nedenfor.

Det er også teknologiske risici som forskydninger mod mindre udledende produkter og tjenester, fejlslagne investeringer i ny teknologi og større omkostninger forbundet med omstilling til ny teknologi.

Markedsmæssige risici indgår som en del af transitionsrisici – det gælder eksempelvis ændrede forbrugsmønstre og højere omkostninger til råstoffer, herunder energi.

Omdømmerisici er også en del af transitionsrisiciene. Omdømmerisici er de mulige negative reaktioner, som klimarelaterede sager kan udløse. Et ry som klimaskadende selskab kan få betydning for efterspørgsel efter selskabets ydelser og muligheder for at tiltrække arbejdskraft og finansiering.

Den geografiske placering af investeringer, herunder fordeling på forskellige sektorer, påvirker omfanget af klimarisici. PKA's investeringsportefølje er diversificeret både geografisk, på forskellige aktivklasser og i mange sektorer. Dermed mindskes risikoen for, at klimarelaterede hændelser vil få væsentlig påvirkning på investeringsaktiverne.

Tabel 3:
Forskellige klimarisici

Fysiske risici	Transitionsrisici
Pludselige fysiske risici Længerevarende fysiske risici	Politiske og regulatoriske risici Teknologiske risici Markedsmæssige risici Omdømmerisici
Eksempler Pludselige: Storme, hedebølger, voldsom nedbør eller oversvømmelser, hvilket kan forårsage tab på investeringer i udsatte områder Længerevarende: Tørke, højere gennemsnitstemperaturer, ændrede vejrmønstre eller stigende vandstand, hvilket kan medføre stigende omkostninger til genopbygning, forsikring og klimatilpasning samt påvirke værdiansættelsen af aktiver i udsatte områder	**Eksempler** - Afgifter på udledning af CO_2 og andre drivhusgasser - Skærpede rapporteringskrav - Omkostninger ved nye lavemissionsteknologier - Ændrede forbrugsmønstre - Strandede aktiver - Højere omkostninger til råstoffer og energi - Mediestorme og negativ presse

For investorer er det vigtigt at være opmærksom på risici for såkaldte strandede aktiver. Dette er aktiver, der før udløbet af deres levetid ikke længere kan levere et tilstrækkeligt afkast som følge af

overgangen til en klimaneutral økonomi. Denne risiko indgår i markedsrisici, beskrevet ovenfor, men nævnes ofte som en særlig risiko for investorer. Det hænger sammen med, at investorer kan være eksponeret til hele sektorer, hvis værdi kan blive påvirket negativt af klimarisici.

Opmærksomhed på klimarisici er ikke ensbetydende med, at investorer skal nedbringe deres eksponering til nul, men klimarisici indgår i investeringsmæssige beslutninger på linje med øvrige risici og kan have betydning for værdien af investeringen.

3.3. Klimascenarie

For at kunne evaluere den finansielle effekt af klimarisici evalueres klimascenariet i år 2030. Det antages, at PKA holder den samme portefølje som i dag, men medianscenariet er ændret.

Risikoscenariet for klimarisici er scenariet, hvor den globale temperaturstigning overstiger 2,5 grader i 2050 ift. den førindustrielle tid, hvor temperaturen pt. er steget 1,2 grader. Til analysen antages det derfor, at temperaturen stiger 1,3 grader fra nu og 30 år frem. Effekten vurderes i forhold til det nuværende medianscenarie, og det antages, at effekterne af det nuværende medianscenarie er afspejlet i priserne på det finansielle marked i dag. Det vil sige, at fremtidige forventede globale klimatiltag allerede er afspejlet i priserne på finansielle aktiver og passiver. Effekten på PKA's balance i risikoscenariet er derfor approksimative og er i overvejende grad kvalitative overvejelser, der tilstræber at opgøre tabet for aktivklasser i procent.

For risikoscenariet antages det, at det valgte scenarie er medianscenariet for den forventede temperaturstigning på evalueringstidspunktet (2030). Der tages højde for to effekter:

- Ændring i medianscenariet: Risiko-scenariet er nu median-scenariet
- Diskontering: Fremtidige konsekvenser af øgede temperaturer er på evalueringstidspunktet nu tættere på, hvilket har en diskonteringseffekt

Vurderingen indeholder derfor både effekten af, at risikoscenariet nu er det mest sandsynlige, og at de ugunstige udfald af klimaændringer kommer tættere på.

Rammeværk til evaluering af klimaforandringers påvirkning på PKA's balance

Klimaforandringer kan påvirke de forventede betalingsstrømme af aktiver og passiver. For at kunne evaluere påvirkningen af klimaforandringers betydning for aktiver og passiver kan effekten evalueres ved hjælp af en diskonterede cash-flow-model (DCF).

I beregningerne indgår også en risikopræmie. Risikopræmien afspejler det merafkast investorer kræver for at acceptere, at der er usikkerhed om de fremtidige betalingsstrømme. Når fysiske risici bliver mere udtalte, vil investorer kræve et merafkast for at opveje den højere risiko. Det vil øge diskonteringsrenten, og dermed medføre et fald i værdien af finansielle aktiver.

Herudover vil værdiansættelsestidspunktet påvirke værdien af finansielle aktiver. I takt med, at de kendte konsekvenser af klimaforandringer øges, som tiden går, vil det få større effekt på værdien af aktiver, alt andet lige.

Evaluering af klimascenariet
Baseret på den gennemførte analyse vurderes den totale effekt på investeringsporteføljen på 380 mia. kr. som helhed at udgøre ca. -2,5 %.

Beregninger af klimascenarier er et område, som vil have øget fokus i 2026.

3.3.1. Fokus på klimarisici i PKA's politik for ansvarlige investeringer

Identifikation og håndtering af klimarisici er en integreret del af PKA's tilgang til ansvarlige investeringer. Denne tilgang er beskrevet i politik for ansvarlige investeringer.

Noterede aktier og kreditobligationer

PKA investerer i noterede aktier og kreditobligationer primært gennem eksterne forvaltere og derivater. Forvalterne udvælges på baggrund af en due diligence, hvor PKA blandt mange andre forhold også afdækker, hvordan forvalteren håndterer bæredygtighedsrisici. Forvalteren vil have en ESG-politik eller tilsvarende, der også forholder sig til klimarisici.

De primære transitionsrisici for likvide aktier omfatter ny regulering, ændring i forbrugeradfærd samt ændring i priser grundet afledte effekter af et nyt klimascenarie. Ny regulering kan være med til at påvirke konkurrencen blandt virksomheder og kan være med til at modarbejde visse forretningsmodeller. Klima er imidlertid allerede et vigtigt emne for mange forbrugere. Det nye klimascenarie kan derfor være med til at ændre forbrugsmønstre selv uden øget regulering.

Med en bred aktieportefølje som PKA's er det dog sandsynligt, at store dele af transitionsrisiciene vil være bortdiversificeret. PKA's aktieportefølje forventes også fremadrettet at være bred.

PKA investerer også i derivater, som en del af investeringsstrategien, og ikke kun for at afdække risici (hedging). I 2024 påbegyndte PKA en omlægning af derivateksponeringen, så den i stigende omfang bliver skræddersyet til PKA's politik for ansvarlige investeringer, som forklaret i nedenstående boks.

PKA har strategisk fokus på risici forbundet med fossile brændsler, da risikoen for, at disse aktiver på langt sigt falder i markedsværdi, vurderes som relativt høj. På kortere sigt kan deres værdi dog være meget svingende.

De noterede aktiver er kendetegnet ved hurtigt at kunne sælges, hvilket betyder, at den samlede klimarisiko er mindre end for de mere illikvide aktiver.

Derivater skræddersyet til PKA's politik for ansvarlige investeringer

En betydelig andel af PKA's aktieinvesteringer foretages med derivater (finansielle kontrakter), hvor PKA modtager afkastet på et indeks og betaler modparten (en bank) for at finansiere denne eksponering.

I 2024 udviklede PKA en tilgang som muliggør, at aktieindekset, som handles, fuldstændigt afspejler PKA's politik for ansvarlige investeringer, herunder negativlisten og målet om en lav CO_2-intensitet.

Ovennævnte indeks ligner i store træk aktiemarkedet for så vidt angår lande- og sektorallokering, men er sammensat uden selskaberne på PKA's negativliste og har et tilt mod selskaber, der har lavere CO_2-intensitet end markedet.

I 2025 har PKA fortsat tilgangen med omlægning af aktiemandater, således at ca. 80 % af porteføljen er omlagt. Yderligere omlægninger forventes gennemført i 2026.

Realkreditobligationer og green bonds

PKA er opmærksomme på ledelsesmæssige forhold hos udstedere af realkreditobligationer, herunder risikovurderingen af særligt klimarisici i forbindelse med udlån. Klimarisikoen ved realkreditobligationer skal især findes i de fysiske risici, som gør sig gældende på kort, mellem og lang sigt for de ejendomme, lånene er udstedt til.

PKA følger udviklingen i rammeværk for udstedere af green bonds for muligheder for at måle CO_2-udledninger, herunder undgåede emissioner, og generelt udstedernes opfølgning på de "grønne" formål med de udstedte obligationer.

Tilsvarende følger PKA udviklingen i mulighederne for at måle CO_2-udledninger forbundet med realkreditobligationerne.

Infrastruktur

PKA har betydelige investeringer i infrastrukturprojekter gennem selskabet AIP Management P/S (AIP), som gør PKA til medejer af aktiver, der understøtter den grønne omstilling, herunder vindmølleparker, solcelleparker og andre infrastrukturaktiver. AIP foretager typisk infrastrukturinvesteringer med en lang investeringshorisont, hvilket også afspejler sig i porteføljen, som sammensættes med den grønne omstilling in mente. Det udelukker dog ikke, at infrastrukturinvesteringerne afhændes, hvis den rette pris bliver budt.

Størstedelen af disse investeringer er i projekter, der producerer vedvarende energi. Fokus er oftest på de fysiske risici – fx hvordan skovbrande kan påvirke en solcellepark, eller hvordan en stigning i vandstanden kan påvirke en havvindmøllepark. Solcelleparker placeres oftest i god afstand til vegetation for at mindske brandrisikoen, mens der for havvindmølleparker stilles detaljerede regulatoriske krav til designet af havvindmøllerne for at imødekomme ændringer i vandstanden.

Transitionsrisici spiller en rolle for infrastruktur i det omfang, at ny regulering og ændrede forbrugsvaner kan være med til at påvirke den type energi og infrastruktur, som vil finde anvendelse i samfundet. De største transitionsrisici for infrastruktur vil sandsynligvis være den politiske usikkerhed i USA og truslen fra ny bedre teknologi og tilhørende regulering, der vil udfordre vedvarende energi i form af vindmøller, vandkraftværker m.v. Eksempelvis kan brintteknologi til biler eller atomkraftværker være med til at true behovet for produktion af energi gennem fx vindmøller.

I Europa er der stor efterspørgsel efter kapital, der kan finansiere udrulningen og konstruktionen af vedvarende energikilder. I 2025 har PKA startet implementeringen af en ny strategi for investering i infrastruktur som supplement til de betydelig eksisterende investeringer i vedvarende energiproduktion omtalt ovenfor. Hvor de eksisterende investeringer primært er i allerede opførte projekter, vil den nye strategi også fokusere på andre dele af værdikæden og dermed yderligere bidrage til at udbygge kapaciteten af grøn energi og elektrificeringen.

I den forbindelse har PKA i 2025 blandt andet givet tilsagn på omtrent 1 mia. kr. til en infrastrukturfond, der har fokus på at levere fleksible finansieringsløsninger til udviklere af sol- og vindenergi. Fonden finansierer projekter på tværs af det europæiske kontinent og bidrager dermed dels til den grønne omstilling, dels til at reducere Europas afhængighed af importeret energi, dels til at styrke Europas konkurrenceevne.

Med implementeringen af den nye strategi vil PKA øge sine investeringer i infrastruktur over de kommende år. Opførelsen af ny infrastruktur vil have en overvægt af europæiske projekter.

Ejendomme

Langt hovedparten af ejendomsporteføljen er direkte ejede ejendomme i Danmark. Det er et reguleret område, og PKA har som direkte investor gode muligheder for indsigt i forhold om klimarisici.

Vurderingen af ESG-risici har fokus på samarbejdspartnere i projektet og på fysiske risici. PKA stiller krav til, at nye ejendomme opføres efter høje standarder, også via certificeringer som bl.a. Svanemærket og DGNB, når det er muligt.

Desuden arbejdes med at certificere driften af ejendomme efter henholdsvis Svanemærket eller DGNB. I 2025 har ejendomme for 6,5 mia. kr. opnået driftscertificeringer.

Ved investering i ejendomme analyseres sandsynligheden for skader som følge af oversvømmelser, stormflod, voldsomt vejr samt klimaforandringers påvirkning af indeklimaet i bygningerne. Dette analysearbejde indgår både i udarbejdelsen af lokalplan og byggetilladelse og som en del af projekteringen.

Klimaforhold kan have betydning for lejeindtægten og salgsværdien af ejendommene og dermed afkastet til medlemmerne, men kan også i nogen grad imødegås med tiltag som blandt andet stormflodssikring og ventilation.

3.3.2. PKA's strategiske overvejelser i et Paris-kompatibelt klimascenarie

Det langsigtede klimamæssige styringsmål i PKA's strategi er opbakning til Paris-aftalens målsætning om en global temperaturstigning, der ikke overstiger 1,5℃.

Paris-aftalen

Paris-aftalen er en juridisk bindende, international traktat, som har til formål at modvirke klimaforandringerne. Den blev vedtaget på COP21 i Paris d. 12. december 2015 og trådte i kraft d. 4. november 2016.

Parisaftalens mål er at begrænse den globale opvarmning til under 2℃ og helst 1,5℃, sammenlignet med førindustrielle niveauer.

PKA bakker op om Paris-aftalen og PKA har forpligtet sig til at være CO_2-neutrale inden 2050 på linje med Paris-aftalens målsætninger. Det betyder blandt andet, at PKA arbejder for, at temperaturstigningen globalt ikke overstiger 1,5℃. Som delmål vil PKA have mindsket porteføljens CO_2-aftryk med 50 % i 2030.

PKA har tilsluttet sig IIGCC's Net Zero Asset Owner Commitment, som er del af Paris Aligned Investment Initiative (PAII). Initiativet vejleder investorer om, hvordan porteføljens klimabelastning nedbringes.

Strategisk betydning for investeringer i el, energi og energilagring

Den globale energiforsyning, herunder el, skal hurtigst muligt overgå til vedvarende eller lav-emissionskilder. For PKA betyder det, at investeringer i energi primært vil være vedvarende, og at andelen af vedvarende energi i de samlede energiinvesteringer forventes at stige fremover.

Kul er en energikilde, som bør udfases af det globale energimix – gerne så hurtigt som muligt. Denne erkendelse har også sat spor i PKA's investeringsstrategi både hidtil og fremover.

I 2020 skærpede PKA kulgrænsen markant fra højst 90 % omsætning fra kul til nu højst 20 %. Der er ønsker om, at støtte selskabers mulighed for at omstille sig fra fossile til vedvarende energikilder, og den nuværende grænse skal ses i lyset af, at nogle selskaber – fx Ørsted – endnu har en lille andel kulforsynet energi i deres portefølje, som er under udfasning. I 2020 indførte PKA også eksklusion af selskaber involveret i kulminer og oliesand, medmindre de er omstillingsparate. I 2025 har PKA yderligere præciseret kriterierne indenfor fossil udvinding og forsyning. Termisk kul og oliesand må maksimalt udgøre 5% af omsætningen, og en subjektiv vurdering af omstillingsparathed bliver ikke længere foretaget.

PKA har herudover valgt at ekskludere drilling-/serviceselskaber, som har mere end 25% omsætning knyttet til efterforskning og nyudvinding af fossil energi. Drilling-/serviceselskaber er virksomheder, der supporterer eller servicerer olie- og gasselskaberne under deres efterforskning efter nye olie- og gasforekomster. Dette omfatter boring og færdiggørelse af brønde, brøndvedligeholdelse og produktionsforbedringer. Drilling-/serviceselskaber agerer således i strid med målene i Parisaftalen.

Ved i første omgang at udelukke drilling-/serviceselskaber, der er betydeligt involveret i efterforskning og nyudvinding af fossil energi fra PKA's investeringsunivers, rammes upstream olie- og gasselskaber, som aktivt søger efter nye olie- og gasfelter. På den måde adresserer PKA selve kernen i fossil nyudvinding.

Strategisk betydning for investeringer i industri

Indenfor transportsektoren går det hurtigt med udviklingen af elbiler. Elbilerne har en ydeevne og rækkevidde, der i tiltagende grad gør dem konkurrencedygtige – og som samtidig betyder, at elektrificering bliver et mål i investorers aktive ejerskab. For mange industrier er der dog endnu ikke teknologier, der gør det muligt at producere uden at udlede store mængder drivhusgasser. Samtidig er der ofte tale om nødvendige industrier, som ikke har nogen nuværende lav-emissions erstatning. Det gælder fx cement, stål og andre industrielle metaller, maskinkonstruktion og kemiproduktion.

Et godt eksempel på hvordan PKA støtter investering i ny teknologi og produktionsproces og samtidig medvirker til at pege på alternativer til traditionelle, ikke-bæredygtige materialer er investeringen i Stegra (via AIP). Stegra udvikler ”grønt” stål, uden brug af kul, og udledning ved produktionen er ikke CO_2, men vand . Udledningerne bliver samlet set signifikant lavere end i dag med denne proces.

Uden et skalerbart, klimavenligt alternativ til de eksisterende produktionsmetoder, må man vurdere selskabernes klimapåvirkning sammenlignet med andre i samme sektor. Der bliver dermed fokus på, at porteføljeselskaber skal sigte efter at være 'best in class'.

Derudover er CO_2-fangst (carbon capture) en mulig vej til at nedbringe CO_2-aftrykket fra tung industri og på længere sigt direkte fra atmosfæren. Den opsamlede CO_2 kan pumpes ned i undergrunden med henblik på permanent lagring (carbon capture and storage – CCS). Alternativt kan CO_2 bruges som input til fx power-to-x, når der skal dannes brændstoffer til skibe og fly (carbon capture and utilisation – CCU). PKA ser løbende projekter af denne karakter.

Strategisk betydning for ejendomsporteføljen

PKA har som mål, at de ejendomme, der investeres i, skal opføres efter højest mulige klimastandarder, og at renovering af eksisterende ejendomme skal udføres med et formål om klimaneutralitet.

Ved udgangen af 2025 består 14 mia. kr. af ejendomsporteføljen af certificerede ejendomme. Målsætningen for 2025 var at have certificerede ejendomme på minimum 11 mia. kr., der dermed er mere end indfriet. PKA arbejder hele tiden som led i strategien på at gøre ejendomsporteføljen mere klimavenlig via forskellige, anerkendte mærkningsordninger og certificeringer som fx Svanemærket og DGNB.

Heraf har PKA investeret 1 mia. kr. i Svanemærkede ejendomme, som blandt andet er kendetegnede ved et lavt energiforbrug og efterlevelse af høje krav til byggeproces og bæredygtige materialer. Svanemærket byggeri bliver desuden gennemgået af en uvildig tredjepart i både byggeproces og det færdige byggeri. Mellem 2008 og 2020 forbedrede PKA den gennemsnitlige energimærkning i danske ejendomme fra D til B, hvorved den gennemsnitlige CO_2-belastning blev mindsket 40 %. Ved udgangen af 2025 er energieffektiviteten forbedret yderligere således at gennemsnitligt energimærke er placeret i området A-B og kun 20.000 m2 (2 %) er nu ringere end energimærke C. CO_2 intensiteten pr. areal er siden 2019 forbedret med 35 %.

Målsætningen frem mod 2030 er, at ingen ejendomme i porteføljen har et energimærke ringere end B. Målsætningen er betydeligt skrappere end kravene i EUs direktiv for bygningers energimæssige ydeevne, ”fit for 55”, som implementeres i Danmark foråret 2026. 2030-målet skal opnås ved bl.a. energirenovering af eksisterende ejendomme, produktion af vedvarende energi via solceller og vindturbiner, affaldshåndtering, udvikling af udearealer for fremme af fællesskab og biodiversitet. Endelig tilstræbes, at der er adgang til opladning af elbiler på 90% af ejendommene med tilknyttede p-pladser.

Strategisk betydning for investeringer i transport

Transportsektoren står overfor store forandringer, hvis et 1,5℃-scenarie skal realiseres. Derfor har PKA i regi af aktivt ejerskab især fokus på bilproducenters planer for omstilling til elektriske modeller. PKA har også fokus på at investere i eldrevet transport udover elbiler, fx har PKA investeret ca. 720 mio. kr. i elektriske tog, senest i 2024 ved køb af en ”grøn obligation” udstedt af DSB.

PKA's øvrige strategiske overvejelser i et scenarie med skærpede fysiske klimarisici

I et scenarie, hvor det ikke lykkes at holde den globale temperaturstigning inden for Parisaftalens målsætninger, dvs. under 2℃ og helst 1,5℃, vil de fysiske risici være mere alvorlige, mens transitionsrisici kan være mindre. Det skyldes, at et scenarie, hvor temperaturstigningen overskrider Parisaftalens målsætninger, indikerer en mindre stejl reduktion i udledningen af drivhusgasser, hvilket indebærer en langsommere omstilling til klimaneutralitet.

De fysiske klimarisici vil i første omgang direkte påvirke aktiver som ejendomme og landbrug. De fysiske klimarisici vil også påvirke realøkonomien og dermed værdien af finansielle aktiver. Dette vil især være udtalt i de egne, hvor klimaforandringerne har væsentlige negative konsekvenser på store befolkningscentre. En skærpet effekt må også forventes i regioner, hvor klimatilpasning er mangelfuld. PKA og andre investorer må derfor tage bestik af de forventede, øgede fysiske risici og afledte effekter, som vil variere mellem regioner og markeder.

Biodiversitet

Ifølge FN vil de nuværende klimapolitikker og -løfter betyde temperaturstigninger. Det vil medføre flere ekstreme hedebølger med hyppigere skovbrande, vandmangel nogle steder og kraftigere nedbør andre steder. Havniveauet vil stige som følge af afsmeltning af iskapper ved polerne. Biodiversiteten vil komme under stort klimatisk pres, fordi deres habitater vil ændre sig og i mange tilfælde mindskes, som nedenstående boks illustrerer.

PKA har tilsluttet sig IIGCC's Nature Action 100 og Finance for Biodiversity Pledge[3], hvilket er indskrevet i retningslinjer for ansvarlige investeringer.

Nature Action 100 er et investorinitiativ, som har fokus på at gå i dialog med de 100 største børsnoterede selskaber om deres ambitioner og indsatser for håndtering af tab af natur og biodiversitet. Her indgår PKA et samarbejde med bl.a. Novo Nordisk. Nature Action 100 kan sammenlignes med Climate Action 100+, blot med fokus på biodiversitet.

Finance for Biodiversity Pledge er et initiativ, hvor medunderskrivere følger fem målsætninger:

1. Samarbejde og vidensdeling om opgørelse af biodiversitetsmetrikker, -mål og metoder
2. Dialog med selskaber om deres indsats for biodiversitet
3. Evaluering af PKA's investeringers påvirkning af biodiversitet samt identificere faktorer, der driver negative påvirkninger
4. Mål for at øge positive og mindske negative påvirkninger af investeringer i biodiversitet
5. Rapportering offentligt om investeringers bidrag til og påvirkning af biodiversitet

PKA har på nuværende tidspunkt ikke sat målsætninger for investeringer relateret til biodiversitet. Det er opfattelsen, at tilgængelige data endnu ikke har en kvalitet, der understøtter etableringen af en egentlig biodiversitetsstrategi og -politik.

3.3.3. PKA's øvrige strategiske overvejelser i et scenarie med skærpede transitionsrisici

PKA har øget fokus på at tilvejebringe de nødvendige rammevilkår for klimarelaterede investeringer i vækstøkonomier og udviklingslande de senere år. Det hænger sammen med det store potentiale for at accelerere disse landes grønne omstilling, men selvfølgelig også med den skærpede eksponering overfor mange af klimaforandringernes konsekvenser. I slutningen af november 2024 investerede PKA sammen med den danske stat og tre andre store danske pensionskasser i en ny fond, som skal indfri

3 financeforbiodiversity.org/

FN's verdensmål gennem investeringer i en række af verdens fattigste lande. Dette er også på linje med Parisaftalens større plan om "Just transition", og det er en faktor i PKA's transitionsplan. Den politiske situation i store økonomier som Kina og USA medfører stadig væsentlige usikkerheder om udviklingen i mulighederne for investeringer i den grønne omstilling. Med denne usikkerhed følger risici men også muligheder, og PKA følger udviklingen tæt.

Udfaldsrummet for transitionsrisici er bredt. Det gælder blandt andet teknologiske risici, fordi øgede omkostninger til fysiske klimarisici kan få betydning for ressourcer til forskning og udvikling. Teknologier, som i en køligere verden havde været urentable, kan blive investerbare. Markedsmæssige risici og omdømmerisici kan også blive væsentlige.

Med afsøgning af nye grønne teknologier søger PKA de teknologiske muligheder i den hastige udvikling, der sker i disse år – med blik for de tilhørende risici. Det er en af flere motivationer for ofte at indgå i samarbejder med relevante partnere, når der investeres i klimaløsninger.

3.4. Klimarelaterede muligheder i PKA's strategi

Ud fra et ønske om at tage højde for Parisaftalen i investeringsstrategien fastsatte PKA i 2020 et mål om, at 15 % af formuen skulle være investeret i klimarelaterede aktiver inden udgangen af 2025 og 20 % inden 2030. Der er derfor fokus på at øge investeringerne i blandt andet klimaløsninger og selskaber, som er gunstigt stillet overfor effekterne af et varmere klima.

I alt havde PKA 63 mia. kr. i klimarelaterede investeringer ved udgangen af 2025 på tværs af aktivklasserne (2024: 56 mia. kr.). Det svarer til 16,7 % af formuen (2024: 15,5 %). En del af de klimarelaterede investeringer anses for at være "bæredygtige" i henhold til EU-lovgivningen, og dermed bidrage til at indfri den danske pensionsbranches betingede tilsagn om at have grønne investeringer for 450 mia. kr. før udgangen af 2030.

Derudover er støtten til Parisaftalen indskrevet i investeringsstrategien og underbygget af tilslutningen til vejledningen om at blive klimaneutral i IIGCC's Net Zero Asset Owner Commitment - som en del af Paris Aligned Investment Initiative (PAII).

PKA sætter delmål for at nedbringe investeringernes CO_2-aftryk og fører aktivt ejerskab med henblik på at bringe porteføljeselskaberne på linje med Parisaftalen. Det er et led i det aktive ejerskab at sætte et engagementsmål.

PKA's engagementsmål er bl.a. aktiv deltagelse i investorinitiativet Climate Action 100+.

Climate Action 100+

Climate Action 100+ er et investorledet initiativ, der skal sikre, at verdens ca. 170 største CO_2-udledende virksomheder træffer de nødvendige foranstaltninger mod klimaforandringerne. Initiativet har fokus på de selskaber, der står for mere end 80 % af de globale, industrielle CO_2-udledninger.

Initiativet omfatter ca. 600 investorer fra hele verden, som tilsammen repræsenterer en formue på ca. USD 60 trillioner.

Arbejdet koordineres af fem regionale investornetværk: Asia Investor Group on Climate Change (AIGCC), Ceres, Investor Group on Climate Change (IGCC), Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC) og Principles for Responsible Investment (PRI).

Climate Action 100+ er blevet det største globale initiativ for investorengagement nogensinde, som har klimafokus. Investorer, der arbejder gennem initiativet, er nu engageret på tværs af 30 lande og repræsenterer over 50 % af alle globale aktiver under forvaltning.

Første fase af CA100+ blev afsluttet i 2023. Fremskridtsrapporten fra oktober 2023 viste, at selskaberne fortsatte med at gøre fremskridt mht. mål for reduktion af CO_2 og rapportering af strategier. Det fremgik dog også, at ingen af selskaberne opfyldte alle kriterierne i CA100+, og kun 2 % af selskaberne havde udfaset eller forpligtet sig til at udfase investering i CO_2-intensive aktiver.

I oktober 2024 kom de første resultater fra anden fase. Rapporteringen viste en vis fremgang i at mindske CO_2-aftryk, men at der fortsat skulle arbejdes med bl.a. transitionsplaner og sammenhæng til net zero-målsætninger.

Fremskridtsrapporten fra oktober 2025 viser fortsat en vis fremdrift blandt CA100+ selskaberne. Flere store CO_2-udledere skruer op for ambitionerne i form af at have fastsat langsigtede mål, at have begyndt at reducere faktiske udledninger samt at have forbedret rapportering og strategisk planlægning. Der er imidlertid stadig langt til en robust global omstilling i overensstemmelse med 1,5°C-målet. Den manglende fremdrift relaterer sig fortsat til transitionsplaner og fastlæggelse af delmålsætninger for net zero, men også utilstrækkelige kapitalallokeringsplaner og manglende policy-engagement gør, at den nuværende kurs stadig er for langsom.

I 2025 har PKA foretaget en mere dybdegående gennemgang af de selskaber, der er bundskrabere i fremskridtsrapporten. PKA er i proces med at bearbejde rapportens konklusioner for bedst muligt at kunne revidere arbejdet med blandt andet aktivt ejerskab og eksklusioner.

3.4.1. Investeringsmuligheder som følge af klimaforandringer

Selvom klimaforandringerne udgør en række finansielle risici, rummer de også investeringsmæssige muligheder. Nogle selskaber vil være attraktive at investere i, fordi de er stillet godt i forhold til klimaforandringerne og de nævnte fysiske og transitionsmæssige risici.

TCFD identificerer fem overordnede typer af finansielle klimarelaterede muligheder, som investorer kan have fokus på for at mindske klimarisici:

1. Ressourceeffektivitet
2. Vedvarende eller lavemissionsenergikilder
3. Vedvarende eller lavemissionsprodukter og -ydelser
4. Nye markeder
5. Robusthed overfor klimaforandringer

Effektiv brug af ressourcer kan være en klimarelateret mulighed, fordi det medfører lavere omkostninger og højere produktivitet. Det omfatter blandt andet effektive processer og faciliteter, genbrug og lavt vandforbrug. Ét af de rapporterede nøgletal ifølge TCFD – CO_2-intensitet – viser selskabers og den samlede porteføljes CO_2-effektivitet. Jo lavere CO_2-intensitet, jo mere CO_2-effektivt er selskabet.

Vedvarende eller lav-emissionsenergikilder som fx vindenergi, solenergi og vandkraft mindsker eksponeringen til prisstigninger på fossile energikilder og på udledning af CO_2 (gennem en CO_2-afgift). Derudover er der en væsentlig omdømmemæssig fordel ved at investere i vedvarende energi.

Vedvarende eller lav-emissionsprodukter og -ydelser er mere efterspurgte af klimabevidste forbrugere – og det er en tendens, som ventes at tage til over de kommende år. Der er også en investeringsmæssig mulighed i at investere i selskaber, der udvikler klimavenlige produkter og ydelser gennem innovation.

Nye markeder, fx geografisk i vækst- eller udviklingslande eller teknologisk i form af storskala energilagring, kan være en attraktiv investeringsmulighed. Det kan diversificere porteføljen, men typisk medfører det også en høj risiko.

Selskaber, som er robuste overfor klimaforandringer, forventes at få højere markedsværdi og større modstandsdygtighed i forsyningskæden i takt med, at klimarisici bliver mere udtalte. En sådan robusthed afspejles i selskabers planlægning, forskning og udvikling, som tager højde for de sandsynlige klimascenarier i et langsigtet perspektiv.

3.4.2. Eksempler på PKA's investeringer i klimarelaterede muligheder

Ressourceeffektive ejendomme

Når PKA investerer i ejendomme, er der opmærksomhed på ressourceeffektivitet. Hvis Parisaftalen skal nås, skal klimabelastningen fra ejendomme nedbringes, idet ejendomme, herunder drift og konstruktion, står for en betragtelig del af det globale energiforbrug.

PKA har samlet investeret knap 14 mia. kr. i certificerede ejendomme (2024: 7 mia. kr.), og PKA arbejder hele tiden på at udvikle ejendomme med et sundt indeklima og lav klimapåvirkning. PKA bæredygtighedscertificerer ejendomme efter bl.a. Svanemærket og DGNB, energirenoverer løbende eksisterende ejendomme og bygger nye efter højeste klimastandarder.

Som beskrevet i afsnit 3.3.1 om ejendomme har PKA i 2025 fået driftscertificeret en del af ejendomsporteføljen.

Vedvarende energi

PKA investerer i vedvarende energikilder bl.a. gennem AIP, som gør PKA til medejere af aktiver, der understøtter den grønne omstilling, herunder vindmølleparker, solcelleparker og andre infrastrukturaktiver. Gennem AIP investeres direkte i vind- og solenergi for 18 mia. kr. (2024: 15 mia.) Det øger eksponeringen til vedvarende energikilder.

Vedvarende- eller lavemissionsprodukter

PKA investerer gennem selskabet Institutional Investment Partners Denmark (IIP) i en virksomhed, som genbruger brugte blybatterier fra blandt andet biler og industri. Genbrug af batterier sikrer, at værdifulde ressourcer ikke går til spilde, mindsker miljøpåvirkningen og nedbringer energiforbruget til produktion af nye batterier med over 60 %. Derudover medvirker virksomheden til, at de brugte batterier ikke eksporteres til andre dele af verden, hvilket også sparer CO_2-udledning.

Nye markeder

PKA har særligt fokus på at undersøge nye investeringsmuligheder og nye markeder indenfor energilagring herunder power-to-x og batterier. Det skal ses i sammenhæng med behovet for at kunne

lagre energi, hvis energiforsyningen skal overgå til 100 % vedvarende kilder. Ligeledes er ny teknologi nødvendig for at kunne gøre tung industri og fly-, skibs- og godstransport CO_2-neutral.

I 2024 investerede PKA sammen med tre andre danske pensionskasser i Stegra, der er i færd med at opføre verdens første grønne stålværk i stor skala. Det kommende stålværk skal ligge i den nordsvenske by Boden, hvor forholdene er optimale til at producere den grønne stål. Det kommer til at levere stål med op til 95 % mindre CO_2-udledning end stål produceret på traditionel vis.

Det sker ved at erstatte kul med grøn brint i processerne, hvor jernmalm bliver opvarmet og reduceret, så den senere kan laves til stål. Den grønne brint bliver produceret på stedet i det, der bliver Europas største elektrolyseanlæg. Selve stålfremstillingen og efterbehandlingen bliver også elektrificeret med strøm fra vedvarende energikilder så som vindenergi.

Robusthed overfor klimaforandringer

PKA har investeret 9 mia. kr. i green bonds (2024: 12 mia. kr.). Det omfatter investeringer i ind- og udland, herunder stats- og realkreditobligationer i bl.a. Holland, Frankrig, DLR Kredit samt DSB.

4. Risikostyring

TCFD anbefaler, at investorer integrerer klimarelaterede risici i deres risikostyring. Det betyder, at investorer skal beskrive, hvordan de identificerer, vurderer og håndterer klimarisici, og hvordan dette indgår i den generelle risikostyring. Der bør være særligt fokus på at fastlægge betydningen og størrelsesorden af relevante klimarisici sammenlignet med øvrige risici.

TCFD anbefaler desuden at beskrive og offentliggøre aktiviteter indenfor aktivt ejerskab overfor porteføljeselskaber. Desuden at investorer skal beskrive, hvordan deres portefølje står i forhold til overgangen til vedvarende og lav-emissionsenergi, og hvordan porteføljen forvaltes i lyset af denne overgang.

4.1. Identifikation og håndtering af finansielle klimarisici

4.1.1. Klimarisici i værdiansættelsen af PKA's hensættelser til fremtidens pensioner

Værdiansættelsen af hensættelser til fremtidens pensioner er præget af de antagelser, der ligger til grund for beregning af de underliggende biometriske parametre. Det er for eksempel hyppigheden for invalidetilkendelser og dødsfald samt forventede levetider. Vurderingen af et klimascenaries effekt på hensættelserne afhænger derfor af, hvor meget klimascenariet vil ændre på de gældende antagelser for beregning af de underliggende biometriske parametre.

Langsigtede temperaturstigninger forårsaget af klimaændringer kan påvirke fastsættelsen af de biometriske parametre, hvilket i så fald vil afspejle sig i værdiansættelsen af hensættelserne til fremtidens pensioner. Når den gennemsnitlige globale temperatur eksempelvis stiger med 1,5℃ vil det påvirke verdens lande forskelligt. I tropiske lande kan en temperaturstigning have en stor effekt på sygdomme og dødsfald – blandt andet, fordi der vil komme bedre leveforhold for myg og andre sygdomsspredende insekter. I andre lande kan temperaturstigninger resultere i øgede risici for pandemier og ekstreme vejrhændelser, hvilket også vil have en negativ effekt på sygdomme og dødsfald.

PKA's medlemmer bor i Danmark, og derfor vurderes effekten af biometriske parametre ud fra forventninger om, hvad den globale temperaturstigning vil betyde for Danmark. IPCC-rapporten[4] for 2022 konkluderer at lande i blandt andet Europa har bedre kapacitet til at håndtere klimaændringer, og derfor forventes det ikke, at levestandarden i Danmark vil ændre sig markant ved fremtidige temperaturstigninger. Den vurdering har ikke ændret sig i 2025.

PKA's primære produkt er livsvarige pensioner, og derfor er den største kilde til usikkerhed, at medlemmerne leve længere end forudsat. I beregningen af de nuværende levetidsforudsætninger er der allerede indregnet en forventning om fremtidige levetidsforbedringer, og det vurderes, at et klimascenarie ikke vil forbedre levetiden mere, end hvad der allerede er indregnet. Ligeledes vurderes det hellere ikke, at et klimascenarie vil have en væsentlig effekt på de resterende relevante biometriske parametre. Samlet set vurderes det, at en temperaturstigning ikke vil have en tilstrækkelig effekt på de biometriske parametre til at ændre den nuværende værdiansættelse af hensættelserne til fremtidens pensioner.

4.1.2. Spredning af investeringer

PKA's klimarelaterede investeringer er – såvel som de øvrige investeringer – spredt over hele verden og på forskellige aktivklasser. Det giver en lavere risikobelastning, fordi de samlede investeringer dermed ikke påvirkes meget kraftigt af lokale og regionale klimaforhold. På denne måde mindskes koncentrationsrisici overfor lokale og regionale klimaforhold, og PKA er derfor bedre stillet, når klimaforandringerne medfører ændrede vejrmønstre.

4 ipcc.ch/report/ar6/wg3/

4.1.3. Klimarisici i PKA's investeringsproces

Klimarisici er en integreret del af PKA's investeringsproces. Både med due diligence – inden der foretages en investering – og i den løbende overvågning af investeringen. Klimarisici opgøres som beskrevet i fysiske og transitionsrisici, som – hvis de indtræffer – kan have en væsentlig negativ effekt på værdien af investeringerne. PKA vurderer en risiko ud fra, hvor sandsynlig den er, og hvor alvorlig den vil være, hvis den indtræffer.

Vurderingen af en given klimarisikos sandsynlighed udfordres af, at der er mange usikkerheder og mangelfulde data, som ofte opdateres med betydelig forsinkelse og er bagud skuende. Derudover er forskellige klimarisici ofte sammenhængende og forstærker hinanden. Derfor er integrationen af klimarisici et projekt under udvikling i risikostyringsafdelingen. Det gælder særligt i forhold til at kunne isolere og vurdere en given klimarisikos væsentlighed sammenlignet med andre risici.

Inden PKA foretager en investering, analyserer porteføljemanagerne alle kendte risici, herunder klimarisici, i forbindelse med due diligence-processen. Den enkelte porteføljemanager kan drøfte evt. klimarisici med ESG-afdelingen.

Det undersøges, om investeringen er i tråd med PKA's politikker og retningslinjer for ansvarlige investeringer. Desuden afdækker undersøgelsen investeringens mulige eksponering overfor aktiviteter, som er omfattet af de overordnede principper for ansvarlige investeringer. Det gælder blandt andet tilslutning til Parisaftalens mål om at holde den globale temperaturstigning under 1,5℃ og følgende tolerancetærskler på klimaområdet:

- Der investeres ikke i kuludvindingsselskaber, hvor et af nedenstående kriterier er opfyldt:
  - 5 % eller mere af omsætningen er relateret til udvinding af termisk kul
  - selskabet har ekspansionsplaner indenfor udvinding af termisk kul
- Der investeres ikke i energiforsyningsselskaber, hvor et af nedenstående kriterier er opfyldt:
  - 20 % eller mere af omsætningen er relateret til energiproduktion med termisk kul
  - selskabet har ekspansionsplaner indenfor energiforsyning med termisk kul
- Der investeres ikke i selskaber, hvor 5 % eller mere af omsætningen er relateret til udvinding af oliesand.
- Der investeres ikke i drilling/serviceselskaber, hvor den samlede andel af omsætningen fra upstream olie- og gasaktivitet udgør mere end 25 %.
- For nye investeringer i ejendomme og den eksisterende boligmasse skal forhold ud over de lovgivningsmæssige krav tænkes ind i projekterne
- Overholdelse af konventioner, herunder PKA's opbakning til Parisaftalen og biodiversitetskonventionen

En identificeret klimarisiko, der er kvantificerbar, medtages i den beregnede investeringsrisiko. Er klimarisikoen ikke kvantificerbar, foretages en kvalitativ analyse med input fra fund managers.

Fysiske klimarisici kan særligt påvirke aktiver som ejendomme og infrastruktur, der ofte er illikvide, og hvor der skal indtænkes håndtering og styring af risici, inden investeringen foretages. For denne type aktiver medtages derfor klimarisici i en grundig due diligence-proces ved fx at vurdere modstandsdygtighed overfor mere ekstremt vejr, vandstigninger, tørke og andre fysiske risici.

4.1.4. Integration af klimarisici i den overordnede risikostyring

PKA anskuer ikke finansielle klimarisici som en ny risikokategori i sig selv, men tolkes i stedet som en underliggende risikofaktor for de risikotyper, der allerede er integreret i PKA's risikomodel.

Investeringsafdelingen ('første forsvarslinje') står for at identificere, vurdere og håndtere klimarelaterede risici for den enkelte investering. Potentielle nye investeringer skal som nævnt oven for igennem investeringsprocessen, hvor ESG-vurderinger indgår.

Risikostyringsafdelingen ('anden forsvarslinje') står for at identificere klimarelaterede risici i den overordnede portefølje, samt vurdere om og hvordan disse risici bør håndteres i den samlede risikovurdering af porteføljen. Indsigten bruges også i risikovurderingen på enkeltinvesteringer.

De identificerede klimarisici indgår således sammen med øvrige risici i indstillingen for den enkelte investering. På baggrund af en samlet vurdering af afkast og risici besluttes, om PKA skal foretage investeringen.

4.1.5. Overvågning af eksisterende investeringer

Beholdningen af noterede investeringer bliver løbende overvåget og screenet for eksponering til bl.a. olie-sand, kulminer og andre kulaktiviteter.

PKA har primært to forskellige lister, som bruges i overvågningen af investeringerne:

- Dialoglisten er en oversigt over de selskaber, som PKA er i dialog med, typisk som led i et strategisk initiativ. Der er også en dialogliste med selskaber, som EOS at Federated Hermes – på PKA's vegne – er i dialog med
- Negativlisten er en udtømmende, dynamisk oversigt over selskaber, som PKA ved en aktiv beslutning har ekskluderet fra investeringsuniverset.

Ved markante ændringer i selskabers klimarisici tages der stilling til, om dette medfører et tab på investeringen, om der skal være en dialog med selskabet, eller om selskabet skal sættes på negativlisten, hvilket betyder, at investeringen frasælges. Det kan være, hvis et selskab skifter strategisk retning og annoncerer planer om øgede investeringer i fossil energi – det vil betyde en øget transitionsrisiko, særligt øget markedsrisiko. Et andet eksempel er, hvis et selskab afsløres i at føre lobbyvirksomhed mod Parisaftalen, i modsætning til selskabets officielle udmeldinger. Det vil betyde en øget transitionsrisiko – særligt en øget omdømmemæssig risiko.

Eksklusion er et anvendeligt værktøj, når dialogen med selskabet møder modstand, og der ikke sker fremskridt i selskabets omstillingsparathed. Som ansvarlig investor foretrækkes det dog altid at flytte selskaber i en mere ansvarlig retning, hvis muligt, fremfor at frasælge.

PKA har også en negativliste over lande, som er sanktionsbelagte eller på EU's sortliste for skatterelaterede forhold.

Lignende kriterier for at overvåge investeringer anvendes også i de illikvide investeringer. Det sker i dialog med fund managers, der har den tætte forbindelse med de underliggende investeringer.

4.2. Afbødning af finansielle klimarisici

4.2.1. Aktivt ejerskab og dialog

Aktivt ejerskab er et vigtigt værktøj for PKA. Med aktivt ejerskab kan selskaber påvirkes til at omstille deres forretningsmodel og udarbejde en klimavenlig strategi, der er mere robust overfor fremtidens klimarisici.

PKA har investeringer i mere end 3.000 selskaber, og derfor er det ikke muligt at udøve direkte aktivt ejerskab overfor alle porteføljeselskaberne. PKA har derfor allieret sig med EOS at Federated Hermes, der er specialister i aktivt ejerskab, som uddybes i nedenstående boks.

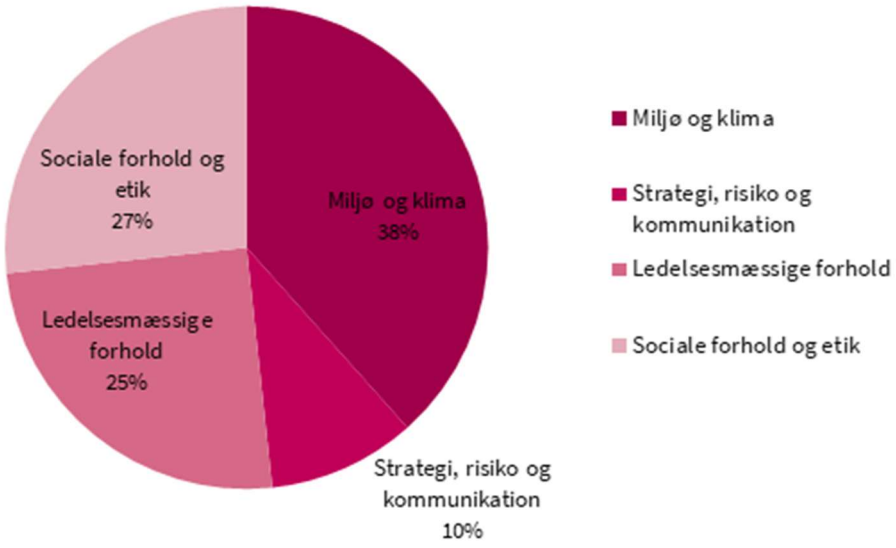
Samarbejde med EOS at Federated Hermes

EOS at Federated Hermes (EOS) er en førende udbyder af tjenester indenfor aktivt ejerskab. EOS's engagementsaktiviteter gør det muligt for PKA at være aktive ejere af investeringer gennem dialog med virksomheder om miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige (ESG) forhold. EOS har løbende dialog med porteføljevirksomheder og assisterer med at stemme på selskabernes generalforsamlinger på vegne af PKA.

EOS' langsigtede dialoger med virksomheder betyder, at vi som investor i visse tilfælde har mulighed for at tale direkte med virksomheders ledelse og bestyrelse om de ESG-sager, der er ønsker om at fremme.

I 2025 handlede 38 % af dialogerne med porteføljeselskaber om miljø og klima som illustreret i nedenstående figur. Det svarer til 1.024 dialoger for PKA, hvoraf halvdelen blev ført med selskaber baseret i USA og mere end en fjerdedel med selskaber med base i Europa. 65 % af alle dialoger inden for miljø og klima handlede specifikt om klimaforandringer, mens 14 % omhandlede forurening, biodiversitet eller cirkulær økonomi.

Figur 3:
PKA's dialoger i 2025



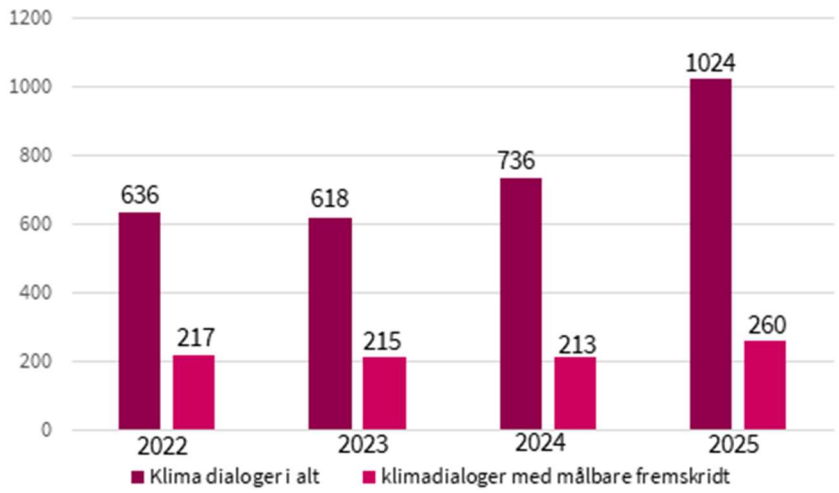
Data fra EOS at Federated Hermes

PKA ser dialog som et stærkt værktøj til at gøre porteføljen mere klimavenlig og robust overfor klimaforandringer. Dialoger om klima kan handle om en række forskellige tiltag og i disse år i høj grad også om rapportering af klimarelevante ESG-nøgletal.

EOS at Federated Hermes skelner mellem dialoger med specifikke, målbare milepæle (’objectives’) og dialoger, der i højere grad fokuserer på en given problemstilling uden at opstille faste mål (’issues’). Af de 1.024 dialoger om klima i 2025 var der fremskridt i 260 af dialogerne som vist i figur 4.

I 2025 havde PKA 1.769 dialoger, der omhandlede FN verdensmål. PKA’s dialoger fokuserede primært på verdensmål 7, 8, 9, 12, 13 og 16.

Figur 4:
Fremskridt i klimadialoger, 2025



Data fra EOS at Federated Hermes

Den løbende dialog med de selskaber, PKA har investeringer i, går hånd i hånd med stemmeafgivelser på selskabernes generalforsamlinger. Hvis et selskabs ledelse ikke er villig til at gå i dialog om kritisable forhold, kan en mulighed være at stille et aktionærforslag på selskabets generalforsamling. Erfaringen viser, at aktionærforslag kan være et vigtigt instrument til at få et selskabs ledelse til at gå i dialog med PKA og andre investorer.

I 2025 øgede PKA sin stemmeaktivitet på generalforsamlinger fra 2024. PKA stemte på 84 selskabers generalforsamling sammenlignet med 31 i 2024. Dette er en stigning på 171 %. PKA stemmer ud fra klimamålsætningerne, herunder opbakning til Parisaftalen, på aktionærforslag om klima, blandt andet om opgørelse af CO_2-udledning, udarbejdelse af strategi for at mindske CO_2-udledning frem mod CO_2-neutralitet og rapportering af klimarelaterede oplysninger. Der er også fokus på arbejdstager- og menneskerettigheder samt biodiversitet på generalforsamlingerne.

PKA er aktiv i Nature Action 100, hvor PKA sammen med en række andre investorer har dialog med Novo Nordisk om biodiversitet.

5. Nøgletal og mål

TCFD anbefaler, at virksomheder og investorer

- måler og offentliggør de nøgletal, som bruges til vurderingen af finansielle klimarisici i strategi og risikostyring.
- offentliggør CO_2 på scope 1, 2 og, hvis relevant, scope 3 samt de relaterede risici.
- beskriver målsætninger for reduktion af eksponeringen mod disse risici.

TCFD anbefaler også, at investorer opgør CO_2-aftrykket for investeringsporteføljen og analyserer, hvor godt investeringer og investeringsstrategi stemmer overens med Parisaftalens målsætning om en global temperaturstigning, der bliver under 2℃.

5.1. Klimadata er et område i udvikling

Klimaforandringerne er komplekse, og koblingen fra fysiske, vejrmæssige risici til betydningen for en given investering kan være svær at fastslå med sikkerhed. Det gælder også for transitionsrisici.

CO_2-nøgletal er de mest oplagte at starte med, når klimarisikoen skal vurderes. De udtrykker på forskellig vis, hvor eksponeret porteføljen er overfor den primære årsag til klimaforandringerne – nemlig udledning af drivhusgasser, som beskrives i nedenstående boks om TCFD's nøgletal.

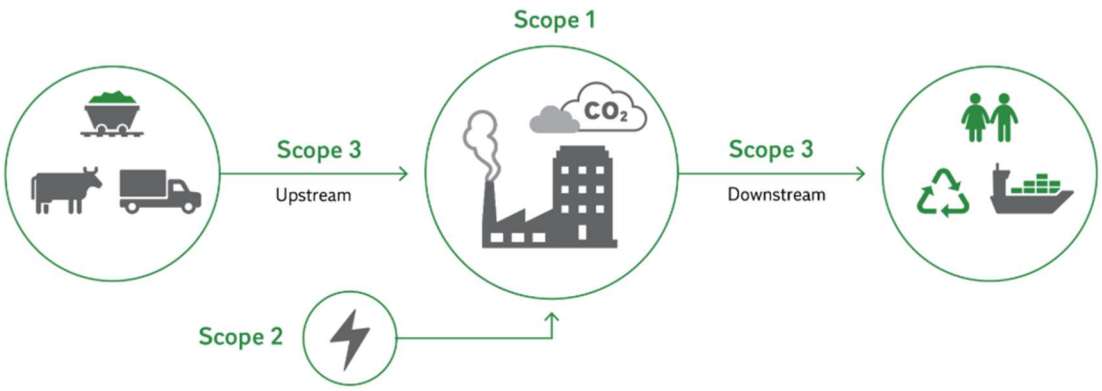
Anbefalingen om at måle porteføljens CO_2-nøgletal har til formål at vise i tal, hvor udsat porteføljen er overfor udledning af drivhusgasser. Det gælder som et øjebliksbillede, hvor tallene kan sammenlignes med markedet, dvs. det relevante benchmark. Desuden er udviklingen over tid interessant – TCFD anbefaler at offentliggøre historiske tal, så tendenserne i porteføljens CO_2-nøgletal træder frem.

CO_2-udledninger opdeles i scope 1, 2 og 3:

- Scope 1 er en virksomheds direkte udledninger
- Scope 2 er en virksomheds indirekte udledninger gennem den energi, der købes
- Scope 3 er en virksomheds indirekte udledninger i hele værdikæden, både upstream og downstream. Scope 3-data er den største udfordring at fremskaffe, da værdikæder ofte er komplekse.

Data om CO_2-udledning forbedres fra år til år, men kan stadig være svært at opgøre og skaffe. Det gælder især for visse aktivklasser, blandt andre stats- og realkreditobligationer, private equity og kreditinvesteringer.

Figur 5:
Illustration af scope 1, 2 og 3 for udledning af klimagasser



PKA får CO_2-data for børsnoterede investeringer i aktier, obligationer og derivater fra anerkendte dataleverandører, som indhenter rapporterede data og har udviklet modeller til at estimere data for virksomheder, der ikke rapporterer data. Cirka to tredjedele af data fra dataleverandørerne er imidlertid fortsat estimerede data, så også for de børsnoterede investeringer er der væsentlige usikkerheder på både scope 1, 2 og 3.

Som sidste år rapporteres CO_2-nøgletallene på scope 1, 2 og 3. Det gælder for børsnoterede aktier og obligationer, derivater, ejendomme og infrastruktur, som PKA vurderer, at der er pålidelige data på.

I 2023 påbegyndte PKA på indsamling af data fra andre unoterede investeringer, som er udbygget i 2024 og videre i 2025. PKA indhenter CO_2-data fra fund managers for de unoterede investeringer.

Data er generelt en udfordring og vil være det en rum tid endnu – derfor er de data, der offentliggøres, behæftet med usikkerhed og offentliggøres efter bedste evne. Det er forventningen, at data efterhånden bliver mere fyldestgørende og retvisende. PKA følger løbende udviklingen.

TCFD-nøgletal i PKA's klimarapport

CO_2-udledning viser porteføljens samlede udledning af CO_2, opgjort i tons CO_2-ækvivalenter. CO_2-ækvivalenter betyder, at der medregnes andre drivhusgasser end kun CO_2. Disse bliver talt med, men deres effekt omregnes til CO_2 for at kunne opgøre hele klimaeffekten af drivhusgasser i ét tal. CO_2-udledning som nøgletal har den fordel, at det er den samlede udledning, som har betydning for klimaet. Ulempen er, at en større portefølje vil udlede mere, selvom den har samme investeringsstrategi, relativ allokering og eksklusioner.

CO_2-aftryk viser porteføljens udledning af drivhusgasser for hver investeret million. Herved opnås et tal, der kan sammenlignes på tværs af porteføljer af forskellig størrelse. Ulempen er, at CO_2-aftrykket varierer med markedsværdien af investeringerne og dermed kan være ret forskelligt fra år til år, uden det skyldes ændringer i CO_2-udledningen. Vi har valgt at opgøre CO_2-målsætning som aftryk.

CO_2-intensitet viser porteføljeselskabernes udledning af drivhusgasser for hver million i omsætning, vægtet efter hvor stor en andel af selskaberne, vi ejer. CO_2-intensiteten kan derfor tolkes som porteføljeselskabernes CO_2-effektivitet – dvs. hvor gode selskaberne er til at skabe omsætning i forhold til, hvad det 'koster' i form af udledning. En lav CO_2-intensitet viser, at et selskab eller porteføljen som helhed er meget CO_2-effektiv og kun udleder lidt CO_2 i forhold til omsætningen. Fordelen ved CO_2-intensitet er, at det illustrerer hvilke selskaber eller porteføljer, der er bedst til at mindske deres udledning i forhold til omsætning.

5.1.1. Regulering og rapportering om ESG

PKA's arbejde på klimaområdet er indrammet af EU-lovgivning samt en række initiativer, som beskrevet i figuren herunder.

Figur 6:
PKA's forpligtelser som følge af lovgivning og initiativer



Data om bæredygtighed er et felt under stor udvikling i disse år – ikke mindst på grund af den politiske situation i EU og i USA med en generel målsætning om at mindske selskabers rapporteringsforpligtelser om ESG.

Forhandlinger i EU i 2025, det såkaldte Omnibus-direktiv, har medført, at omfanget af selskaber omfattet af lovpligtig ESG-rapportering, herunder Taksonomiforordningen, CSRD og CSDDD er blevet meget begrænset. PKA er herefter ikke omfattet af hverken Taksonomiforordningen, CSRD eller CSDDD. PKA aflægger fortsat nærværende rapportering efter TCFD og også efter Disclosureforordningen.

De oplysninger, PKA offentliggør som følge af lovgivning og andre initiativer, kan tilgås på hjemmesiden Politikker og rapporter: Indsigt i ansvarlige investeringer | Ansvarlige investeringer.

5.2. CO_2-nøgletal for PKA's portefølje

Data for børsnoterede aktier og obligationer indhentes fra ISS. Nøgletallene omfatter også scope 3, som udgør den klart største del af CO_2-udslippet fra investeringerne. Det er ikke overraskende, fordi scope 3 omfatter udledninger i hele værdikæden. Den ene virksomheds scope 3-udledning kan samtidig være en anden virksomheds scope 1, 2 eller 3, så en given udledning kan tælle med i flere CO_2-regnskaber.

Som sidste år er opgjort CO_2-data for de direkte ejede ejendomme. Disse omfatter alene scope 1 og 2.

Siden 2024 har PKA haft øget fokus på at indhente CO_2-data for infrastrukturinvesteringer og øvrige unoterede investeringer i tæt samarbejde med fund managers. Data omfatter scope 1, 2 og 3. Disse data er fortsat af begrænset omfang.

PKA har som tidligere år valgt at opgøre derivaternes CO_2-nøgletal, selvom det ikke er standardpraksis. Det skyldes, at derivater ofte bruges til at afbøde risiko (kaldet 'hedging'), mens PKA også benytter derivater som investering. Når derivater ikke normalt tælles med i CO_2-opgørelser, hænger det sammen med, at et derivat ikke giver ejerandele i det underliggende aktiv. Derfor kan der i princippet handles lige så mange derivater over fx en aktie eller et indeks, som der er købere og sælgere til i markedet. Det medfører, at de samme CO_2-udledninger tælles med i adskillige CO_2-regnskaber, hvis alle derivaters CO_2-udledninger tælles med. Ud fra et risikoperspektiv kan det give

god mening, fordi klimarisikoen ved en given udledning bør afspejles i alle de aktiver, der er eksponeret for den.

Med det nuværende set-up for at indhente data mere systematisk forventes det, at kommende rapporter om finansielle klimarisici i højere grad vil kunne vise en udvikling over tid. Som tidligere beskrevet forventes mulighederne for at indhente pålidelige data at være en udfordring.

Nedenfor er vist udviklingen i CO_2-data i forhold til 2024, både samlet set og for de enkelte aktivklasser, i tabel 4-7. I tabel 8 er vist udviklingen siden basisåret 2019.

Tabel 4:

Overblik over de samlede CO_2-udledninger og CO_2-aftryk for 2024-2025

Opgjort i tons CO_2æ og tons CO_2æ pr. investeret mio.

	CO_2-udledning 2024		CO_2-udledning 2025	
	Scope 1+2	Scope 1+2+3	Scope 1+2	Scope 1+2+3
Børsnoterede aktier og obligationer	252.924 (99 %)	3.523.385 (99 %)	322.479 (97 %)	5.320.623 (97 %)
Derivater	449.645 (99 %)	5.170.627 (99 %)	349.699 (99 %)	4.155.239 (99 %)
Ejendomme	3.551 (85 %)	3.551 (-)	3.813 (86 %)	3.813 (-)
Portefølje, ekskl. infrastruktur og andre illikvide investeringer	**706.120**	**8.697.563**	**675.991**	**9.479.674**
Infrastruktur	51.043 (56 %)	111.167 (41 %)	56.977 (58 %)	143.103 (43 %)
Private equity	-	-	168.109 (19 %)	393.632 (19 %)
Portefølje	**757.163**	**8.808.730**	**901.077**	**10.016.409**

Data fra ISS ESG, fund managers og egne beregninger. Dækningsgrad for aktivklassen er angivet i parentes. Udledninger fra ejendomme opgøres endnu kun i scope 1+2.

	CO_2-aftryk 2024		CO_2-aftryk 2025	
	Scope 1+2	Scope 1+2+3	Scope 1+2	Scope 1+2+3
Børsnoterede aktier og obligationer	4,4	61,3	3,6	60,1
Derivater	5,8	66,6	6,6	79,0
Ejendomme	0,1	0,1	0,1	0,1
Portefølje, ekskl. infrastruktur og andre illikvide investeringer	**4,4**	**54,0**	**3,9**	**55,3**
Infrastruktur	2,8	6,2	3,3	11,2
Private equity	-	-	13,8	32,4
Portefølje i alt	**4,2**	**49,2**	**4,5**	**51,0**

Data fra ISS ESG, PKA Ejendomme, fund managers og egne beregninger.

CO_2-udledningerne for scope 1 og 2 er faldet med 4 % i forhold til sidste år, når der ses bort fra infrastruktur og andre illikvide investeringer. CO_2-aftrykket er faldet med 10 %.

Samlet set afspejler udviklingen i scope 1 og 2 CO_2-aftrykket indsatsen med omlægning af aktie- og derivatmandater, der har fokus på at nedsætte CO_2-aftrykket, og der er tilfredshed med udviklingen.

Når udledningerne for scope 3 medtages er udledningerne steget med 9 % fra sidste år og CO_2-aftrykket steget med 2 %, når der ses bort fra infrastruktur og andre illikvide investeringer. Datadækningen og -kvaliteten er imidlertid fortsat mangelfuld og usikker, og der drages derfor endnu ikke konklusioner på udviklingen.

Data er specificeret for aktivklasserne i tabel 5-7.

Tabel 5:
Specifikation af CO_2-nøgletal for børsnoterede aktier og obligationer, 2024-2025

Nøgletal	2024	2025
Totale udledninger	**tons CO_2æ**	**tons CO_2æ**
- scope 1	194.063	249.073
- scope 2	58.861	73.406
- scope 3	3.270.461	4.998.144
- scope 1+2	252.924	322.479
- scope 1+2+3	3.523.385	5.320.623

Nøgletal	2024	2025
CO_2-aftryk	**tons CO_2æ pr. mio. kr. investeret**	**tons CO_2æ pr. mio. kr. investeret**
- scope 1+2	4,4	3,6
- scope 1+2+3	61,3	60,1
CO_2-intensitet	**tons CO_2æ pr. mio. kr. omsætning**	**tons CO_2æ pr. mio. kr. omsætning**
- scope 1+2+3	192,4	82,6

Nøgletallene er opgjort i overensstemmelse med Disclosureforordningen obligatoriske PAI-indikatorer for CO2-udledning. Der er benyttet senest tilgængelige data fra ISS ESG. Formler for beregning fremgår af bilag A.

Tabel 6:
Specifikation af CO_2-nøgletal for derivater, 2024-2025

Nøgletal	2024	2025
Totale udledninger	**tons CO_2æ**	**tons CO_2æ**
- scope 1	360.511	276.636
- scope 2	89.134	73.063
- scope 3	4.720.983	3.805.540
- scope 1+2	449.645	349.699
- scope 1+2+3	5.170.628	4.155.239
CO_2-aftryk	**tons CO_2æ pr. mio. kr. investeret**	**tons CO_2æ pr. mio. kr. investeret**
- scope 1+2	5,8	6,6
- scope 1+2+3	66,6	79,0
CO_2-intensitet	**tons CO_2æ pr. mio. kr. omsætning**	**tons CO_2æ pr. mio. kr. omsætning**
	147,0	188,6

Tabel 7:

Specifikation af CO_2-nøgletal for ejendomme, 2024-2025

Opgjort på scope 1+2

Nøgletal	Enhed	2024	2025
Totale udledninger	$tCO_2æ$	3.551	3.813
CO_2-aftryk	$tCO_2æ$/mio. kr. investeret	0,1	0,1

Data fra egne beregninger

Tabel 8:

Udviklingen i PKA's samlede CO2-aftryk i forhold til basisåret 2019

Opgjort i tons CO2æ pr. investeret mio. kr.

Aktivklasse	2019	2023	2024	2025
Børsnoterede aktier og obligationer	15,5	8,0	4,4	3,6
Heraf børsnoterede aktier (i 2019 inkl. derivater)	15,6	6,6	2,6	2,5
Heraf børsnoterede obligationer	13,3	14,2	11,8	12,1
Derivater		8,2	5,8	6,6
Ejendomme	0,3	0,2	0,1	0,1
Portefølje ekskl. infrastruktur	**11,9**	**6,5**	**4,4**	**3,9**
Infrastruktur og andre illikvide investeringer		14,1	2,8	7,7
Portefølje i alt		**6,9**	**4,2**	**4,5**

Aktivklasse	2019	2023	2024	2025
Scope 1+2+3				
Børsnoterede aktier og obligationer		91,0	61,3	60,1
Heraf børsnoterede aktier		79,7	43,2	46,0
Heraf børsnoterede obligationer		139,6	137,0	164,8
Derivater		75,7	66,6	79,0
Ejendomme		0,2	0,1	0,1
Portefølje ekskl. Infrastruktur og andre illikvide investeringer	**55,2**	**65,7**	**54,0**	**55,3**
Infrastruktur og andre illikvide investeringer		21,9	6,2	18,3
Portefølje i alt		**63,0**	**49,2**	**51,0**

Data fra ISS ESG, MSCI, fund managers og egen beregning.

CO_2-aftrykket af porteføljen er 67 % lavere i 2025 end i 2019 – basisåret – når der tages højde for scope 1 og 2 og de aktivklasser, som er talt med i basisåret. På nuværende tidspunkt er der derfor mere end opfyldt målet for 2025 om at nedbringe CO_2-aftrykket af aktier, derivater, erhvervsobligationer og ejendomme med 29 % i scope 1 og 2.

I 2024 foretog PKA omlægning af aktieinvesteringer til aktiederivater med et lavere CO_2-tilt, hvilket har resulteret i en større del af porteføljen har fokus på at reducere udledninger. Omlægningen er fortsat i 2025. Dette har medvirket til, at aftrykket både for scope 1 og 2 er faldet i forhold til 2023 og i forhold til basisåret. Medtages scope 3 er CO_2-aftrykket 0,1 % højere i forhold til basisåret 2019 for de samme aktivklasser. Data for scope 3-udledninger er imidlertid fortsat begrænsede og behæftet med stor usikkerhed, og der drages derfor ikke endelige konklusioner på udviklingen. Som tidligere beskrevet vil pålideligheden af data have høj bevågenhed i arbejdet med de fremadrettede CO_2-reduktionsmålsætninger.

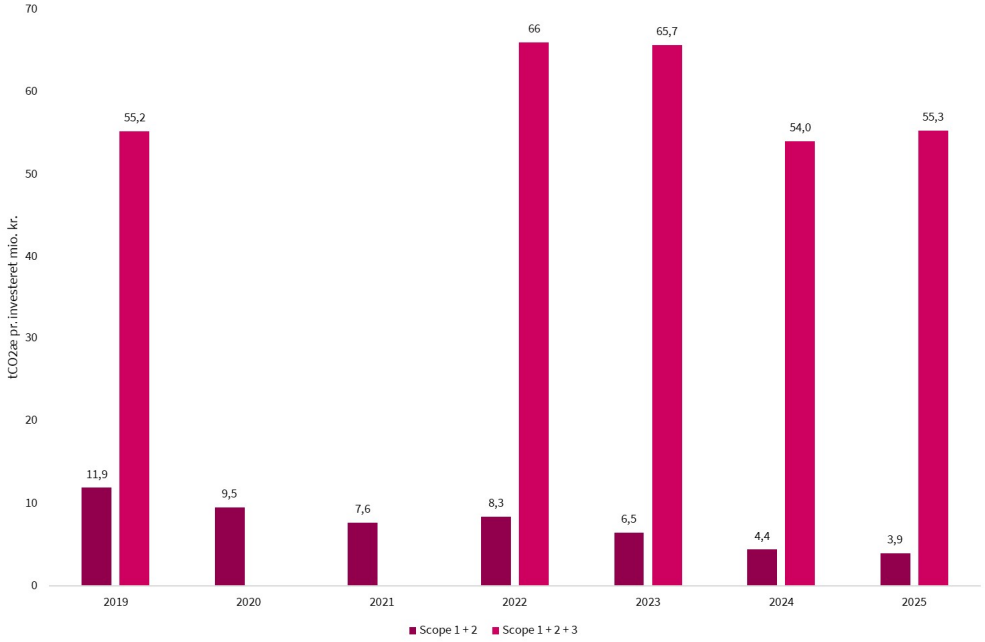
Data for udledninger fra infrastrukturinvesteringer og andre unoterede investeringer er ikke tilgængelige fra før 2023.

Den totale udledning fra ejendomme er faldet fra 2024 til 2025 med 7 %. Dette skal ses i en sammenhæng af, at PKA også har øget det gennemsnitlige energimærke af ejendomsporteføljen, men også, at data for nuværende er begrænset til scope 1 og 2.

Figur 7:

PKA's samlede CO_2-aftryk i 2019-2025

Opgjort i $tCO_2æ$ pr. investeret mio. kr. for porteføljen ekskl. infrastruktur og andre unoterede investeringer



PKA har sat mål for at mindske investeringernes og egen klimapåvirkning. Det er gjort for at højne ambitionerne på klimaområdet. PKA vil have 15 % af formuen investeret i klimarelaterede aktiver i 2025, stigende til 20 % i 2030. PKA vil nedbringe CO_2-aftrykket med 29 % i 2025 og med 50 % i 2030. På lidt længere sigt skal investeringerne være CO_2-neutrale i 2050. PKA's eget kontor skal være CO_2-neutralt allerede i 2030. Målsætningerne for 2025 er indfriet.

Dette hænger sammen med PKA's tilslutning til Parisaftalens målsætning om at holde temperaturstigningen under 2℃ og helst 1,5℃. PKA efterstræber det mål ved at øge de klimarelaterede investeringer, nedbringe eksponeringen overfor selskaber, som ikke er omstillingsparate, og bedrive aktivt ejerskab med fokus på klima. De investeringsmæssige, strategiske overvejelser beskrives i detaljer i afsnittet om Strategi. PKA's klimarelaterede aktive ejerskab beskrives i afsnittet om Risikostyring.

Bilag

Formler for TCFD-nøgletallene

Totale CO_2-udledninger: $\sum_n^i \left(\frac{investeringsværd\ _i}{selskabsværd\ (EVIC)_i} * selskabets\ CO_2udledning_i\right)$

CO_2-aftryk: $\frac{\sum_n^i \left(\frac{investeringsværd\ _i}{selskabsværdi(EVIC)_i} * selskabets\ CO_2udlednin\ _i\right)}{samlet\ porteføljeværdi}$

CO_2-intensitet: $\frac{\sum_n^i \left(\frac{investeringsværd\ _i}{selskabsværd\ (EVIC)_i} * selskabets\ CO_2udlednin\ _i\right)}{\sum_n^i \left(\frac{investeringsværd\ _i}{selskabsværdi(EVIC)_i} * selskabets\ omsætning_i\right)}$

Der summeres over alle selskaber i PKA's børsnoterede aktieportefølje $1, 2, 3, i, \ldots, n$. Investeringsværdi og porteføljeværdi betegner værdien af PKA's ejerandel i selskabet og værdien af PKA's samlede portefølje. Selskabsværdi er EVIC (enterprise value including cash) for porteføljeselskabet i. Porteføljeselskabernes CO_2-udledning omfatter så vidt muligt scope 1, 2 og 3.

pka



Sammen giver
vi mere tilbage