

REGULERING AF EN BÆREDYGTIG FREMTID - en analyse af EU- reglernes paradigmeskift

Sidetal: 2

Forfatter: Linda Nielsen, Emilie Meyer Riisberg

Forfattere: Af Professor, dr.jur. Linda Nielsen, Københavns Universitet, Juridisk Fakultet og Advokatfuldmægtig Emilie Meyer Riisberg, DLA Piper

Af Professor, dr.jur. Linda Nielsen, Københavns Universitet, Juridisk Fakultet og Advokatfuldmægtig Emilie Meyer Riisberg, DLA Piper

Resumé

I denne artikel gives et overblik over den vildtvoksende regulering om bæredygtighed. Udviklingen og det retlige landskab skitseres, både på globalt, nationalt og EU-plan. Juraens rolle i den bæredygtige omstilling fremhæves og den juridiske værktøjskasse præsenteres. Reglernes formål og fokus analyseres for de forskellige regelsæt, altså hvorfor reguleres bæredygtighed i de forskellige fora og former og hvad er fokus for de enkelte reguleringer. Reglernes grundlag analyseres, altså hvem regulerer og hvad er rationalet bag de forskellige niveauer. Reglernes indhold analyseres og vurderes, altså hvad reguleres, og hvordan reguleres. Der fokuseres i denne forbindelse på valget mellem hard law og soft law, ligesom informationspligterne og handlepligterne analyseres og vurderes, bl.a. ud fra adfærdsøkonomiske betragtninger. Reglernes klarhed og præcision analyseres og vurderes tillige med reglerne om håndhævelse. Hovedvægten er lagt på de ret nye EU-regler i form af taksonomiforordningen og disclosureforordningen, men forslag til ændring af MiFID samt forslaget om sustainable reporting (CSRD) og planerne om mulige EU- direktiver om sustainable corporate governance og lovpligtig due diligence inddrages også i analysen og vurderingen. På baggrund af de foretagne beskrivelser, analyser og vurderinger gives et bud på muligheder og udfordringer i forhold til de nuværende og forventede regelsæt ^[Note 1].

1. Udvikling og status for bæredygtighedsregulering

Bæredygtighed - sustainability - er et meget bredt begreb. I denne artikel fokuseres på de såkaldte ESG-faktorer Environment, Social, Governance. Begreberne CSR - Corporate Social Responsibility – benyttes tillige (også benævnt ansvarlig virksomhedsadfærd). Som del af E spiller klima en eksponentielt stigende rolle. S omfatter bl.a. menneskerettigheder og arbejdstagerrettigheder. Det er lidt vanskeligere at præcisere G; det indeholder ofte anti-korruption og organisatoriske forhold - også af og til kaldet ledelse eller personalemæssige forhold. Det udgør således en interessant udfordring for en jurist at fastlægge nærmere, hvad dette begreb indeholder - og måske kan indeholde i fremtiden.

Der tegnes i det følgende et billede af det retlige landskab for bæredygtighed. Herefter præsenteres den juridiske værktøjskasse for bæredygtighedsregler med en struktur, der opdeler overblikket over dette vildtvoksende og

komplerede område ud fra reglernes formål, grundlag og indhold – altså hvorfor er de etableret, er de nationale, EU-baserede eller globale, og hvilke forpligtelser indeholder de - og for hvem. Indledningsvist skitseres udviklingen i bæredygtighedsreguleringen.

1.1. Udviklingen i bæredygtighedsreguleringen

Danmark har stolte traditioner inden for CSR. Før det blev en EU-pligt, indførte vi tilbage i 2008 regler herom i dansk ret ^[Note 2]. Kravet om at store virksomheder i fremtiden skulle ledsage årsrapporten med en ikke-finansiell rapportering af virksomhedens samfundsansvar var på mange måder nytænkende og innovativt. Sammen med vores grønne dagsorden med vindmøller, solceller osv. har Danmark således et forspring på bæredygtighedsscenen, som giver os en unik position, som det er væsentligt at bevare og styrke. En væsentlig udfordring er derfor, hvordan Danmark i dette lys skal forholde sig til de mange nye regelsæt.

Overordnet set har området for bæredygtighed igennem længere tid været styret af et stadigt stigende antal universelle anbefalinger og retningslinjer, som virksomheder frivilligt har kunnet tilslutte sig og benytte i deres arbejde med ESG/CSR. Den globale scene har primært været sat af FN og OECD. Igennem de seneste år har EU imidlertid sat alle sejl til på den bæredygtige dagsorden. De har taget det tunge skyts i brug med forordninger, direktiver og supplerende regelsæt i lange baner og mere er på vej. Mens forordningerne gælder direkte, skal direktiverne udmøntes i dansk ret.

En stor udfordring i dag er således at holde rede på de mange forskellige regelsæt og sammenholde dem med hinanden. Hertil kommer en meget lang række fortolkningsproblemer, i kølvandet på mange skønsprægede regler. Det har medført en vis efterspørgsel på klarhed, så man ikke famler rundt i udtryk og delvist færdige taksonomier, som kan gøre det svært for virksomhederne at gøre "det rigtige". Novo Nordisk har i Børsen (12.4.2021) meldt ud til sine 60.000 leverandører, at såfremt de ikke formår at omstille deres produktion til 100 % fornybar energi, så har de ikke længere Novo Nordisk som kunde i 2030. Herved forplantes bæredygtighedskravene nedad til leverandører, hvorved de ofte også vil komme til at omfatte SMV'er. Hvor virksomheder førhen har været fristet til at spørge sig selv, om det "kan betale sig" at arbejde med bæredygtighed, bliver spørgsmålet nu snarere "har vi råd til at lade være?" Mange virksomheder arbejder da også meget seriøst med den grønne omstilling, og det indvirker i stadig større omfang på lønnen hos topchefer.

Der er således ingen tvivl om, at den grønne omstilling omfavnes, men netop derfor er det væsentligt at det er klart, hvilke regler der gælder, for hvem og ikke mindst hvad de indebærer. Når nu det store rammeværk er etableret, vil der fra virksomhederne helt undtagelsesvist være ønske om flere regler, nemlig sådan at de ved præcist, hvor barren er og hvad der forventes af dem.

1.2. Det retlige landskab for bæredygtighed idag: FN/OECD, Danmark, EU

I det følgende skitseres de vigtigste globale, nationale og EU-baserede bæredygtighedsreguleringer.

1.2.1. FN's og OECD's bæredygtighedstiltag

FN's 17 verdensmål fra 2015 er et meget indflydelsesrigt tiltag for bæredygtig udvikling ^[Note 3]. De danner grundlag for yderligere 169 delmål, som de forpligtede stater kan arbejde med. Verdensmålene er ikke i sig selv juridisk bindende, men henviser til en lang række af internationalt bindende aftaler og lovgivning. Verdensmålene handler om en række specifikke - men meget brede - temaer såsom økonomi, uddannelse, miljø, klima osv. Der er tale om konkrete og meget kortsigtede mål, som skal realiseres eller implementeres inden for nogle få år og senest i 2030.

Parisaftalen er et andet velkendt FN tiltag om bæredygtighed og klima, der blev underskrevet på FN's klimakonference i 2015. ^[Note 4] Parisaftalen forpligter sine respektive medlemslande til at holde den globale temperaturstigning under 2 grader samt at arbejde for at begrænse den til 1,5 grad. Parisaftalen er blevet en global og kvantificerbar målsætning, hvis behov for opfyldelse sidenhen fremhæves som en af årsagerne til, at både disclosure- og taksonomiforordningen er nødvendige.

Global Compact fra 2000 udgør også et FN-initiativ, der er et bredt dækkende. ^[Note 5] Global Compact opstiller ti generelle principper for virksomheders arbejde med samfundsansvar og bæredygtighed. Principperne omfavner alt fra menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder, miljø og anti-korruption. Global Compact er ikke en folkeretlig konvention, men en mulighed for at virksomheder frivilligt kan tilslutte sig disse principper. Ved at lade sig tilslutte forpligter virksomheden sig til at integrere de 10 principper i virksomhedens strategi og drift samt at bidrage til opnåelsen af FN's 17 verdensmål. Virksomhederne skal foretage en årlig rapportering af deres fremskridt og udvikling. Kravene til rapporteringen er afhængige af virksomhedens størrelse og sikrer derfor proportionalitet. I tilfælde af at et medlem ikke respekterer de forpligtelser, der følger af initiativet, herunder én årlig rapportering, kan de udelukkes.

FN's principper om investering – Principles for Responsible Investments (PRI) samt Principles for Responsible Banking (PRB) udgør globale initiativer af særlig relevans for den finansielle sektor. Principperne udspringer af et samarbejde mellem FN's Global Compact, FN's Environment Programme Finance Initiative (UNEP) og en række af verdens største investeringsselskaber. ^[Note 6] PRI består af seks centrale principper, der forpligter investorerne til at arbejde med samfundsansvar. Investorer, der har underskrevet PRI, forpligtes til at følge principperne og rapportere om deres arbejde. Der er tale om meget generelle principper, hvorefter det er op til den enkelte investeringsvirksomhed at beslutte, hvordan den vil leve op til principperne og hvor den vil fokusere sin indsats. PRB består ligeledes af seks principper, som har til formål at få FN's 17 verdensmål for en bæredygtig udvikling og Parisaftalens mål for CO2-reduktion integreret i bankernes arbejde fra strategisk niveau til daglig forretning. Danmark er blandt de lande i verden, hvor den største del af banksektoren har tilsluttet sig PRB. ^[Note 7]

FN's retningslinjer for menneskerettigheder og erhverv fra 2011 udgør også et tiltag, hvor Danmark har tilsluttet sig retningslinjerne.

OECD-retningslinjerne fra 1976, revideret i 2011, udgør et centralt globalt tiltag om ansvarlig virksomhedsadfærd ^[Note 8]. Som medlem af OECD er Danmark sammen med 50 andre lande forpligtet til at overholde OECD's retningslinjer for ansvarlig virksomhedsadfærd. Selvom retningslinjerne ikke er juridisk bindende for virksomhederne, er de udtryk for den danske regerings anbefalinger til multinationale virksomheder. Retningslinjerne søger at give virksomhederne klarhed over, hvor den enkelte virksomheds ansvar i en global virkelighed begynder og slutter, og de kan ses som et fælles sæt spilleregler, som virksomhederne kan forholde sig til. Anbefalingerne omfatter miljø, menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder og anti-korruption. Processen er knyttet til såkaldt "due diligence" (rettidig omhu).

Due diligence er således et centralt begreb, og OECD har i 2018 udarbejdet et særligt sæt retningslinjer, der skal vejlede virksomheder om due diligence i deres virksomhedsadfærd. Der er tale om en proces, som virksomheden iagttager for at identificere og reagere på aktuelle og potentielle negative påvirkninger relateret til deres egen drift såvel som i hele deres forsyningskæder. I vejledningen gives praktiske forklaringer på, hvordan man kan implementere due diligence-politikker i sin virksomhed. Initiativet var det første globale tiltag, støttet af medlemslandene, der er relevant for alle typer virksomheder, der opererer i alle lande og sektorer af økonomien. ^[Note 9] Erfaringerne om due diligence procedurerne har fået særlig aktualitet ved EU's planer om at indføre lovpligtig due diligence, se herom nærmere nedenfor.

NCP Danmark (tidligere MKI – Mægling- og Klageinstitutionen for ansvarlig virksomhedsadfærd) udgør en unik implementeringsmekanisme for OECD retningslinjerne. De tilsluttede OECD-lande er forpligtet til at oprette National Contact Points, med den opgave at fremme og implementere retningslinjerne. De udgør også en klagemulighed bl.a. ved at fungere som platform for mægling og ved at behandle sager om overtrædelser af OECD's retningslinjer hurtigt og effektivt, og evt. fremsætte kritik og anbefalinger, hvis OECD's retningslinjer anses tilsidesat. Formålet er at bidrage til, at virksomhederne efterlever retningslinjerne på bedst mulig måde. Som særlige danske kendetegn er NCP Danmark nedsat ved lov ^[Note 10], og er et uafhængigt organ, som kan tage sager op på eget initiativ, både fsva private virksomheder og de offentlige institutioner. Etableringen er et led i målsætningen om, at Danmark skal være i front, når det gælder virksomheders globale ansvarlighed i relation til arbejdstager- og menneskerettigheder, internationale miljøstandarder og anti-korruption.

1.2.2. Dansk regulering - redegørelse for samfundsansvar og corporate governance

Ansvarlig virksomhedsadfærd har indfundet sig i den danske lovgivning, hvorefter en række danske virksomheder i en årrække har været forpligtet til at foretage en ikke-finansiell rapportering.

Årsregnskabslovens § 99a er den centrale bestemmelse. Fra 2014 blev de danske rapporteringsforpligtelser indhentet af EU's direktiv om ikke-finansiell rapportering ('NFRD'), som, bl.a. medførte, at børsnoterede virksomheder og 'virksomheder med interesse for offentligheden' med over 500 ansatte, blev forpligtet til at rapportere om deres arbejde med samfundsansvar.^[Note 11] I præamblen fremhæves, at direktivet bl.a. skal bidrage med overvågning og styreredskaaber til virksomhedernes aktiviteter og påvirkning af samfundet. Kommissionen har sidenhen offentliggjort en meddelelse med retningslinjer for rapportering af klimarelaterede oplysninger. Den ikke-finansielle redegørelse skal ifølge årsregnskabslovens § 99a indeholde oplysninger om miljøforhold, herunder virksomhedens arbejde med klimapåvirkningen, sociale forhold, personaleforhold og forhold vedrørende respekt for menneskerettigheder, bekæmpelse af korrupsion og bestikkelse. En tilsvarende bestemmelse er vedtaget for hhv. kreditinstitutter, fondsmæglerselskaber, forsikringselskaber og pensionskasser m.fl.^[Note 12]

Anbefalingerne for god selskabsledelse ('Corporate Governance') kan også have indflydelse på den bæredygtige omstilling. Komitéen for god Selskabsledelse offentliggjorde den 2.12.2020 nye anbefalinger, der medførte flere tilpasninger og ændringer, hvor bæredygtighed er blevet en del af Anbefalingerne. Ændringerne medførte endvidere, at selskabet skal forholde sig til sit 'purpose'. Anbefalingerne udgør klassisk soft-law og har som sit primære formål at sikre tillid til selskaberne fra relevante interessenter, inklusive aktionærer, investorer og det omkringliggende samfund, for derved at sikre langsigtet værdiskabelse og afkast til aktionærerne. Anvendelsesområdet retter sig mod børsnoterede virksomheder og er udtryk for "best practice" og følger et comply-or-explain-princip. De supplerer kravene i den danske lovgivning, ikke mindst selskabsloven og årsregnskabsloven, selskabsretlige regler fra EU og OECD's Principles of Corporate Governance.

1.2.3. EU's rolle, action plan og centrale reguleringer

EU-traktaten og European Green Deal er centrale for EU-rettens plads i reguleringen af bæredygtighed. Det fremgår af EU-traktaten (TEU), at etableringen af det indre marked også har til formål at arbejde for en bæredygtig udvikling i Europa, herunder at miljøbeskyttelseskrav skal integreres i udformningen og gennemførelsen af EU's politikker.^[Note 13] Juraens rolle i den bæredygtige omstilling blev for alvor cementeret, da Kommissionen 11.12.2018 i en pressemeddelelse præsenterede sin nye klimakøreplan: "The European Green Deal" ("Den Europæiske Grønne Pagt").^[Note 14] Denne illustrerede et yderligere behov for at mobilisere private finansielle strømme og kapitalstrømme til grønne investeringer, før EU kunne opfylde kravene i Parisaftalen.^[Note 15] Tilsvarende belyste den, at reaktioner mod klimaudfordringerne ikke længere alene er for klimaets skyld eller skal ske på bekostning af erhvervslivet, men nu også er et nødvendigt redskab for, at EU kan fastholde sin konkurrenceevne på lang sigt. Kommissionen udnævnte i 2016 en teknisk ekspertgruppe om bæredygtig finansiering ("TEG"), som i en rapport^[Note 16] kom med ambitiøse forslag til initiativer, der kunne understøtte ønsket om mere bæredygtig finansiering.

EU's Action Plan fra 2018 "Action Plan - Financing Sustainable Growth"^[Note 17] er en del af en større politisk indsats, der danner grundlaget for en europæisk reguleringsstrategi, som sætter bæredygtighedshensyn i centrum for det finansielle system, med det formål at støtte omdannelse af Europas økonomi til et grønnere, mere modstandsdygtigt og cirkulært system i tråd med de europæiske Green Deal-mål. Action-planen søger grundlæggende at opfylde FN's verdensmål gennem en omstrukturering af den finansielle sektor og består af 10 foranstaltninger, som både er ændringer til eksisterende regulering samt nye direktiver og forordninger.

1.2.4. Juraens rolle i den bæredygtige omstilling - og den juridiske værktøjskasse

Det retlige landskab viser tydeligt, at juraen kommer til at spille en afgørende rolle i den grønne omstilling, ikke mindst som følge af de omfattende og bindende EU-regelsæt. Rationalet er, at regler kan ændre adfærd, både hos (medlems)staterne, hos virksomhederne, herunder de finansielle virksomheder, hos investorerne og hos forbrugerne. Der spilles på mange tangenter for at facilitere den grønne omstilling, og der arbejdes med mange af værktøjerne fra den juridiske værktøjskasse.

Regler om bæredygtighed kan have forskellige formål og fokus, hvor de fx er rettet mod meget brede temaer eller med spotlight på mere specificerede temaer inden for Environment, Social eller Governance. De kan være gennemført i forskellige fora, det være sig globale, nationale og supranationale. De kan have meget forskellige indhold af mere eller forpligtende karakter, herunder som hard law eller soft law, som meget præcise regler eller mere skønsomt prægede regler, og med markante eller mere usikre eller blide håndhævelsesregler osv.

Den eksisterende og forventede mangfoldighed af bæredygtighedsregler gør det meget vanskeligt for de virksomheder og personer, reglerne retter sig mod, at overskue deres pligter og forventningerne til dem. Der lægges op til en meget lang række adfærdsændringer, men de første betingelser for at adfærdsændringer får gennemslagskraft er, at der er kendskab til reglerne, at de kan forstås og at de kan efterleves. Desuden fremmes ønsket om og mulighederne for efterlevelse af reglerne, hvis de forekommer vigtige, rimelige og proportionale.

En række af disse forhold tages op i de følgende afsnit - ud fra tre parametre: a) Reglernes formål - hvorfor er de etableret og hvad er fokus. b) Reglernes grundlag - hvem har etableret dem og hvor bredt dækker de. c) Deres indhold - er der tale om meget forpligtende hard law, eller mere blide soft law regelsæt, er der tale om informationspligter eller handlepligter, er reglerne klare og præcise eller mere skønsprægede og flexible, og i hvilket omfang kan de håndhæves, herunder risikoen for greenwashing. Disse temaer beskrives, analyseres og vurderes. Analysen er ikke en udtømmende gennemgang af alle regelsæt om bæredygtighed, men er centreret om de centrale, globale regelsæt, de danske regelsæt og - især - de nye EU-regler, særligt Taksonomiforordningen, Disclosuresforordningen, forslaget til ændringerne af MiFID II, forslaget til direktiv om sustainable reporting (CSRD til afløsning af NFRD) samt planerne om lovpligtig due diligence og sustainable corporate governance.

2. Bæredygtighedsreglernes formål

Spørgsmålet om, *hvorfor* der er indført bæredygtighedsregulering, er også spørgsmålet om, med hvilket *formål* og *fokus*, reguleringen sker. I det følgende foretages en analyse med henblik på at afdække, i hvilken grad formål og fokus for de mange reguleringsinstrumenter er de samme.

2.1. Formål for de globale tiltag - FN og OECD

Det er et fællestræk for de globale tiltag, at formålene er bredt funderet med etiske og værdibaserede mål. De repræsenterer alle - undtagen Parisaftalen – bæredygtighed i bred forstand, dvs ESG. Hvor FN's verdensmål fokuserer på at agere ledestjerne, har Global Compact og OECD også fokus på at vejlede virksomheder om, hvordan de kan bidrage til overholdelse af verdensmålene.

FN's 17 Verdensmål med deres mangeartede mål er en tydelig indikator på, at de varetager bæredygtighed i sin bredeste forstand, både geografisk og rent tematisk. Det fremgår af FN-resolutionen, at de er sat i værk for at afskaffe fattigdom og sult i verden, at reducere ulighed, sikre kvalitetsuddannelse og bedre sundhed til alle samt at sikre en mere bæredygtig økonomisk vækst. ^[Note 18] Der er tale om en holistisk tilgang til bæredygtighed, hvis vigtigste våben er at facilitere og hjælpe nationer til at arbejde henimod en mere bæredygtig verden ud fra en statslig forpligtelse over for FN. Medlemslandene præsenteres for målet og vejledes i relation til midlerne, hvilket er med til at give et indtryk af, at fokus er på at agere global rettesnor for både virksomheder og nationer i den bæredygtige udvikling. ^[Note 19] Flere juridiske artikler fremhæver da også, at virksomhedernes rolle og impact på den bæredygtige omstilling netop har fået et større fokus gennem de 17 Verdensmål, modsat eksempelvis de forhenværende millennium-mål ('MDG'erne'). ^[Note 20]

FN's Global Compact bidrager til en bredt funderet målsætning med sine 10 principper opdelt i temaerne menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder, anti-korruption og miljø. På trods af sine mange fællestræk med verdensmålene synes Global Compact dog at repræsentere en mere snæver og fokuseret dagsorden. Det skyldes, at programmet har til formål, at "(...) mobilisere en global bevægelse af ansvarlige virksomheder for at skabe en bedre verden." ^[Note 21] Hvor FN's 17 Verdensmål henvender sig direkte til medlemslandenes statsoverhoveder, fokuserer Global Compact mere på at understøtte og vejlede virksomheder i ansvarlig virksomhedsadfærd.

Parisaftalen afspejler en endnu mere målrettet tematisk indsats mod klima-agendaen, og derved et mere afgrænset formål. Det fremgår direkte af Parisaftalens art. 2, at den "(...) *aims to strengthen the global response to the threat of climate change, in the context of sustainable development and efforts to eradicate poverty*". [Note 22] Foruden at være en international konvention - og derved juridisk bindende for de kontraherende parter - er Parisaftalen også blevet et redskab og en målsætning for en række af de resterende tiltag i kampen for en bæredygtig omstilling.

OECD retningslinjerne for ansvarlig virksomhedsadfærd har også et meget bredt formål, idet "*The Guidelines aim to promote positive contributions by enterprises to economic, environmental and social progress worldwide*". [Note 23] Tilsvarende fremgår det, at virksomhederne bør minimere de krænkelser og den negative påvirkning, som virksomhedernes aktiviteter måtte give anledning til. [Note 24] Fokus er på virksomhederne, og midlet er en række retningslinjer, særligt om due diligence, som kan give virksomhederne klarhed over, hvor langt deres ansvar i en global verden rækker. OECD har således fokus rettet direkte mod virksomhederne, selvom det er staterne, der har forpligtet sig.

2.2. Formål for den danske regulering – ÅRL og corporate governance

De danske regler om rapportering af samfundsansvar søger at opnå samme formål som de globale tiltag. Bæredygtighed og ansvarlighed er i højsædet. Hvor fokus blandt de globale reguleringsinstrumenter i høj grad er på at give virksomheden retningslinjer og vejledning, adskiller den danske regulering sig ved, at fokus i højere grad er på at sikre oplysninger til interessenterne. Hertil kommer hensynet til virksomhedens konkurrenceevne.

ÅRL § 99a har ifølge forarbejderne til formål at "*tilskynde virksomheder og investorer til at forholde sig aktivt til samfundsansvar*". [Note 25] Herigennem kan virksomhederne ifølge forarbejderne bidrage til at løse samfundsmæssige udfordringer og skabe bedre forretningsmuligheder for sig selv - ud fra det synspunkt at Danmark vil stå stærkere internationalt, i takt med at flere virksomheder og investorer forholder sig aktivt til samfundsansvar og kommunikerer dette til offentligheden. Kravet i ÅRL § 99a indebar således også et politisk ønske om at forøge konkurrenceevnen for danske virksomheder ved at lade Danmark blive en "front-runner" for ansvarlig vækst og virksomhedsdrift. Det blev i den forbindelse bemærket, at danske virksomheder "*lettere kan differentiere sig fra konkurrenter på globale markeder, hvis danske produkter og ydelser som udgangspunkt opfattes som ansvarlige og bæredygtige*." Tilsvarende bemærkes det, at virksomhederne med deres stillingtagen til virksomhedens samfundsansvar er bedre rustet mod omdømmerisici [Note 26]. Formålet med ÅRL § 99a er således todelt - dels båret af en ansvarsfølelse om at bidrage til en bæredygtig fremtid, dels ønsket om at give danske virksomheder en konkurrencefordel. [Note 27]

2.3. Formål for EU-reguleringen

EU's Action Plan udgør rammesætningen for de mange EU tiltag, som helt grundlæggende søger at opfylde FN's verdensmål. EU har således taget ansvar på vegne af sine medlemsstater og er løbet med bolden i forhold til at sikre, at hele unionen gennemfører verdensmålene. Action-planen indeholder overordnet tre formål; (i) at omlægge kapitalstrømme i retning af bæredygtige investeringer for at opnå en bæredygtig og inklusiv vækst, (ii) at styre finansielle risici, der skyldes klimæændringer, ressourceudtømmning, miljøforringelse og sociale problemer, samt (iii) at fremme gennemsigtighed og langsigtede dispositioner for finansielle og økonomiske aktiviteter.

Med sit fokus på den *finansielle sektor* repræsenterer EU's Action Plan et skifte i fokus på den regulatoriske scene. Det er et fokus, som adskiller EU fra den hidtidige regulering af bæredygtighed, der i grove træk har haft fokus rettet mod statsoverhoveder og vejledning til virksomheder. Kommissionen finder det afgørende, at der sker en betydelig ændring i, hvordan det finansielle system fungerer, og tilføjer i den forbindelse, at "(...) *dette er nødvendigt, hvis EU skal skabe en mere bæredygtig økonomisk vækst, sikre stabiliteten i det finansielle system og sikre større gennemsigtighed og langsigtede dispositioner for økonomien*." [Note 28] Dette skal således ses i forlængelse af, at den finansielle sektor er i berøring med alle dele af økonomien og derfor kan blive en vigtig katalysator for udviklingen af en grøn omstilling. Den "catch-on-effekt", den finansielle sektor kan få, har været et vægtigt

argument i valget af fokus. Det gælder både i forhold til investeringsfonde, udlån til erhvervsdrivende og private, realkredit samt grønne obligationer. ^[Note 29]

Selvom EU har udset sig den finansielle sektor som den bærende aktør, må Action-planens eksplicite mål om 'at omlægge kapitalstrømme mod bæredygtige investeringer for at opnå bæredygtig og inklusiv vækst', forventes at påvirke såvel børsnoterede som små- og mellemstore virksomheder (SMV'er). Dette illustreres af citatet om Novo Nordisk, omtalt i indledningen. De europæiske virksomheders konkurrenceevne fremhæves også som et ønskværdigt formål og væsentligt parameter i Action-planens tiltag. ^[Note 30] Tilsvarende betragtninger fremgår af præamblen til både disclosure- og taksonomiforordningen. ^[Note 31] EU læner sig således op ad de betragtninger, der blev gjort ved ÅRL § 99a, og ser lighedstegn mellem konkurrenceevne og bæredygtighed.

Taksonomiforordningen, der trådte i kraft 12.7.2020, har til formål at etablere en fælles forståelse af begrebet "miljømæssigt bæredygtig investering", og derved facilitere et fælleseuropæisk system, der fastlægger kriterierne for, hvornår "en økonomisk aktivitet kvalificeres som miljømæssigt bæredygtig, med det formål at bestemme, i hvilken grad en investering er miljømæssigt bæredygtig." ^[Note 32] Taksonomiforordningen har på nuværende tidspunkt dels et miljømæssigt fokus, dels et økonomisk fokus. Den etablerer et objektivt grundlag, hvorved virksomheder får mulighed for at kvalificere økonomiske aktiviteter, herunder investeringer, som værende (miljømæssigt) bæredygtige eller ikke-bæredygtige. Rent tematisk er den et mere fokuseret reguleringsværktøj, hvor kommissionen har prioriteret at sætte fokus på miljøudfordringer, mens de sociale aspekter af bæredygtighed først vil blive implementeret i andet trin.

Disclosureforordningen, der trådte i kraft 10.3.2021, har til formål at sikre en højere grad af informationsparitet i den finansielle sektor. Den søger (i) eksplicit at forpligte institutionelle investorer og kapitalforvaltere til at medtage bæredygtighedsaspekterne i deres investeringsbeslutninger og (ii) øge gennemsigtigheden over for slutinvestorerne omkring, hvordan de integrerer disse bæredygtighedsfaktorer i deres investeringsbeslutninger, navnlig hvad angår deres eksponering for bæredygtighedsrelaterede risici. Formålet er således at "styrke beskyttelsen af slutinvestorer og forbedre oplysningerne til dem, herunder i forbindelse med slutinvestorerers grænseoverskridende handel." ^[Note 33] Herved sigtes der efter at opnå et velfungerende indre marked og øge sammenligneligheden af finansielle produkter med henblik på at undgå sandsynlige fremtidige hindringer og sikre en tilstrækkelig mobilisering af den europæiske kapital. Endvidere tager den sigte på at reducere informationsasymmetrien ved hjælp af periodiske og præ-kontraktuelle oplysninger. Formålet er at investorer skal kunne træffe beslutninger på et tilstrækkeligt oplyst grundlag ved at sikre transparens og dermed tillid til den finansielle sektor. Fokus er også, modsat eksempelvis ÅRL § 99a, at give løbende og investeringsspecifikke oplysninger, så investor ikke er overladt til at læse om den finansielle virksomheds meget overordnede bæredygtighedspolitikker i ledelsesberetningen én gang årligt, men i stedet kan få vished om den specifikke skade på eksempelvis miljøet ved den specifikke investering løbende.

MiFID II-ændringerne, som er foreslået, har til formål at bidrage til EU's Action Plan ved i højere grad at præge investeringsselskabers rådgivning om de sociale og miljømæssige risici og muligheder. ESG-overvejelser bør tages i betragtning i investerings- og rådgivningsprocessen som en del af pligterne over for kunder med det formål at "(...) enhance potential clients' or clients' awareness of the availability of financial instruments' with sustainability ambition". ^[Note 34] Ifølge Art. 1 skal investeringsselskaber, der yder finansiel rådgivning og porteføljevaltning, foretage en obligatorisk vurdering af ESG-præferencer for deres kunder i et spørgeskema, rettet til dem. Samtidig søger den at forbedre de oplysninger om ESG-faktorer for finansielle produkter, der gives til kunderne, inden der ydes investeringsrådgivning og porteføljestyringstjenester (forhåndsinformation). Fokus er således på at få investorerne til aktivt at tage stilling til deres bæredygtighedspræferencer, med det håb at flere dermed vælger at investere mere bæredygtigt.

Sustainable reporting - CSRD-forslaget om bæredygtig rapportering - fremsat 21.4.2021 - har til formål på sigt at give rapportering om bæredygtighed samme kvalitet som finansiel rapportering, hvilket er et centralt led i omstillingen af europæisk erhvervsliv til en bæredygtig økonomi. Bæredygtighedsrapporteringen skal derfor standardiseres. Forslaget indebærer en udvidelse af anvendelsesområdet, et krav om revision af bæredygtighedsrelaterede oplysninger, krav om mere detaljeret beskrivelse af, hvilke oplysninger der skal rapporteres og på hvilken måde

samt sikring af at al information er offentliggjort som en del af ledelsesberetningen og på en maskinlæsbar måde. Forslaget supplerer herved arbejdet med bæredygtig finansiering ved at sikre, at investorer og finansielle virksomheder mv. kan tilegne sig relevante, sammenlignelige og pålidelige oplysninger om virksomheders bæredygtighed. Mens det gældende direktiv om ikke-finansiell rapportering (NFRD) kun omfatter store virksomheder af interesse for offentligheden med mere end 500 ansatte, er der med det nye forslag lagt op til et bredere anvendelsesområde, herunder SMV'er, børsnoterede virksomheder (bortset fra børsnoterede mikrovirksomheder) samt alle typer kreditinstitutter og forsikringselskaber uanset selskabsform.

EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group) skal udarbejde udkast til standarderne, sådan at EFRAG's anbefalinger danner grundlag for de standarder, der vedtages af EU-kommissionen i delegerede retsakter. Standarderne deles op i to trin. Mens det første sæt standarder skal angive alle bæredygtighedsforhold og rapporteringsforholdene skal andet sæt indeholde yderligere oplysninger, som der bør rapporteres om samt sektorspecifikke krav, og det tredje sæt bliver målrettet SMV'erne. Ifølge forslaget skal de nye regler træde i kraft 1.12.2022 og finde anvendelse for årsrapporterne i 2024 for regnskabsåret 2023 - dog for børsnoterede SMV'er i 2027 for regnskabsåret 2026 - og ud fra et proportionalitetsprincip med en simplere særlig SMV-standard. Eftersom Danmark har overimplementeret det nugældende NFRD ved at lade reglerne gælde flere virksomheder end EU-pligten, vil en vedtagelse af de nye regler ikke påvirke Danmark så meget, som andre lande.

EU's planer om lovpligtig due diligence ^[Note 35] har til formål at gøre due diligence processer på bæredygtighedsområdet til obligatoriske pligter, også i relation til leverandørkæden. Herved søges sikret, at virksomheder løbende kontrollerer, at de udøver ansvarlig virksomhedsadfærd med henblik på at afværge, at kortsigtet vækst påvirker miljøet negativt eller sker på bekostning af menneskerettigheder eller arbejdstagerrettigheder. Forslaget bygger videre på international soft law, herunder FN's retningslinjer for menneskerettigheder og erhverv samt OECD's retningslinjer for multinationale virksomheder, men med nye elementer, se ndf. Centralt står en risikobaseret og proportional indsats, hvor der tages hensyn til virksomhedens forhold, herunder sektor, markeder og forretningsmodel. Det er pt. uafklaret, hvem due-diligence pligterne i givet fald skal gælde for. Forslag forventes fremsat i 2022.

EU's planer om sustainable corporate governance er et led i EU-ambitionerne om en bæredygtig udvikling af europæisk økonomi. Kommissionen igangsatte 26.10.2020 en offentlig høring vedrørende initiativet og forslag forventes fremsat i 2022. Gennemføres forslaget om bæredygtig selskabsledelse vil der blive øgede krav til at inddrage bæredygtighedshensyn som led i god selskabsledelse, herunder hensyn til langsigtede konsekvenser. Af EU's impact assessment fremgår bl.a., at man overvejer at gøre det lovpligtigt for selskabsledelsen at tage hensyn til "*all stakeholders' interest which are relevant for the long-term sustainability of the firm or which belong to those affected by it (employees, environment, other stakeholders affected by the business, etc.) as part of their duty of care to promote the interests of the company and pursue its objectives...*" Stakeholders anses at omfatte "*interests of employees, .. customers local and global environment.. society at large*" ^[Note 36] Det er uafklaret, hvilket ansvar eventuelle NGO'er mv. i bestyrelsen vil få. Reglerne har mødt massiv kritik, bl.a. fra dansk/nordisk side, og det er uvist, hvad deres skæbne bliver.

Analysen viser, at reguleringen af bæredygtighed er omfattende, men samtidig konsistent på den måde, at aktørernes formål i høj grad er sammenfaldende. Ikke desto mindre er fokus og vejen til målet forskellige. De *globale* reguleringsinstrumenter har primært haft til formål at agere 'rettesnor' gennem en række værdibaserede principper, som regeringer og virksomheder opfordres eller forpligtes til at forholde sig til. Formålene er bredt funderede, og der fokuseres på at vejlede og 'guide' virksomhederne på rette vej. På *nationalt* plan bidrager rapporteringsforpligtelsen i ÅRL § 99a også til at forpligte virksomheder til at offentliggøre - og derved forholde sig til - hvilket ansvar de påtager sig i forhold til omverdenen. Overordnet set har den nationale og globale regulering således haft som mål at fastlægge de brede rammer, sætte mål, og give virksomhederne 'best practice' standarder gennem retningslinjer. *EU's Action Plan*, herunder især disclosure- og taksonomiforordningen, skifter strategi for vejen til formålet, ved at indsnævre sit fokus til de finansielle virksomheder, og derved påtage sig en "*follow-the-money*" tilgang. Et fokus der griber ind i kernen, og grundlaget, for mange virksomheder. Det samme gælder EU's planer om at inddrage god selskabsledelse i bindende direktiver, og dermed gøre dette tema til et nyt EU-område.

Selvom der i høj grad er tale om samme formål, bevirker tsunamien af regelsæt på bæredygtighedsområdet, at det kan være svært for virksomhederne at navigere i, og forholde sig til, de forskellige tiltag.

3. Grundlag – hvem regulerer?

Spørgsmålet om *hvem*, der regulerer, kan hurtigt lede til spørgsmålet om, hvorvidt det også er *den rette*, der regulerer - ud fra de juridiske muligheder og udfordringer, der er forbundet med reguleringen af bæredygtig finansiering på henholdsvis globalt, europæisk eller nationalt niveau. Centrale temaer er, hvorvidt reguleringen kan bidrage til at sikre "*level-playing-field*", og gennem totalharmonisering og et bredt formål evner at skabe en regulering, hvor "*one-size-fits-all*".

3.1. Regulering af et globalt problem – nationalt, globalt, eller EU-baseret?

National regulering er klart utilstrækkelig, når det gælder de globale bæredygtighedsudfordringer og problemer. Selv om nationale regler, som eksisterer på en række områder, kan tjene som inspiration til mere dækkende tiltag, vil der være behov for supranationale regelsæt.

Global regulering har indtil for nyligt været dominerende og været præget af soft-law anbefalinger, hvilket hænger naturligt sammen med de velkendte vanskeligheder ved at opnå global enighed om en fællesnævner og om bindende forpligtelser. De internationale reguleringsinstrumenter skaber - som udgangspunkt - alene pligter og rettigheder for stater og dermed ikke direkte for individer og virksomheder. I forhold til håndhævelse er der heller ikke en global domstol til at følge op på implementeringen i national ret. ^[Note 37] OECD er lykkedes med at etablere et multilateralt kodeks, som den danske regering blandt andet har forpligtet sig til at indføre, ^[Note 38] men der er dog ikke et egentligt ansvar for virksomhederne og således ingen retlige sanktioner for manglende overholdelse, hvorfor tilsyn vil afhænge af NCP Danmark (MKI) og mediernes indflydelse. Planerne om lovpligtig due diligence vil dog måske ændre herpå, da der har været tanker fremme om at give mulighed for, at de nationale domstole skal kunne tildele økonomisk erstatning. Dette rejser dog en del problemer, se nærmere nedenfor.

EU-regulering for den finansielle sektor har igennem de senere år fået ekstrem stor betydning med mange komplekse lovgivningstiltag, herunder kapitalkrav, forbrugerbeskyttelse, investeringsrådgivning, ledelse mv., og tendensen synes kun at fortsætte med tilføjelsen af regulering om bæredygtig finansiering. Om motivationen for at regulere bæredygtig finansiering på et europæisk plan fremhæver Kommissionen i sit oprindelige forslag til taksonomiforordningen, at det er Kommissionens vurdering, at det påtænkte mål ikke kan nås på et lavere niveau. ^[Note 39] EU-reguleringen er på mange punkter et hensigtsmæssigt retsgrundlag for særligt den finansielle regulering. På samme måde som bæredygtighed, er den finansielle sektor et område, der i høj grad indebærer transaktioner og aftaleforhold, der går på tværs af landegrænser. Det ville derfor ikke give mening kun at regulere disse områder nationalt.

EU's regulering af bæredygtig finansiering repræsenterer et regulatorisk skifte ved gennem traditionel hard-law at lade disclosure- og taksonomiforordningen være forordninger - og dermed direkte bindende ^[Note 40]. Det giver den umiddelbare fordel, at der ikke på tværs af medlemslandene etableres regler, der afviger fra den forståelse af bæredygtige økonomiske aktiviteter, og bæredygtig finansiering, som EU har introduceret. Netop incitamentet om ensretning fremhæves også i præambelen til taksonomiforordningen, idet EU ønsker at undgå nationale klassificeringssystemer, der gør det vanskeligt for investorer at sammenligne de forskellige investeringsmuligheder på tværs af de europæiske landegrænser. ^[Note 41]

Samlet set har det EU-retlige grundlag for bæredygtig finansiering på mange områder potentiale til at sikre "*level-playing-field*" i det indre marked, hvor der kan sikres ens rammer og samme beskyttelsesniveau. Der kan derfor argumenteres for, at en europæisk indsats i højere grad kan sikre både ensartethed og retssikkerhed med hensyn til udøvelsen af de traktatfæstede friheder. ^[Note 42] Men der er også udfordringer ved at lade området for bæredygtig finansiering regulere på EU-niveau, herunder især, at reguleringens karakter af "*one-size-fits-all*" tydeliggør udfordringen ved at skulle favne mange forskellige reguleringsstrategier, organisationsformer og forretningsmodeller – og forordninger overlader netop ikke rum til national fortolkning.

Reguleringen af bæredygtig finansiering på nationalt, supranationalt eller globalt niveau indeholder således en række udfordringer og muligheder. At lade globale problemer løses ved global regulering synes umiddelbart som den ideelle løsning, men valget tynges af den manglende grad af forpligtelse, risiko for politisk uenighed og håndhævelse. En national regulering vil have den udfordring, at finansiering netop ikke er et nationalt isoleret anliggende, hvorfor der unægteligt kan opstå flere forskellige reguleringer, der udspringer af det samme beskyttelse hensyn. Valget af EU som regeludsteder for bæredygtig finansiering synes derfor at repræsentere den gyldne mellemvej - i hvert fald til en start. Således bliver det kompromisernes kunst, når der skal sikres en balance mellem 'level-playing-field' og 'one-size-fits-all'. Og det er vigtigt, at EU-reglerne søges tilpasset globale standarder i videst muligt omfang.

Det mest realistiske er nok at have regulering på flere niveauer med det globale niveau som bredt favnende og blidt dækkende, det EU-mæssige som klart forpligtende og hårdt gennemført og det nationale som drys på lagkagen og inspiration til nyt.

3.2. Særligt om EU's taksonomiforordning og disclosureforordning

EU's taksonomiforordning om miljø er ret detaljeret, men samtidig et dynamisk og agilt regulatorisk værktøj. Tanken er, at forordningen skal give anvisninger på, hvilke investeringer, der kan anses miljømæssigt bæredygtige, og at der skal varetages en målsætning, der hele tiden hjælpes på vej af innovation og forskning. Disclosureforordningen fokuserer på bæredygtighedsaspekterne i relation til investeringsbeslutninger, herunder bæredygtighedsrelaterede risici.

Niveau-2-regulering vil naturligt spille en afgørende rolle, og der er en overvældende mængde tilknyttede retningslinjer og delegerede retsakter - ca. 600 sider for taksonomiforordningen og 200 for disclosureforordningen. Dette er i sig selv påfaldende, da megen fortolkning og indirekte megen regulering herved flyttes til niveau-2-reguleringen, hvor megen magt lægges. Samtidig afhænger succesen af forordningerne i høj grad af, at der løbende sker en tilpasning i takt med den hurtige udvikling inden for både videnskab og teknologi. ^[Note 43] Der er derfor nedsat en række fora, hvor forskellige aktører, eksperter, interessenter og stakeholders inddrages.

De *tekniske screeningskriterier* er overladt til Kommissionen at fastlægge, supporteret af Platformen for Bæredygtig Finansiering og Medlemsstatsekspertgruppen. ^[Note 44] De skal også analysere anmodninger fra interessenter om at udvikle eller revidere de tekniske screeningskriterier for en given økonomisk aktivitet. I lyset af det store antal interesser og aktører, er det nærliggende at sætte spørgsmålstejn ved det realistiske i forventningen om, at der kan sikres en tilstrækkelig effektiv opdatering af de tekniske screeningskriterier. Der har da også været forsinkelser. Det kan derfor frygtes, at reguleringen ikke kan følge med udviklingen, såfremt opdateringer af screeningskriterierne er for længe undervejs, som konsekvens af at den skal igennem en lang proces med mange led for at blive udformet og vedtaget. Screeningskriterierne kan hurtigt blive anset for uambitøse, såfremt de ikke følger udviklingen. Som eksempel blev der ved forelæggelsen af det første udkast til niveau-2-regulering indleveret mere end 47.000 hørings svar. Det er en klar indikation på, at de indgår som en essentiel faktor i en meget følsom regulering, med mangeartede og meget specifikke interesser.

Samlet set synes det umiddelbart at have gode grunde for sig, at EU har taget teten i bæredygtighedsreguleringen. Der kan også være fornuftige grunde til at arbejde med overordnede niveau-1-regler, et væld af detaljerede niveau-2-regler og en inkluderende tilgang til den nærmere tekniske udformning. Ikke desto mindre kan den cocktail, der her bliver tale om, vise sig i praksis at have en magtflyttende og forsinkende karakter. Der er således både styrker og svagheder ved den valgte tilgang.

4. Indhold - herunder forpligtelser, præcision og håndhævelse

En analyse af bæredygtighedsreguleringens indhold har til formål at analysere den materielle ret. I denne analyse fokuseres på (i) *forpligtelser*, (ii) *præcision* og (iii) *håndhævelse*. Analysen af forpligtelser er centreret om sondringen mellem hard law og soft law, analysen af præcision om reglernes klarhed og analysen af håndhævelse om muligheden for at sikre gennemførelse af reglerne. Herudover påpeges enkelte markante forhold i relation til

forslagene om ændring af MiFID og om sustainable reporting samt planerne om lovpligtig due diligence, særligt tankerne om en mulig national domstolsprøvelse med mulighed for erstatning samt planerne om sustainable corporate governance med tankerne om bindende direktiver for selskabsledelse i relation til bæredygtighed.

4.1. Forpligtelser – soft law, hard law eller noget helt tredje?

Mens de globale regelsæt i hovedsagen har karakter af soft law, har de nye EU-regler karakter af hard law. Traditionelt karakteriseres hard-law som det lovregulerede reguleringsinstrument af obligatorisk, forpligtende karakter, der kan håndhæves ved domstolene, oftest anvender handlepligter og er ret præcis i den forstand, at det er klart defineret, hvad der er - og ikke er - tilladt. Soft-law er udtryk for et juridisk ikke-bindende regelsæt, har tendens til at bruge mere generelle og skønsprægede formuleringer, der i højere grad overlader det til aktøren at vælge, på hvilken måde det normative formål med instrumentet bedst sker fyldest og kan have en svag eller mere vejledende rolle, hvor fortolkningen eller håndhævelsen finder sted blandt parterne selv eller ikke kan finde sted. [Note 45]

Den traditionelle sondring kan dog med fordel opdeles yderligere i (soft) hard-law og (hard)-hard-law med betoning af hhv. oplysningspligter ("blide forpligtelser") og handlepligter ("hårde forpligtelser"). Hvor handlepligter forsøger at diktere en bestemt adfærd ("carrot & stick"-regulering), søger oplysningsforpligtelser i stedet at tvinge den forpligtede til at tage stilling til et af lovgiver fastsat område. Da handlepligter kan medføre en indskrænkning i de finansielle virksomheders råderum og potentielt sætte begrænsning for virksomhedens mulighed for at drive forretning, kan det anses fordelagtigt med oplysningsforpligtelser. [Note 46] Desuden er regeltypen både fleksibel og nem at implementere på tværs af jurisdiktioner. [Note 47]

Disclosure- og taksonomiforordningerne er som udgangspunkt klassisk hard-law, men baserer sig ikke på egentlige handlepligter, hvor der fx alene udbydes eller investeres i bæredygtige produkter, men på oplysningsforpligtelser der søger at tilskynde til at vælge bæredygtigt ved at skabe øget transparens og tillid. Hermed placerer forordningerne sig som en naturlig forlængelse af de oplysningsforpligtelser, der er set i bl.a. ÅRL § 99a og NFRD/CSRD om bæredygtighedsrapportering. Det er dog første gang, at der skal rapporteres præ-kontraktuelt, og periodisk om bæredygtighedsrelaterede oplysninger, der beror på et europæisk fastsat klassificeringssystem for økonomiske aktiviteter. [Note 48] Selvom Taksonomi- og Disclosureforordningerne på sin vis er klassisk hard-law, er de således udtryk for "soft-hard-law", der foreskriver "blide informationspligter" og ikke "hårde handlepligter", hvilket giver grobund for en diskussion om, hvilken gennemslagskraft disse udvidede informationspligter har.

Baggrunden for at indføre nye og udvidede informationspligter er, at de gældende informationspligter i NFRD ifølge præambelen til taksonomiforordningen ikke har været anset effektive nok. De to nye forordninger præsenterer derfor investor for information, både når der er tale om en bæredygtig investering, og når der *ikke* er. En stor del af oplysningerne efter disclosureforordningen skal desuden gives forud for indgåelse af en aftale, og årligt. Kommissionen synes således at drage den konklusion, at flere bæredygtighedsrelaterede oplysninger giver flere bæredygtige investeringer. Det er her nærliggende at inddrage et par korte adfærdsøkonomiske betragtninger, herunder nudging og information overload.

Nudging er ethvert aspekt af valgarkitekturen, der ændrer folks adfærd på en forudsigelig måde uden at forbyde noget eller signifikant ændre deres økonomiske incitamenter. [Note 49] Der kan argumenteres for, at man er mere tilbøjelig til at være bevidst om graden af bæredygtighed af en investering, end hvis alternativet var aktivt selv at skulle fremsøge det pågældende selskabs CSR-rapport. Endvidere bliver investor også bevidst om, hvornår en investering ikke er bæredygtig. Således fremgår det af taksonomiforordningen, at hvis et finansielt produkt ikke kan kvalificeres som værende lyse- eller mørkegrøn efter disclosureforordningen, skal der afgives en erklæring om, at: "*De investeringer, der ligger til grund for dette finansielle produkt, tager ikke højde for EU-kriterierne for miljømæssigt bæredygtige økonomiske aktiviteter*" [Note 50]. Også Kommissionens forslag om at ændre MiFID II, hvorefter investeringsrådgivere skal spørge og agere ud fra investors bæredygtighedspræferencer, tvinger investorerne til aktivt at tage stilling til deres bæredygtighedspræferencer, hvilket ligeledes kan anskues som et 'nudge'. Ved at præsentere oplysningerne for investor på strategiske tidspunkter og måder, er det nærliggende at antage, at de kan

opnå en mere normativ karakter over for investorer - og højere grad af forpligtelse - set i forhold til oplysningsforpligtelserne i årsrapporten, således som NFRD/ÅRL § 99a foreskriver.

For så vidt angår de *øvrige virksomheder*, kan der argumenteres for at oplysningerne også indirekte vil få en mere indflydelsesrig placering blandt de virksomheder, der indgår i de finansielle produkter der rapporteres på. Det øgede fokus på graden af bæredygtighed af økonomiske aktiviteter kommer derfor også *ex ante* på agendaen hos de virksomheder, som har behov for fremmedfinansiering, og er underlagt rapporteringsforpligtelser efter taksonomiforordningen eller til brug for disclosureforordningen. Kommissionen har tidligere - i forbindelse med det forberedende arbejde til NFRD - udtalt at, "*only what gets measured gets managed*" ^[Note 51]. EU-Kommissionen har således også tidligere været af den opfattelse, at der derved kan skabes en 'catch-on'-effekt, og fremhæver også i præambelen til taksonomiforordningen, at erhvervsdrivende, der ikke nødvendigvis er omfattet af forordningen, kan tilskyndes til frivilligt at offentliggøre oplysninger om deres miljømæssigt bæredygtige økonomiske aktiviteter, idet det kan lette adgangen til bæredygtig finansiering. ^[Note 52]

Adfærdsøkonomiske indsigter (behavioural science) må også vurderes. Tiltagene i EU's Action Plan vil unægtelig øge den allerede overvældende mængde af information i et ikke ubetydeligt omfang. Der peges i dette forskningsfelt på udfordringerne ved øget information, og der sættes spørgsmålstejn ved tidligere tiders udgangspunkt om, at tilstrækkelig information medfører, at forbrugerne foretager fornuftige beslutninger, styret af rationelle valg ud fra veldefinerede præferencer og baseret på standardøkonomiske udgangspunkter samt systematisk og langsigtet tænkning. ^[Note 53] Greg Davis, leder af Behavioural Science på Oxford Risk, udtalte på en konference afholdt af Finanstilsynet: ^[Note 54] "*Hvis et problem er vanskeligt, så er det naturligt for mennesker at træde væk fra problemet. Det gælder også i forhold til økonomiske beslutninger. Derfor har folk brug for nogen, som kan hjælpe dem med at navigere i deres økonomi*". Dette er interessant, idet EU i sine nye regler har satset på, at den private sektor skal være omdrejningspunktet for målet om at omlægge kapitalstrømme i retning af mere bæredygtige produkter.

Information overload er derfor en risiko, der må vurderes. Flere undersøgelser viser, at vi mennesker har en relativt begrænset kognitiv processeringskapacitet, hvilket betyder, at en omfattende mængde information kan virke overvældende. I takt med at mængden af information stiger, vil vores kognitive system blive overbebyrdet, således at kvaliteten af vores beslutninger potentielt reduceres. ^[Note 55] Inden for realkredit er det fx dokumenteret, at de omfattende informationer ikke nødvendigvis har den tilsigtede effekt. ^[Note 56] I relation til den samlede mængde af forbrugeroplysninger, kan information overload således skabe udfordringer for slutinvestorer i forhold til at gennemskue indhold og sammenhæng mellem alle de præ-kontraktuelle oplysninger, der skal oplyses, herunder oplysninger om bæredygtighed. Når EU benytter oplysningsforpligtelser som værktøj, kan det således frygtes, at alle de oplysninger, der nu skal rapporteres og gøres tilgængelige, vil blive for uoverskuelige for investorerne. Dette kan potentielt betyde, at investorerne helt undlader at tage stilling til, hvorvidt de vil investere bæredygtigt, og at forordningen derved risikerer at miste sin normative effekt. Men kan måske sige at tanken er smuk, men virkeligheden kan risikere at være en anden.

Et værktøj til at forhindre informationsoverload kan være forslaget til ændringen af MiFID II, der inddrager investorerne bæredygtighedspræferencer i investeringsrådgivningen. Når en finansiel rådgiver nu skal forhøre sig om en kundes bæredygtighedspræferencer, tvinger man investorerne til aktivt at tage stilling til deres præference herom, og de kan således ikke med Greg Davis ord "*træde væk fra problemet*" i samme omfang. Desuden bør den overvældende fokus på bæredygtighed, ikke mindst fra den unge generation, tages med i betragtning, da den kan tænkes at give oplysningsforpligtelserne - i hvert fald over tid - en afgørende indflydelse. Det altafgørende spørgsmål er således, om EU har ramt den rette "timing". Kun tiden kan vise om tiden er moden til, at kapitalstrømmene flyttes over i mere bæredygtige aktiviteter.

Samlet set placerer bæredygtig finansiering sig mellem lovgivning og samfundsmæssige forventninger ved at lade det være op til slutinvestor at bestemme den normative effekt. Disclosure- og taksonomiforordningen gør brug af oplysningsforpligtelser som sit primære reguleringsværktøj, hvilket har den fordel, at de repræsenterer et fleksibelt juridisk værktøj, der foruden at være forpligtende, sikrer en fortsat stor autonomi hos virksomhederne. Reguleringsværktøjet kan derfor karakteriseres som værende (soft) hard-law med "blide forpligtelser".

Reguleringen er hovedsageligt sat i værk for at skabe rammerne for klassificering af bæredygtighed, at højne informationspariteten og skabe mere bevidsthed om den indflydelse, enkelte økonomiske aktiviteter har på, i første omgang, miljøet. Den formentlig største udfordring ved valget af reguleringsværktøjer til varetagelsen af bæredygtighedshensyn i EU's Action Plan er det forhold, at reguleringen overlader et meget stort ansvar til de aktører, der er i berøring med den finansielle sektor.

4.2. Præcision – reglernes klarhed, skønsmæssige elementer og sammenlignelighed

Den praktiske anvendelighed af reglerne forudsætter, at det er tilstrækkeligt klart, hvilken retlig mening den pågældende retskilde har. ^[Note 57] Hard-law med dens naturlige tendens til at udforme reglerne præcist, således at det fremstår klart, hvilke krav der stilles, giver mulighed for forudsigelighed, som er et klassisk hensyn bag reguleringen og bidrager til en højere retssikkerhed. Soft-law derimod vil som oftest være præget af brede og "vage" formuleringer, der til gengæld kan rumme og tilpasse sig mange forskellige situationer og virksomheder, og er mere fleksible. ^[Note 58]

Taksonomi-forordningen repræsenterer indholdsmæssigt et nybrud i den supranationale regulering af bæredygtighed, idet den udgør et regulatorisk, obligatorisk rammeværk til fastlæggelse af, hvorvidt en given økonomisk aktivitet kan kvalificeres som miljømæssig bæredygtig. Anvendelsesområdet er bredt, nemlig de enkelte medlemsstater gennem de foranstaltninger de måtte vedtage, finansielle markedsdeltagere, som stiller finansielle produkter til rådighed samt virksomheder, der er underlagt en forpligtelse til at foretage ikke-finansiel rapportering. Der opregnes seks klimamål: A) modvirkning af klimaændringer, B) tilpasning til klimaændringer, C) bæredygtig anvendelse og beskyttelse af vand- og havressourcer, D) omstilling til cirkulær økonomi, E) Forebyggelse og bekæmpelse af forurening, F) Beskyttelse og genopretning af biodiversitet og økosystemer. Der opstilles fire kriterier for at en aktivitet kan karakteriseres som bæredygtig: Den økonomiske aktivitet er taksonomi-compliant, såfremt a) den bidrager væsentligt til at nå et eller flere af de seks miljømål, b) den ikke væsentligt er til skade for de seks miljømål, c) den udøves i overensstemmelse med minimumgarantier, og d) den opfylder de tekniske screeningskriterier. Kommissionens ønske er, at taksonomiforordningen i fremtiden også skal dække andre bæredygtigheds mål, herunder sociale mål, og platformen for bæredygtig finansiering offentliggjorde 12.7.2021 et udkast til rapport om social taksonomi, som nu behandles i kommissionen. Der synes ikke at være en taksonomi for ledelsesmæssig bæredygtighed på tegnebrættet.

Disclosure-forordningen fastsætter en række nye krav til offentliggørelse af bæredygtighedsrelaterede oplysninger i den finansielle sektor. Forpligtelserne gælder finansielle markedsdeltagere og finansielle rådgivere. Slutinvestorerne skal herved få et bedre beslutningsgrundlag for at vurdere, hvorvidt et finansielt produkt er bæredygtigt. Dette opnås gennem harmoniserede oplysningskrav, som investorerne får stillet til rådighed, inden investeringsbeslutningen træffes, på hjemmesiden eller i periodiske rapporter. Ved definitionerne af bæredygtighedsrisici forstås en "miljømæssig, social eller ledelsesmæssig begivenhed eller omstændighed, som, hvis den opstår, kunne have faktisk eller potentiel væsentlig negativ indvirkning på værdien af en investering". Ved bæredygtighedsfaktorer forstås "miljømæssige, sociale og personalemæssige spørgsmål samt spørgsmål vedrørende respekt for menneskerettighederne og bekæmpelse af korrupsion og bestikkelse." Der gælder et proportionalitetsprincip. På produktniveau arbejdes med en sondring mellem lysegrønne produkter, der fremmer miljømæssige eller sociale karakteristika og mørkegrønne produkter, der har bæredygtighed som mål. Trods udgangspunktet om præcision indeholder forordningen også skønspregede elementer. Art 4 forpligter fx til at udarbejde beskrivelse af de vigtigste negative bæredygtighedsindvirkninger, men er tavs om hvad der forstås herved, foreskiver beskrivelser af eventuelle tilknyttede tiltag, hvilket levner megen frihed og inkluderer hvor det er relevant planlagte tiltag. Graden af præcision i disclosureforordningen er således begrænset på nogle punkter, hvorved dele kan have karakter af soft-hard-law, idet det kan blive vanskeligt at statuere overtrædelse af forpligtelser, når de mangler præcision. Dog kan det også give rum for at de finansielle virksomheder bruger deres "sunde fornuft", hvilket antages at kunne medføre en bedre udnyttelse af ressourcerne. ^[Note 59] - måske lidt svarende til klassisk risikovurdering.

Delegerede retsakter spiller en stor rolle for fortolkningen af de to forordninger. Der er tale om en overvældende mængde retningslinjer og tekniske screeningskriterier, der supplerer, udfylder og fortolker de to forordninger - 800

sider i alt. Således fremgår det af den delegerede retsakt, at beskrivelsen i artikel 4, stk. 2, litra b, skal indeholde alle de vigtigste negative bæredygtighedsindvirkninger (de såkaldte 'Principal adverse sustainability impact' ('PAI'erne) og kvalificerer gennem 18 "adverse sustainability indicators", der omfatter alle tre dele af ESG, de vigtigste, herunder investeringer i virksomheder, der har været involveret i overtrædelser af Global Compact-principperne eller OECD's retningslinjer for ansvarlig virksomhedsadfærd. ^[Note 60] Desuden udfylder den delegerede retsakt andre af de skønsmæssige elementer i tabeller, hvor der som minimum skal inkluderes ét fra hver af de to tabeller. De delegerede retsakter hæver derved præcisionsniveauet i en sådan grad, at graden af præcision reelt får karakter af hard-hard-law.

Definerede regler og minimumsstandarder spiller også en væsentlig rolle. Taksonomiforordningen har ikke på samme måde som disclosureforordningen en "trinstitige" af grader af bæredygtighed i.e. lyse- eller mørkegrøn, men anser den økonomiske aktivitet enten i overensstemmelse med taksonomiforordningen eller ikke. Præciseringsgraden er således meget høj. Der kan argumenteres for, at det kan få den afledte effekt, at retningslinjerne vil få karakter af såkaldt "tick-the-box" og minimumsstandarder, hvorved man risikerer, at de enkelte virksomheder mister incitamentet for at fortsætte i kampen mod at etablere og investere i de mest bæredygtige økonomiske aktiviteter. Ved at definere og harmonisere, hvad en bæredygtig økonomisk aktivitet er, kan det være vanskeligere at skelne mellem at være langt mere bæredygtig, end hvad der kræves for at være i overensstemmelse med taksonomien, eller om aktiviteten kun netop opfylder kravene hertil. De mest ambitiøse virksomheder kan derfor ikke nødvendigvis længere bruge ESG som et konkurrenceparameter på samme måde som tidligere. Ved at regulere gennem hard-law kan en risiko således være, at det ikke længere kan betale sig at være den bedste og mest bæredygtige virksomhed.

Sammenlignelighed udgør en udfordring, hvilket erfaringerne fra CSR har vist. Forordningerne forsøger at gøre op med den ulempe, der har været for de virksomheder, der prøver at arbejde meget ambitiøst med CSR, idet de har oplevet et fravær af en ensartet tilgang og målestok til måling af succes og en begrænsning i de oplysninger, der skulle gives, hvilket blev anset at give ulige vilkår. ^[Note 61] Ved at harmonisere, præcisere og standardisere reglerne vedrørende gennemsigtighed, bliver det lettere for slutinvestor effektivt at sammenligne forskellige finansielle produkter i forskellige medlemsstater med hensyn til deres ESG-risici og bæredygtige investeringsmål. Der er tale om en obligatorisk rapporteringskabelon, som skal benyttes af alle finansielle virksomheder i EU. Udover disclosure-forordningen bidrager taksonomiforordningen endvidere med sit "fastlåste" klassificeringssystem, som gør sammenligneligheden af bæredygtighedsgraden i virksomhedernes aktiviteter lettere. Når rapporteringen af bæredygtighed bliver ensartet, kan informationerne således lettere sammenlignes.

Samlet set indeholder disclosure- og taksonomiforordningerne skønspregede og fleksible elementer, men de delegerede retsakter bidrager med omfattende og præcise definitioner af, dels hvornår en given økonomisk aktivitet er bæredygtig, dels hvornår og på hvilken måde oplysningerne herom skal offentliggøres efter disclosure-forordningen. Der er således tale om at mix mellem præcise og mere skønspregede regler, hvor de skønspregede regler lettere kan omfavne en udvikling i teknologi mv. Men level playing field og sammenlignelighed vinder klart ved det præcise regelsæt.

4.3. Håndhævelse

Muligheden for at kunne håndhæve reglerne, typisk ved en domstol, er vigtig. Soft-law-tilgangen har tidligere overladt fortolkningsspørgsmål til parterne - og til NCP-Danmark i det omfang de er fremkommet med kritik i en klagesag. Ved forordningerne og til dels ved en evt. indførelse af lovpligtig due diligence, opstår spørgsmål om, hvilke muligheder og udfordringer, der herved opstår.

Greenwashing udgør en klar udfordring for bæredygtighedsoplysninger. Det fremgår af EU's Action Plan, at greenwashing skal forstås som "Anvendelsen af markedsføring til at fremstille en organisations produkter, aktiviteter eller politikker som miljøvenlige, selv om de ikke er det." ^[Note 62] Det bliver således en PR-gimmick, der ikke yder noget godt for samfundet og samtidig kan vildlede forbrugere og investorer og ultimativt skade tilliden til den finansielle sektor. ^[Note 63] Nogle forskere har sågar fremført, at "The uglier the company, the more makeup". ^[Note 64] De virksomheder, der gør en indsats for at inkorporere bæredygtighedshensyn i deres forretning, får ikke

nødvendigt den tilsvarende forretningsmæssige fordel. Netop greenwashing har været en stor motivation for EU's arbejde med bæredygtig finansiering. ^[Note 65] Der er en fælles forståelse for, at udbredelsen af greenwashing i høj grad skyldes, at der ikke er nogen, der holder virksomhederne ansvarlige for, hvad de forknyder for omverdenen. ^[Note 66] Denne kultur er i høj grad en konsekvens af manglende international regulering. ^[Note 67] Meget tyder på, at den universelle standard, der er lagt op til qua taksonomiforordningens rammeværk, vil få en positiv effekt på greenwashing, idet der via klassificeringsværktøjet er skabt en mere objektiv standard. Derved går man fra at lade det være op til virksomhederne selv at fortolke og skønne sig til begrebet "bæredygtighed" til nu at have en fællesnævner, der gør det muligt for en tredjepart objektivt at vurdere og håndhæve, om aktiviteten er bæredygtig. Herved mindskes incitamentet og råderummet til at forvanske graden af bæredygtighed i økonomiske aktiviteter. De objektive standarder får også den afledte effekt at de virksomheder, der gør en indsats for at fremme bæredygtighed, nu bliver belønnet og fremhævet på et mere objektivt og kontrolleret grundlag.

Tilsyn og sanktioner er vigtige elementer i forordningernes reelle betydning i praksis. Hvis ingen sanktion, da måske ingen reaktion. EU har lagt op til, at medlemsstaterne selv er ansvarlige for at sikre, at en sådan effektiv håndhævelse kan finde sted og betoner, at "*foranstaltningerne og sanktionerne skal være effektive, stå i et rimeligt forhold til overtrædelsen og have afskrækkende virkning.*" ^[Note 68] Spørgsmålet er dernæst, på hvilken måde Danmark har tænkt sig at håndhæve dette, og hvilke mulige sanktioner, heriblandt niveauer af sanktioner, der kan være i spil. *Finanstilsynets rolle* er helt central, idet de får en række nye tilsynsopgaver i relation til oplysningskravene i disclosureforordningens og taksonomiforordningens bestemmelser for den finansielle sektor. ^[Note 69] Finanstilsynet har udtalt, at der forventes at blive ført et "risikobaseret tilsyn" med de nye regler, hvilket begrundes med, at reglerne på området omfatter et stort antal finansielle markedsdeltagere og/eller rådgivere samt et betydeligt antal finansielle produkter, hvorfor det vil være umuligt at gennemgå alle virksomheder og produkter på markedet. Endvidere hersker der ingen tvivl om, at data og metoder bliver udfordrende i starten i hele den finansielle sektor, og Finanstilsynet har derfor lagt op til et indledningsvist tilsynsmæssigt fokus på processer, politikker og "best effort". ^[Note 70] Hvis planerne om lovpligtig due diligence og sustainable corporate governance gennemføres, vil også Erhvervsstyrelsen få en række vanskelige udfordringer i relation til håndhævelse.

4.4. Lovpligtig due diligence og sustainable corporate governance

EU's planer om at fremsætte forslag om *lovpligtig due diligence* omfatter, således som det er fremlagt, en mulighed for at gå til de nationale domstole, hvis reglerne om due diligence er overtrådt. Dette hænger sammen med reglernes forpligtende karakter. Der skal hermed kunne være mulighed for at give økonomisk erstatning. Der er fra NGO side stor entusiasme i forbindelse med disse planer, og det er forståeligt. Men i praksis vil der være store problemer forbundet med en sådan domstolsprøvelse. Alene det retlige spørgsmål om jurisdiktion er yderst indviklet, og hertil kommer spørgsmål om økonomisk formåen til at føre sådanne retssager - såkaldt "equality of arms". Endvidere vil det tidsmæssige aspekt kunne være langstrakt ved en retssag. Dokumentation af overtrædelse og årsagsforbindelse til et tab el.l. synes også at kunne give anledning til vanskeligheder. Endelig vil EU-regler jo have deres naturlige geografiske begrænsning. Hvis der fremsættes og vedtages regler om domstolsprøvelse, må implementeringen således forventes at give anledning til mange problemer - og måske skuffelser. Skåltaler er en ting, virkeligheden en anden - der er forskel på at have ret og at få ret. Der kan derfor være gode grunde til under alle omstændigheder at bevare det mæglings- og klagesystem, som er etableret i OECD-regi, så man ikke smider barnet ud med badevandet.

Planerne om *sustainable corporate governance*-regler er også tænkt som bindende regler. Overtrædelse må således kunne sanktioneres. Tanken synes at være, at stakeholders i højere grad skal tildeles en ret til at lade sag anlægge ved domstolene for påståede overtrædelser af ledelsens pligt til due diligence, der fx har forårsaget alvorlig skade for tredjemand eller ulovlig miljøskade. Det forekommer ikke umiddelbart indlysende, hvordan dette kan udføres i praksis, og der er en klar udfordring i at få dette på plads, hvis reglerne skal foreslås og gennemføres. Den foreslåede lave grad af præcision, men høje grad af forpligtelse og håndhævelse synes at være en dårlig cocktail. Den omfattende kritik synes berettiget, og spørgsmålet er, om ikke regler om lovpligtig due diligence i stedet for at være en del af Kommissionens forslag med fordel kunne være et alternativ til forslaget om sustainable corporate governance.

5. Udfordringer og muligheder i fremtiden

Bæredygtighedsreguleringen har taget fart. Fra brede, bløde globale bæredygtighedsinitiativer i form af verdensmål, FN- og OECD-anbefalinger mv. har EU nu taget teten og etableret bindende forordninger, planer om direktiver og tekniske standarder, der sætter en helt anden scene for bæredygtighedsreguleringen. Det er glædeligt i den forstand, at behovet for at komme videre med effektive tiltag for at fremme den grønne omstilling er åbenbart. Og det er frugtbar, at der etableres supra-nationale regler og i høj grad etableres "level playing field" for de europæiske virksomheder.

En analyse af de forskellige regler om bæredygtighed har vist, at reguleringsinstrumenterne i høj grad søger at opnå det samme *formål*. Når det gælder *fokus* er der imidlertid væsentlig forskel. EU's Action Plan adskiller sig fra den eksisterende regulering ved at tage et nyt og koncentreret fokus på finansielle virksomheder, og deres rolle som katalysator - en *follow-the-money-tilgang*. Når det gælder balancen mellem ESG - Environmental, Social og Governance - er det meget tydeligt, at fokus i dag først og fremmest er på E, herunder særligt klima. S spiller en beskeden og sekundær rolle, men er dog aktuelle eller på vej i dele af reguleringerne. G spiller derimod en yderst tilbagetrukket rolle, ikke mindst i EU-reguleringen, med stor usikkerhed med hensyn til hvad den egentlig indeholder og hvilken rolle den skal tillægges. Der er således tale om et meget stort E, et ret lille S og et betænkeligt lille G. Det bør udvikles betydeligt. Et nærliggende fremtidigt tema kunne være tax governance. Ansvarlig skat er på dagsordenen mange steder både hos OECD, og i Danmark hos pensionskasserne og de store virksomheder, hvilket er yderst glædeligt. Det ville være velgørende, hvis dette vigtige tema kunne være med til at udfylde Governance-delen meningsfuldt. ^[Note 71]

Når det gælder *grundlaget* for reglerne, er et kludetæppe af regulering på flere niveauer realistisk med det globale niveau som bredt favnende og blidt dækkende, det EU-mæssige som klart forpligtende og hårdt gennemført og det nationale som pynt på lagkagen og inspiration til nytænkning. Særligt interessant er den nye EU-reguleringsstrategi, der med anvendelsen af forordninger har markeret et klart nybrud, hvor EU har valgt at spænde buen, og drage i kamp med traditionel, klassisk hard-law. Det er godt for udbredelsen af level playing field, men kan give udfordringer i relation til den nødvendige forudsætning om "one size fits all".

En analyse af *indholdet* af de anvendte reguleringsværktøjer, herunder typen af *forpligtelse*, *præcision*, og *håndhævelse* viser fokus på oplysningsforpligtelser, tillid og transparens, hvor de to forordninger passer ind i de klassiske værdier for regulering af finansielle virksomheder, og ses som en naturlig viderebygning på eksempelvis NFRD/ÅRL § 99a.

Forpligtelserne er især informationspligter og ikke handlepligter. Det ligger i forlængelse af NFRD og ÅRL § 99a. Herved bibeholdes selskabernes autonomi, men det har den afledte effekt, at graden af succes i EU's Action Plan i høj grad placeres hos investorerne. EU har kridtet banen op, og det er nu op til investorerne og virksomhederne at placere bolden i de mål, der repræsenterer bæredygtige økonomiske aktiviteter, som fastlagt i taksonomiforordningen. Til at guide bolden på vej har EU dog valgt at supplere oplysningsforpligtelserne med små 'nudge', ved eksempelvis gennem præ-kontraktuelle oplysninger og spørgsmål om bæredygtighedspræferencer at sikre, at investor tager aktivt stilling til sine præferencer.

En høj grad af *præcision* er et positivt træk, og et stærkt våben i kampen mod greenwashing. NFRD og ÅRL § 99a har tidligere været underlagt kritik for muligheden for greenwashing, hvilket den høje grad af præcision, der sikres gennem de omfattende tekniske screeningskriterier må forventes at gøre en ende på. Med en høj grad af præcision følger også en stor forpligtelse for EU til at fastholde og vedligeholde det nødvendige ambitionsniveau, så forordningerne ikke ender med at få karakter af 'tick-the-box' og minimumsstandarder til skade for opnåelse af forordningernes formål.

Det er uvist, hvordan *håndhævelsen* af de to nye forordninger vil blive. Finanstilsynet har dog ikke lagt skjul på, at omfanget af reguleringen, og det faktum at området er nyt for alle, berettiger en risikobaseret tilgang til en start. Hvis overvejelserne om lovpligtig due diligence og corporate governance bliver til virkelighed, vil også Erhvervsstyrelsen stå over for vanskelige udfordringer i relation til håndhævelse.

Samlet set er der tale om en regulatorisk cocktail med tre niveauer, forskelligt fokus og en blanding af mange ingredienser indholdsmæssigt. EU har med sin nye reguleringsstrategi foretaget et paradigmeskifte i reguleringen af bæredygtighed, hvor "follow-the-money-strategien" har potentiale til at skabe et hidtil uset incitament for en 'catch-on-effekt' hos de øvrige virksomheder. Men der er mange udeståender, fortolkningstvivil og andre usikkerheder, både i de vedtagne regler, de fremsatte forslag og de forventede regler. Klarhed mangler på mange områder - og der efterspørges noget så sjældent som flere regler. Hertil kommer at der stadig skal tages hensyn til alle de "gamle" regler, herunder de globale - som det er frugtbart, EU-regler, taksonomier mv i videst muligt omfang tager hensyn til. Disse kan også indeholde specialiteter, der bør bibeholdes, fx OECD retningslinjernes regler om en enkel, gratis og hurtig klage mulighed for alle samt mægling.

Virksomhederne, herunder de finansielle institutioner vil få en meget lang række vanskelige udfordringer. Det bliver yderst ressourcetungt og omkostningsfyldt at opfylde alle de nye regelsæt - i en sådan grad at det nok får hvidvaskforebyggelse til at blegne ved siden af de nye omfattende forpligtelser. Den regulatoriske cocktail er bredspektret og bindende, favnende og frustrerende, men også nødvendig og naturlig, set i forhold til de udfordringer vi som globalt samfund står overfor. Det er et vanskeligt regulatorisk farvand at navigere i, og virksomhederne har klart brug for al den vejledning, de kan få.

Trods udfordringer og frustrationer må de danske virksomheder dog forventes at have en bedre position end så mange andre. Danmark har som frontrunner en "first-mover" fordel og har længe haft bæredygtighed og grøn omstilling på agendaen i de store virksomheder. Selvom der er meget nyt, er mange således relativt godt forberedte, og synes meget opsatte på at opfylde de mange regelsæt på en konstruktiv og innovativ måde. ^[Note 72] Der er dog klart behov for en særlig indsats i forhold til de mange danske SMV'er, der ikke har samme erfaringer og muskler som de store virksomheder. Det vil derfor være konstruktivt, at de store virksomheder hjælper de små, fx deres leverandører, på vej.

Selvom der er mange svært forståelige regler og usikre fortolkninger, men sikre omkostninger, synes der at være grund til forsigtig optimisme - både for bæredygtigheden, for virksomhederne og for næste generation.

Fodnoter

[1] Artiklen bygger delvist på et speciale, udarbejdet af *Morten Lundby Pedersen* og *Emilie Meyer Riisberg*, med professor *Linda Nielsen* som vejleder.

[2] Lov 2008-12-27 nr. 1403 om ændring af Årsregnskabsloven (redegørelse for samfundsansvar i større virksomheder) § 1.

[3] United Nations, General Assembly (21.10.2015), Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development. (FN A/RES/70/1) § 51. FN's 17 verdensmål betegnes også SDG'erne ('Sustainable Development Goals').

[4] Parisaftalen under De Forenede Nationers rammekonvention om klimaændringer (UNFCCC) samt Folketingsbeslutning om Danmarks ratifikation af Paris-aftalen, (2016/1 BSV 2)

[5] *Om Global Compact Network Denmark*, (<https://globalcompact.dk/om-os/>). Se også CSR Kompasset (<https://www.csrkompasset.dk/fns-global-compact>) og *Global Compacts 10 principper*, (<https://globalcompact.dk/de-10-principper/>)

[6] Principles for Responsible Investments, *About the PRI*, (<https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>). Principperne er bla. knyttet til indarbejdelse af miljø, sociale og ledelsesmæssige faktorer i investeringsanalyser og beslutningsprocesser, at udøve aktivt ejerskab, at søge at få relevant information vedrørende ESG-faktorer fra de virksomheder, der investeres i og at rapportere om aktiviteter og fremskridt.

[7] Finans Danmark, (2020). *Bæredygtighedsredegørelse*. s. 48.

[8] OECD (2011): *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, s. 68.

[9] OECD Due Diligence Guidance for Responsible Business Conduct: <https://mneguidelines.oecd.org/Flyer-RBC-Due-Diligence.pdf>

[10] Lov nr. 546 af 18.6. 2012 om Mæglings- og Klageinstitutionen for ansvarlig virksomhedsadfærd. Se tillige LFF 2012-03-28 nr. 125 Mæglings- og Klageinstitutionen for ansvarlig virksomhedsadfærd, pkt. 1.2 samt NCP Danmark:

Mægling- og Klageinstitution for Ansvarlig Virksomhedsadfærd, mandat og arbejde,
(<https://virksomhedsadfaerd.dk/mandat-og-arbejde>)

[11] Betænkning til LSF 117: FT 2014-1: Betænkning over Forslag til Lov om ændring af årsregnskabsloven og forskellige andre love s. 36. Se tillige Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2014/95/EU af 22.10.2014 om ændring af direktiv 2013/34/EU for så vidt angår offentliggørelse af ikke-finansielle oplysninger og oplysninger om mangfoldighed for visse store virksomheder og koncerner, Præambelbetragtning (3). Se endvidere MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN Retningslinjer for ikke-finansielle rapportering: Tillæg om rapportering af klimarelaterede oplysninger (2019/C 209/01) 11. Se tillige Lov nr. 838 af 8.8.2019 om Årsregnskabsloven.

[12] BEK: nr. 1305 af 16.12.2008: om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber mfl, § 135. Se tilsvarende BEK: nr. 1310 af 16. 12.2008 om finansielle rapporter for forsikringselskaber og tværgående pensionskasser, § 132.

[13] Traktaten om Den Europæiske Unions Funktionsmåde (EUF). Art. (3)(3) og (11).

[14] Europa-Kommissionen (11.12.2019). Meddelelse fra Europa-Kommissionen til Europa-Parlamentet, det Europæiske Råd, Rådet, det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget: Den europæiske grønne aftale. ((COM(2019)) 640 final.

[15] Det Europæiske Råd, politikker, finansieringen af klimaomstillingen.

<https://www.consilium.europa.eu/da/policies/climate-finance/>

[16] EU Technical Expert Group On Sustainable Finance (marts 2020). *Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance*.

[17] Europa-Kommissionens handlingsplan (8.3.2018) COM (2018) 97.

[18] United Nations, General Assembly (21.10.2015), *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*. (FN A/RES/70/1) s. 3f.

[19] Beretning om nedsættelse af parlamentarisk arbejdsgruppe om verdensmålene -

<https://www.ft.dk/samling/20181/almdele/FIU/bilag/9/1952917.pdf>

[20] Se fx Buhmann, Karin: *2030-dagsordenen og Verdensmålene for bæredygtig udvikling*. Bragt i: Hamer, C., Schaumburg-Müller, S. & Andersen, M. (2020). *Juraens verden: metoder, retskilder og discipliner* s. 421.

[21] *Om Global Compact Network Denmark*, <https://globalcompact.dk/om-os/>

[22] United Nations (2015). Parisaftalen – *FN's rammekonvention om klimaforandringer*. Art. 2(1).

[23] OECD (2011): *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*. s. 3.

[24] NCP Danmark: Mægling- og Klageinstitution for Ansvarlig Virksomhedsadfærd, *Retningslinjer for Ansvarlig Virksomhedsadfærd*, <https://virksomhedsadfaerd.dk/ncp-danmark-ansvarlig-virksomhedsadfaerd>.

[25] LFF 2008-08-20 nr. 5 Forslag til Lov om ændring af årsregnskabsloven (Redegørelse for samfundsansvar i større virksomheder). Pkt. 2.2.

[26] Nielsen, Linda. *Pension og ansvarlighed – i det store og det lille fællesskab*. Bragt i: Bryde Andersen, M., Udsen, H., Schans Christensen, J., Lau Hansen, J., Iversen, T., & Nielsen, Linda (2018). *Festskrift til Mads Bryde Andersen*. s. 367.

[27] LFF 2008-08-20 nr. 5 Forslag til Lov om ændring af årsregnskabsloven (Redegørelse for samfundsansvar i større virksomheder). Pkt. 2.2.

[28] Europa-Kommissionen (8. marts 2018) til Europa-Parlamentet, det Europæiske Råd, Rådet, det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget: Handlingsplan for finansiering af bæredygtig vækst. COM (2018) 97. s. 1.

[29] Finans Danmark, (2020). *Bæredygtighedsredegørelse*. s. 1.

[30] Det fremhæves fx, at "EU's konkurrenceevne på lang sigt afhænger af bæredygtighed og overgangen til en kulstoffattig, mere ressourceeffektiv og cirkulær økonomi."

[31] Disclosureforordningen. Præambelbetragtning (2). Se tilsvarende Taksonomiforordningen. Præambelbetragtning (4).

[32] Taksonomiforordningen. Art. (1) og Art. (2), nr. 1. Taksonomiforordningen præambel (6). Taksonomien er et værktøj under udvikling, og udarbejdelsen af niveau-2 regulering (de delegerede retsakter) er i øjeblikket alene under udarbejdelse for miljømål 1 + 2, henholdsvis modvirkning af og tilpasning til klimaændringer.

[33] Disclosureforordningen. Præambelbetragtning (35), (9) og (10).

[34] COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) .../... of 21.4.2021 amending Delegated Regulation (EU) 2017/565 as regards the integration of sustainability factors, risks and preferences into certain organisational requirements

and operating conditions for investment firms. (explanatory memorandum) s. 4. Se også s. 1 og Art. (1).

Europakommissionens forslag om delegeret forordning.

[35] European Parliament 2019-2024. Committee on Legal Affairs Draft Report 11.09.2020 with recommendations to the Commission on corporate due diligence and corporate accountability.

[36] *Ernst & Young (2020): Study on Directors duties and sustainable corporate governance*, s. 51.

[37] Nielsen, Linda & Rønne, Anita *Global Governance & Inclusive Governance – en god cocktail*. Bragt i: Vindeløv, V., Rønne, A., Adrian, L., & Nielsen, L. (2017). *Fred, forsoning og mægling: festskrift til Vibeke Vindeløv*. (1. udgave). Jurist- og Økonomforbundet, s. 307.

[38] Se nærmere herom i OECD's Retningslinjer for multinationale virksomheder (2011), forord, s.1.

[39] Forslag til taksonomien, s. 4. (2018/0178(COD))

[40] Traktaten om Den Europæiske Union (TEU) art. 288.

[41] Taksonomiforordningen. Præambelbetragtning (11).

[42] Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om fastlæggelse af en ramme til fremme af bæredygtige investeringer COM(2018) 353 final 2018/0178 (COD). s. 4.

[43] Taksonomiforordningen. Præambelbetragtning (38) og (50).

[44] Platformen er et multi-stakeholder-forum med det formål at repræsentere og varetage en bred kreds af interessenters synspunkter. Medlemmerne er bredt fordelt i organisationer og erhverv og består blandt andet af repræsentanter fra EEA ("Det Europæiske Miljøagentur"), ESA'erne, EIB ("Den Europæiske Investeringsbank") samt eksperter, der repræsenterer private interesser, fx den finansielle sektor, industrirepræsentanter, specifikke brancher eller civilsamfundet generelt. Medlemmerne skal gennem rådgivning og analyser af de tekniske screeningskriterier løbende holde Kommissionen underrettet om behovet for at ajourføre disse, se Taksonomiforordningen. Art. (20), stk. 2. litra a og Art. 24. Den tekniske ekspertgruppe rådgiver Kommissionen om hensigtsmæssigheden af de tekniske screeningskriterier og den tilgang, som platformen anlægger til udarbejdelsen af de kriterier, der skal fremgå af de delegerede retsakter.

[45] Abbott, K. & Snidal, D. (2000). *Hard and Soft Law in International Governance*. *International Organization*, 54(3), 421–456. Cambridge University Press. s. 1. Cominetti, M., & Seele, P. (2016). *Hard soft law or soft hard law? A content analysis of CSR guidelines typologized along hybrid legal status*. *Uwf UmweltWirtschaftsForum*, 24(2), 127–140. s. 133.

[46] Nielsen, Linda et al. (2019). *Finansret: bank, realkredit, investering, pension*. 1. udgave. Jurist- og Økonomforbundet. s. 94.

[47] Mösslein, F & Sørensen, K. (2017). *Nudging for Corporate Long-Termism and Sustainability? Regulatory Instruments from a Comparative and Functional Perspective*. *Columbia Journal of European Law*. Published., s. 397 og 420.

[48] Se særligt disclosureforordningen art. (6), sammenholdt med art. (8) og (9).

[49] Som citeret i: Madsen, M. B. (2020). *Begrænset rationalitet i erhvervsretten – når mennesker (alligevel) ikke agerer rationelt*, *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, 2020(2/3), 132-159. s. 146. Begrebet 'nudging' blev introduceret i 2008 af Richard H. Taler og Cass R. Sunstein.

[50] Erklæringen skal for kreditinstitutter gives i overensstemmelse med direktiv 2014/65/EU art. 24, stk. 4, og således på samme måde som kreditinstitutter oplyser om fx omkostninger og gebyrer ved investeringen.

[51] Commission staff working document impact assessment accompanying the document proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC as regards disclosure of nonfinancial and diversity information by certain large companies and groups (SWD (2013) 128 final), s. 18.

[52] Taksonomiforordningen. Præambelbetragtning (15).

[53] Madsen, M. B. (2020). *Begrænset rationalitet i erhvervsretten - når mennesker (alligevel) ikke agerer rationelt*, *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, 2020(2/3), 132-159. s. 135. ¹ Finanstilsynets diskussionspapir (2019): *Adfærdsindsigter på det finansielle område*. s. 2. Konkurrencerådets rapport (2017). *Konkurrencen på realkreditmarkedet*. s. 158.

[54] Som citeret i: Schyberg Petersen N. (3.4.2019). <https://www.finansforbundet.dk/dk/nyheder/2019/finansielle-produkter-skal-reformeres/>

[55] Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2016). *iNudgeyou. Typologi for adfærdsbaserede markedsfejl*. s. 40f og s. 4.

[56] Ibid. s. 27f. Der blev foretaget et forsøg, inden for realkredit, hvorefter to grupper blev testet i forhold til overblik, forståelse og frustration i forbindelse med gennemlæsning af låneaftaler, hvor der dels var tale om et almindeligt lånetilbud, dels samme lånetilbud med en standardiseret forside. Sidstnævnte gruppe havde væsentligt lettere ved at sammenligne lånene og var markant mindre frustrerede end den første gruppe. En overflod af information kombineret med en svag sammenlignelighedsgrad kan således gøre det vanskeligt at træffe beslutning på et tilstrækkeligt kvalificeret grundlag.

[57] Trzaskowski, J. (2020). *Skriftlig jura* s. 20.

[58] Cominetti, M., & Seele, P. (2016). *Hard soft law or soft hard law? A content analysis of CSR guidelines typologized along hybrid legal status*. *Uwf UmweltWirtschaftsForum*, 24(2), 127–140. s. 133.

[59] Ibid. s. 841.

[60] Joint Committee of the European Supervisory Authorities (2.2.2021): *Final Report on draft Regulatory Technical Standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a(2), Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088*. Table 1 (PAI).

[61] Nwete, B. (2007). *Corporate Social Responsibility and Transparency in the Development of Energy and Mining Projects in Emerging Markets; Is Soft Law the Answer?* *German Law Journal*, 8(4), 311–339, s. 330.

[62] Europa-Kommissionen, 8.3.2018, *Handlingsplan For Finansiering af Bæredygtig Vækst*.

[63] Taksonomiforordningen. Præambelbetragtning (11).

[64] Sjøfjell, B. (2008). *Internalizing Externalities in EU Law: Why Neither Corporate Governance nor Corporate Social Responsibility Provides the Answers*. *George Washington International Law Review*, Vol. 40, No. 4, pp 977-1024, Nordic & European Company Law Working Paper No. 10-10. s. 1002.

[65] Europa-Kommissionen (8.3.2018) til Europa-Parlamentet, det Europæiske Råd, Rådet, det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget: *Handlingsplan for finansiering af bæredygtig vækst*. COM (2018) 97. s. 7.

[66] Nwete, B. (2007). *Corporate Social Responsibility and Transparency in the Development of Energy and Mining Projects in Emerging Markets; Is Soft Law the Answer?* *German Law Journal*, 8(4), 311–339. s. 330.

[67] Cominetti, M., & Seele, P. (2016). *Hard soft law or soft hard law? A content analysis of CSR guidelines typologized along hybrid legal status*. *Uwf UmweltWirtschaftsForum*, 24(2), 127–140. s. 2.

[68] Taksonomiforordningen. Art. (22).

[69] Finanstilsynet, *Tilsyn med reglerne om bæredygtig finansiering*, https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Information-om-udvalgte-tilsynsomraader/Baeredygtig_finansiering/Tilsyn_Finanstilsynet_Baeredygtig_Finansiering, https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Information-om-udvalgte-tilsynsomraader/Baeredygtig_finansiering

[70] Finanstilsynet (Præsentation) Onlineseminar om bæredygtig finansiering.

https://www.finanstilsynet.dk/Nyheder-og-Presse/Sektornyt/2021/Online_seminar_baeredygtigfinansiering?fbclid=IwAR0GTpOi5zpbvVgMEcWNclRiZ09LljByAs_yK0usmRUDqfUnbbDf65g_7Kk. s. 35.

[71] Se hertil fx kronik af professor Linda Nielsen i Politiken den 1.2.2021 med henvisninger.

[72] Ifølge AMWatch 22.11.2021 anser BlackRocks "head of Nordics" Elisabeth Sterner de nordiske spillere som en meget vigtig region, når det gælder udvikling af bæredygtighedsstrategier. Hun betegner således Norden som en region med "educational opportunity" over for andre regioner.