

# Regulering af bæredygtige investeringer i et kommunikationsperspektiv

af LINE AASTRUP TAGESEN og ANNE SOPHIE JENSEN

*Formålet med denne afhandling er at afdække disclosureforordningens oplysningskrav vedrørende gennemsigtighed i forbindelse med udbud af bæredygtige investeringer, som pålægges finansielle markedsdeltagere. I den forbindelse foretages en retsdogmatisk analyse af disclosureforordningens art. 9 og 10 med henblik på at klarlægge, hvilke oplysninger finansielle markedsdeltagere pålægges at offentliggøre i relation til bæredygtige investeringer. Ydermere undersøges det ved hjælp af en kritisk diskursanalyse, hvordan danske investeringsforeninger, i interimperioden inden detailreguleringens anvendelse, kommunikerer til slutinvestorer. Dette gøres med henblik på at illustrere, hvordan investeringsforeningerne legitimerer sig med udgangspunkt i Theo Van Leeuwen's kategorier 'authorization', 'moral evaluation' og 'rationalization' samt hvilke diskurser, som opstår i forbindelse hermed.*

*Den retsdogmatiske analyse af disclosureforordningens art. 9 og 10 viser, at der er flere udfordringer forbundet med finansielle markedsdeltageres efterlevelse af disclosureforordningens oplysningskrav i interimperioden. Udfordringerne er bl.a. mangel på tilstrækkelige data, tvivl vedrørende bæredygtighedskategorisering af investeringsprodukter samt udskydelse af disclosureforordningens detailregulering. Ydermere viser diskursanalysen med udgangspunkt i Theo Van Leeuwen's rammeverk, at de udvalgte investeringsforeninger særligt legitimerer sig gennem 'authorization' og 'rationalization'. På baggrund heraf identificeres seks forskellige diskurser i form af en compliance-diskurs, moralsk diskurs, ansvarligheds-diskurs, performance-diskurs, forklarende diskurs samt ansvarsfraskrivende diskurs. Herigennem kommer de ovennævnte udfordringer ligeledes til udtryk, da investeringsforeningernes investorkommunikation bærer præg af modstridende diskurser og vage formuleringer.*

*Afhandlingen konkluderer afslutningsvis, at der på nuværende tidspunkt er visse udfordringer forbundet med efterlevelsen af disclosureforordningens oplysningskrav, hvilket bl.a. skyldes detailreguleringens udskydelse. Dette resulterer i en uklar investorkommunikation vedrørende bæredygtighed, hvilket hindrer reguleringens mål om at øge investorbekyttelsen og forbedre oplysninger til slutinvestorer med henblik på at fremme bæredygtig finansiering i EU.*

## Indholdsfortegnelse

<b>1. Introduktion</b> .....	<b>3</b>
1.1. Indledning .....	3
1.2. Problemformulering .....	4
1.3. Afgrænsning .....	5
<b>2. Teori</b> .....	<b>5</b>
2.1. Better regulation .....	6
2.2. CSR, corporate communication, CSR-kommunikation og legitimitet.....	6
2.2.1. CSR.....	6

2.2.2. Corporate communication.....	8
2.2.3. CSR-kommunikation .....	9
2.2.4. Legitimitet.....	9
<b>3. Videnskabsteori og metode .....</b>	<b>10</b>
3.1. Videnskabsteori.....	10
3.2. Metode.....	10
<b>4. Regulering af bæredygtige investeringer.....</b>	<b>12</b>
4.1. <i>The European Green Deal</i> .....	12
4.2. <i>Disclosureforordningen</i> .....	13
4.2.1. Bæredygtige investeringer i henhold til disclosureforordningen .....	15
4.2.2. Disclosureforordningens art. 9.....	15
4.2.3. Disclosureforordningens art. 10.....	20
4.3. <i>Taksonomiforordningen</i> .....	23
4.3.1. Taksonomiforordningens art. 3.....	24
4.3.2. Taksonomiforordningens art. 5.....	24
4.3.3. Taksonomiforordningens art. 9.....	26
4.4. <i>Disclosureforordningens detailregulering</i> .....	27
4.5. <i>Better regulation i relation til disclosureforordningen og taksonomiforordningen</i> .....	30
<b>5. Bæredygtige investeringer i et kommunikationsperspektiv.....</b>	<b>31</b>
5.1. <i>Introduktion til analysemetode</i> .....	31
5.1.1. <i>Dataindsamling</i> .....	31
5.1.2. <i>Analysestrategi</i> .....	32
5.2. <i>Investeringsforeningernes selvlegitimering</i> .....	35
5.2.1. <i>Authorization</i> .....	35
5.2.2. <i>Moral evaluation</i> .....	38
5.2.3. <i>Rationalization</i> .....	40
5.3. <i>Investeringsforeningernes diskurser</i> .....	44
<b>6. Detailreguleringens bidrag til forbedrede oplysninger og investorbeskyttelse .....</b>	<b>46</b>
<b>7. Konklusion .....</b>	<b>49</b>
<b>8. Litteraturliste.....</b>	<b>49</b>
8.1. <i>Artikler og bøger</i> .....	49
8.2. <i>Dokumenter, rapporter og andet</i> .....	52
8.3. <i>Internetkilder</i> .....	54
8.4. <i>Retskilder</i> .....	55

## Abstract

In recent years, there has been an increased focus on sustainability and the green transition within the European Union, which has resulted in an action plan for financing sustainable growth. This has led to the adoption of various regulations, including the Sustainable Finance Disclosure Regulation (EU) 2019/2088 and the Taxonomy Regulation (EU) 2020/852. The Sustainable Finance Disclosure Regulation has applied from 10<sup>th</sup> March 2021 and imposes upon financial market participants and financial advisers several obligations in relation to sustainability-related disclosures. The term ‘sustainable’ investment is defined by the regulation,

and this affects whether a financial product can be offered and marketed as a sustainable investment after art. 9 of the Sustainable Finance Disclosure Regulation. The purpose of the regulation is to strengthen investor protection and improve disclosures to enable end investors to make informed investment decisions which is expected to reduce the risk of greenwashing in the financial sector. To specify the methodologies, content and presentation of the information given under the Sustainable Finance Disclosure Regulation, delegated regulation with regulatory technical standards is being developed. Due to the complexity of these, the application date has been postponed to 1<sup>st</sup> January 2023 leaving financial market participants and financial advisers in a challenging situation when communicating information under the Sustainable Finance Disclosure Regulation to end investors.

Overall, the contribution of this thesis is twofold. Initially, it examines the disclosure requirements in art. 9 and 10 of the Sustainable Finance Disclosure Regulation regarding transparency in relation to sustainable investments. Secondly, it analyses Danish investment associations' investor communication to illustrate their legitimation and the discourses that arise when complying with unspecified regulation in the interim period.

A legal dogmatic analysis of art. 9 and 10 shows that there are several challenges for the financial markets participants when complying with these disclosure requirements. The challenges include i.a. doubts regarding the categorization of financial products, lack of sufficient data and the postponement of the delegated regulation, which increases the risk of greenwashing in relation to sustainable investments. Afterwards, a critical discourse analysis of the investment associations' investor communication regarding their art. 9 funds is conducted. First, the legitimation of the investment associations is examined on the basis on Theo Van Leeuwen's legitimation categories 'authorization', 'moral evaluation' and 'rationalization', which illustrates that they especially legitimize themselves through 'authorization' and 'rationalization'. Secondly, six different discourses are identified, including a compliance discourse, moral discourse, responsibility discourse, performance discourse, explanatory discourse, and a disclaimer discourse. The critical discourse analysis shows that several of the discourses was conflicting and that the investment associations used several vague phrases when communication about their art. 9 funds to end investors. This indicates that financial markets participants are unsure of how to disclose the required information regarding their art. 9 funds when the delegated regulation does not yet apply. This uncertainty hinders the Sustainable Finance Disclosure Regulation's objective of strengthen investor protection and improve disclosures to end investors, which poses as a challenge for EU's ambition regarding sustainable finance.

## 1. Introduktion

### 1.1. Indledning

I 2018 iværksatte Europa-Kommissionen en handlingsplan for finansiering af bæredygtig vækst<sup>1</sup> med en målsætning om en grøn og mere bæredygtig europæisk økonomi.<sup>2</sup> Dette har placeret bæredygtig finansiering højt på den reguleringsmæssige dagsorden, hvorfor den europæiske finansielle sektor de seneste år har været genstand for adskillig ny regulering.<sup>3</sup> Som en

---

<sup>1</sup> Europa-Kommissionen, Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Det Europæiske Råd, Rådet, Den Europæiske Centralbank, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget, *Handlingsplan for finansiering af bæredygtig vækst*, Bruxelles d. 08/03/2018, COM(2018), 97 final.

<sup>2</sup> Europa-Kommissionen, COM(2018), 97 final, s. 1.

<sup>3</sup> Busch, Ferrarini & Grünewald, *Sustainable Finance in Europe – Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets* (2021), s. 329 og 330.

del heraf blev forordning (EU) 2019/2088<sup>4</sup> og forordning (EU) 2020/852<sup>5</sup> vedtaget, og forordningerne indeholder harmoniserede regelsæt om henholdsvis bæredygtighedsrelaterede oplysninger i den finansielle sektor samt et klassificeringssystem vedrørende miljømæssig bæredygtighed. Formålet med forordningerne er øge gennemsigtigheden for slutinvestorer og dermed hindre 'greenwashing'<sup>6</sup> i den finansielle sektor.<sup>7</sup> Som supplement til disclosureforordningen vedtages detailregulering, som indeholder reguleringsmæssige tekniske standarder (RTS'er), der specificerer indholdet, metoderne og præsentationen af forordningens oplysningskrav. Denne har været genstand for flere udskydelser, hvilket har udfordret efterlevelsen af disclosureforordningens oplysningskrav i den finansielle sektor.<sup>8</sup> Den forventede anvendelsesdato for RTS'erne er den 1. januar 2023, hvorfor finansielle markedsdeltagere og finansielle rådgivere på nuværende tidspunkt befinder sig i en interim periode, hvor der mangler specificeringer vedrørende den regulatoriske ramme.<sup>9</sup> Som følge heraf er flere finansielle markedsdeltagere tilbageholdende med at udbyde bæredygtige investeringer i form af art. 9-fonde efter disclosureforordningen, da de ikke vil beskyldes for 'greenwashing' i relation til deres investeringsprodukter.<sup>10</sup>

På baggrund heraf finder vi det aktuelt og relevant at undersøge disclosureforordningens oplysningskrav for bæredygtige investeringer i form af art. 9-fonde samt hvilke eventuelle problematikker udskydelsen af forordningens detailregulering medfører. Samtidig er det interessant at undersøge, hvordan udbydere af art. 9-fonde i interim perioden kommunikerer i henhold til disclosureforordningen i mangel af specificeringer hertil.

## 1.2. Problemformulering

*Med udgangspunkt i disclosureforordningens art. 9 og 10 om gennemsigtighed i forbindelse med bæredygtige investeringer, vil vi ved brug af den retsdogmatiske metode analysere de nye oplysningskrav for finansielle produkter. Ydermere vil vi ved brug af en kritisk diskursanalyse undersøge, hvilke diskurser danske investeringsforeninger trækker på i deres investorkommunikation ud fra et legitimeringsperspektiv. I den forbindelse tages der udgangspunkt i udvalgte danske investeringsforeninger, som udbyder art. 9-fonde.*

*Formålet med afhandlingen er at afdække disclosureforordningens oplysningskrav til udbydere af art. 9-fonde samt i et kommunikationsperspektiv at undersøge, hvordan danske investeringsforeninger efterlever disse i interim perioden inden detailreguleringen finder anvendelse.*

---

<sup>4</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2019/2088 af 27. november 2019 om bæredygtighedsrelaterede oplysninger i sektoren for finansielle tjenesteydelser, EUT L 317. Benævnes herefter som 'disclosureforordningen'.

<sup>5</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2020/852 af 18. juni 2020 om fastlæggelse af en ramme til fremme af bæredygtige investeringer og om ændring af forordning (EU) 2019/2088, EUT L 198. Benævnes herefter som 'taksonomiforordningen'.

<sup>6</sup> I henhold til taksonomiforordningen defineres 'greenwashing' som "den praksis, der består i at opnå en urimelig konkurrencefordel ved at markedsføre et finansielt produkt som miljøvenligt, selvom det i virkeligheden ikke opfylder grundlæggende miljøstandarder", jf. taksonomiforordningens betragtning 11.

<sup>7</sup> Brühl, *Green Financial Products in the EU – a critical review of status quo* (2022), s. 1.

<sup>8</sup> Conlon & O'Shea, *Challenges for asset managers complying with SFDR and EU Taxonomy Regulations* (2021), s. 2.

<sup>9</sup> European Commission, *Subject: Information regarding regulatory technical standards under the Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088*, Brussels, FISMA.C.4/LB/mp(2021)8147227, Ref. Ares(2021)7263490 (25/11/2021), s. 1.

<sup>10</sup> Sarah Ophelia Møss (2021), *Sarah Ophelia Møss: Slut med tvivl om bæredygtige fonde*, Euroinvestor [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt d. 26. maj 2022).

Til besvarelse af problemformuleringen vil afhandlingen afklare følgende forskningsspørgsmål:

- *Hvad er baggrunden for det stigende fokus på bæredygtig finansiering i EU?*
- *Hvad indebærer disclosureforordningens oplysningskrav vedrørende bæredygtige investeringer, og hvilke forpligtelser pålægges finansielle markedsdeltagere i den forbindelse?*
- *Hvad indebærer taksonomiforordningens definition af miljømæssig bæredygtighed, og hvilke krav pålægges udbydere af art. 9-fonde i den forbindelse?*
- *Hvordan legitimerer danske investeringsforeninger sig, når de kommunikerer i henhold til disclosureforordningens art. 9 og 10, og hvilke diskurser opstår i forbindelse hermed?*
- *Hvordan vil disclosureforordningens detailregulering bidrage til forordningens mål om øget investorbeskyttelse og forbedrede oplysninger til slutinvestorer?*

### 1.3. Afgrænsning

Disclosureforordningen indeholder adskillige oplysningskrav til både finansielle markedsdeltagere og finansielle rådgivere på virksomhedsniveau og produktniveau, hvorfor der er foretaget en række afgrænsninger i den forbindelse. I afhandlingen behandler vi udelukkende oplysningskrav på produktniveau, og som følge heraf inddrager vi ikke de oplysningskrav, som finansielle markedsdeltagere og finansielle rådgivere pålægges på virksomhedsniveau. Vi har valgt udelukkende at fokusere på investeringsfonde herunder investeringsforeningers aktiefonde, og andre typer af finansielle markedsdeltagere og finansielle produkter, såsom pensionsprodukter, vil derfor ikke blive behandlet i afhandlingen. Afhandlingens omdrejningspunkt er art. 9-fonde, dvs. fonde som har bæredygtig investering som sit mål i henhold til disclosureforordningens art. 9, stk. 1, og fonde, der klassificeres under forordningens art. 6 og 8, vil derfor ikke blive behandlet i afhandlingen. I forlængelse af vores retsdogmatiske analyse inddrages udvalgte bestemmelser i taksonomiforordningen i form af art. 3, 5 og 9, da disse supplerer og er relevante for oplysningsforpligtelserne i disclosureforordningens art. 9.

Vi har afgrænset vores kritiske diskursanalyse af investorkommunikationen til udelukkende at omhandle danske investeringsforeninger med henblik på undgå fortolkningsfejl som følge af et flersproget analysegrundlag. Vi anvender derfor udelukkende danske prospekter som empiri i afhandlingen, hvilke udgør vores primære data i form af investeringsforeningernes kommunikation til slutinvestorer.

## 2. Teori

I dette afsnit præsenteres de teorier, som danner grundlag for afhandlingen. Som ramme for den juridiske analyse anvendes 'better regulation', som er en politisk indsats fra EU med det overordnede formål at forbedre EU-regulering.<sup>11</sup> I relation til analysen af investorkommunikationen anvendes corporate communication som det hovedteoretiske felt, og i den forbindelse inddrages teori vedrørende corporate social responsibility<sup>12</sup>, CSR-kommunikation samt legitimitet.

---

<sup>11</sup> Europa-Kommissionen, Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget, *Bedre regulering: sammen om bedre lovgivning*, Bruxelles. d. 29/04/2021, COM(2021), 219 final, s. 7.

<sup>12</sup> Corporate social responsibility omtales herefter 'CSR'.

## 2.1. Better regulation

EU-dagsordenen for 'better regulation' anvendes som en rammesætning for den retsdogmatiske analyse, da reguleringstilgangen har dannet grundlag for udarbejdelsen af både disclosureforordningen og taksonomiforordningen.<sup>13</sup> 'Better regulation' er en af de mest avancerede reguleringstilgange i verden, da den vurderer både økonomiske, miljømæssige og sociale indvirkninger af politiske tiltag.<sup>14</sup> Formålet med dagsordenen er at sikre bedre EU-regulering, og derved øge fordelene for borgere, erhvervslivet og samfundet ved at minimere bureaukrati og mindske omkostninger.<sup>15</sup> Der er fastsat tre mål for dagsordenen herunder, at EU-tiltag skal være evidensbaserede, enklere og bedre, og at stakeholders skal inddrages i beslutningsprocessen.<sup>16</sup> For at imødekomme det sidste mål, vil Kommissionen øge gennemsigtigheden og forbedre adgangen til den dokumentation, som ligger til grund for lovgivningsforslagene, så det er muligt for stakeholders at deltage aktivt i beslutningsprocesserne.<sup>17</sup> 'Better regulation' er en fælles dagsorden, og det er derfor både EU-institutionernes og medlemsstaternes ansvar, at målene opnås.<sup>18</sup> Kommissionen vil løbende evaluere og forbedre EU-reguleringen med fokus på at opnå resultater inden for de områder, hvor de er vigtigst, og forbedringerne skal sikre, at EU-lovgivningen altid er egnet til formålet og fremtidens behov. Der er dertil udarbejdet en værktøjskasse og nogle retningslinjer, som skal anvendes af Kommissionens afdelinger, når de udarbejder og evaluerer EU-lovgivning, så der sikres kvalitet i arbejdet hermed.<sup>19</sup> Retningslinjerne udgør derfor obligatoriske krav, som skal iagttages i hvert led af lovgivningsprocessen. Visse elementer i værktøjskassen er obligatoriske, hvorimod den resterende del kan anvendes vejledende.<sup>20</sup> Gennem øget brug af proportionalitets- og nærhedsprincippet sikres ligeledes kvalitet i arbejdet med lovgivningsprocesser, så der kun handles, hvis det er nødvendigt, fordelagtigt, og tiltagene ikke går videre end nødvendigt, jf. TEU<sup>21</sup>, art. 5, stk. 3 og 4.<sup>22</sup> Dagsordenen er en løbende proces, som Kommissionen følger op på for at sikre, at der opnås de ønskede resultater, hvorfor eksisterende tiltag vil blive videreudviklet, og nye vil blive etableret.<sup>23</sup>

## 2.2. CSR, corporate communication, CSR-kommunikation og legitimitet

### 2.2.1. CSR

CSR er et dynamisk begreb, der overlapper med andre begreber, som vedrører forholdet mellem virksomheder og samfundet.<sup>24</sup> Der findes adskillige definitioner på CSR, som på dansk kan oversættes til virksomheders samfundsmæssige ansvar ud fra en betragtning om, at sam-

---

<sup>13</sup> European Risk Forum (ERF), *The European Green Deal and Better Regulation: highlights note 13* (2020), s. 1.

<sup>14</sup> Europa-Kommissionen, COM(2021), 219 final, s. 1.

<sup>15</sup> Europa-Kommissionen, COM(2021), 219 final, s. 7.

<sup>16</sup> Europa-Kommissionen (udateret), *Bedre regulering: hvorfor og hvordan?* [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt d. 10. marts 2022).

<sup>17</sup> Europa-Kommissionen, COM(2021), 219 final, s. 6.

<sup>18</sup> Europa-Kommissionen, COM(2021), 219 final, s. 1.

<sup>19</sup> Europa-Kommissionen (udateret), *Bedre regulering: hvorfor og hvordan?* [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt d. 10. marts 2022).

<sup>20</sup> European Commission, *Better Regulation Toolbox* (2021), s. 9.

<sup>21</sup> Konsolideret udgave af traktaten om Den Europæiske Union, 26/10/2012, EUT C 326.

<sup>22</sup> Europa-Kommissionen (udateret), *Bedre regulering: hvorfor og hvordan?* [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt d. 10. marts 2022).

<sup>23</sup> Europa-Kommissionen, COM(2021), 219 final, s. 20.

<sup>24</sup> Matten & Moon, "Implicit" and "explicit" CSR: a conceptual framework for a comparative understanding of corporate social responsibility (2008), s. 405.

fundsmæssig ansvarlighed er et socialt fænomen, som er skabt gennem involveringen af virksomheders stakeholders.<sup>25</sup> Definitionerne afhænger af den underliggende betydning samt tilgangen til CSR, og det samfundsmæssige ansvar skal derfor ses i sammenhæng med de aktuelle samfundsmæssige problemstillinger og den konkrete situation, som virksomheder befinder sig i.<sup>26</sup> Archie B. Carroll definerer CSR-begrebet ud fra fire komponenter, der tilsammen udgør virksomheders samfundsmæssige ansvar. De fire komponenter består af et økonomisk, juridisk, etisk og filantropisk ansvar, som Carroll opstiller i en pyramide ud fra deres grundlæggende betydning for det samfundsmæssige ansvar.<sup>27</sup> Carrolls CSR-pyramide bygger på en forudsætning om, at virksomheder er økonomiske aktører med profit for øje. Dette placerer det økonomiske ansvar som pyramidens fundament, hvilket de tre øvrige ansvarsområder skal ses i sammenhæng med.<sup>28</sup> Pyramiden er senere blevet videreudviklet til en tredimensionel model bestående af en økonomisk, juridisk og etisk komponent, hvor disse overlapper indbyrdes og er tillagt samme betydning.<sup>29</sup> Ud fra et normativt perspektiv skal virksomheder forsøge at placere sig i modellens midte, hvor de tre komponenter overlapper for at skabe balance mellem disse.<sup>30</sup> Europa-Kommissionen foretager ligeledes en definition af CSR som ”*virksomhedernes ansvar for deres indflydelse på samfundet*”.<sup>31</sup> Kommissionen beskriver i den forbindelse, at det er en forudsætning for at leve op til dette ansvar, at virksomheder overholder gældende lovgivning og har en strategi, hvor miljømæssige, sociale og etiske aspekter indtænkes.<sup>32</sup> Med henblik på at sikre en ensartet forståelse af CSR-begrebet, anvendes Europa-Kommissionens definition heraf som grundlag for afhandlingen.

CSR har fået fortsat større betydning i samfundet, og det er ikke længere et spørgsmål om, *hvorvidt* virksomheder skal implementere CSR-tiltag, men et spørgsmål om *hvordan*. I den forbindelse er det ikke længere tilstrækkeligt at leve op til gældende regulering, da det ligeledes forventes, at virksomheder imødekommer forventningerne fra deres stakeholders.<sup>33</sup> Michael E. Porter og Mark R. Kramer identificerer overordnet fire argumenter for implementering af CSR, hvilke er: moralske forpligtelser, bæredygtighed, license to operate og omdømme.<sup>34</sup> Argumentet vedrørende moralske forpligtelser er, at virksomhederne har en pligt til at være ansvarlige aktører og ”gøre det rigtige”. Bæredygtighedsargumentet fokuserer på forvaltning, herunder ansvarlig planlægning og håndtering af ressourcer inden for samfund og miljø.<sup>35</sup> I den forbindelse har den daværende norske statsminister Gro Harlem Brundtland defineret bæredygtig udvikling som ”*meeting the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs*”, hvilket er en anerkendt definition i relation til bæredygtighed.<sup>36</sup> License to operate er en accept fra virksomheders stakeholders, som virksomheder er afhængige af for at kunne operere på markedet. Denne accept kan opnås gennem legitimitet,

<sup>25</sup> Borglund et al, *CSR and sustainable business* (2021), s. 62.

<sup>26</sup> Norlyk, *Corporate communication – et tværfagligt perspektiv* (2016), s. 102.

<sup>27</sup> Carroll, *The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders* (1991), s. 40.

<sup>28</sup> Norlyk (2016), s. 101.

<sup>29</sup> Carroll & Schwartz, *Corporate social responsibility: A three-domain approach* (2003), s. 508.

<sup>30</sup> Carroll & Schwartz (2003), s. 519.

<sup>31</sup> Europa-Kommissionen, Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget, *En ny EU-strategi 2011-2014 for virksomhedernes sociale ansvar*, Bruxelles d. 25/10/2011, KOM(2011), 681 endelig, s. 7.

<sup>32</sup> Europa-Kommissionen, KOM(2011), 681 endelig, s. 7.

<sup>33</sup> Borglund et al (2021), s. 32 og 33.

<sup>34</sup> Porter & Kramer, *Strategy & Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility* (2006), s. 81.

<sup>35</sup> Porter & Kramer (2006), s. 81.

<sup>36</sup> Porter & Kramer (2006), s. 81.

som virksomheder bl.a. kan opnå ved at implementere diverse CSR-tiltag, og på den måde imødekomme forventningerne fra deres stakeholders.<sup>37</sup> Det sidste argument vedrørende omdømme omhandler gennemførelse af CSR-tiltag med henblik på at forbedre virksomheders image og styrke deres brand.<sup>38</sup> CSR kan derved bruges som et strategisk ledelsesværktøj til at styrke virksomheders dialog med deres stakeholders, og i den forbindelse sætte fokus på ledelsens evne til at skabe sammenhæng i virksomheders samlede kommunikation.<sup>39</sup>

### 2.2.2. Corporate communication

Der er i dag en udbredt overbevisning om, at virksomheders succes i høj grad afhænger af, hvordan de opfattes af deres stakeholders. Begrebet 'stakeholders' er defineret af Edward Freeman som "*any group or individual who can affect or is affected by the achievement of the organization's purpose and objectives*", hvilket bl.a. kan være medarbejdere, forbrugere og investorer.<sup>40</sup> En måde hvorpå virksomheder kan imødekomme deres stakeholders er ved at skabe, vedligeholde og beskytte deres omdømme, hvilket er omdrejningspunktet for corporate communication.<sup>41</sup>

Der er overordnet set to tilgange til virksomheders kommunikation. Den ene tilgang anser kommunikationen som værende overvejende operationel med fokus på specifikke kommunikative aktiviteter, hvorimod den anden og mere udbredte tilgang ser kommunikationen som strategisk, hvor fokus er at sikre en sammenhæng i virksomheders aktiviteter, så identitet og værdier kommer til udtryk i deres handlinger og i relationen til både interne og eksterne stakeholders. Omdrejningspunktet i sidstnævnte tilgang er at inddrage relationerne til samtlige stakeholders i virksomhedernes grundlæggende mål og strategier.<sup>42</sup>

Som begreb omfatter corporate communication adskillige kommunikationsaktiviteter og kan defineres som "*bevidst og integreret stakeholderkommunikation af virksomhedens værdier og identitet*".<sup>43</sup> Formålet med corporate communication er, at virksomheder sikrer en entydig og sammenhængende kommunikation til både interne og eksterne stakeholders.<sup>44</sup> Dette kan dog være vanskeligt, idet kommunikationen er dynamisk, omverdenen er i konstant forandring og virksomhedernes stakeholders består ofte af modsætninger og forskelligheder. Virksomheder skal derfor navigere flere dilemmaer, når de tilrettelægger deres kommunikation.<sup>45</sup> Dette skal ses i sammenhæng med, at corporate communication fokuserer på virksomheder som helhed, og det er i den forbindelse essentielt for disse at skabe et godt omdømme hos samtlige stakeholders, så de agerer på en måde, der bidrager til virksomhedernes succes.<sup>46</sup> Corporate communication skaber dermed et rammeværk for effektiv koordination af alt intern og ekstern kommunikation med det formål at skabe og vedligeholde et godt omdømme hos de stakeholders, som virksomheder er afhængige af.<sup>47</sup> En måde hvorpå virksomheder kan forbedre deres omdømme er at kommunikere til deres stakeholders, hvordan de tager ansvar, herunder hvilken CSR-strategi de følger. Dette skal ses i sammenhæng med de øgede krav, som virksomheders stakeholders stiller til kommunikationen, der forventes at være gennemsigtig og troværdig.

---

<sup>37</sup> Borglund et al (2021), s. 36 og 37.

<sup>38</sup> Porter & Kramer (2006), s. 82.

<sup>39</sup> Norlyk (2016), s. 111.

<sup>40</sup> Cornelissen, *Corporate communication: A Guide to Theory & Practice* (2017), s. 64.

<sup>41</sup> Cornelissen (2017), s. 3.

<sup>42</sup> Norlyk (2016), s. 9.

<sup>43</sup> Norlyk (2016), s. 10.

<sup>44</sup> Norlyk (2016), s. 97.

<sup>45</sup> Norlyk (2016), s. 25.

<sup>46</sup> Cornelissen (2017), s. 8 og 10.

<sup>47</sup> Cornelissen (2017), s. 5.



Som følge heraf har virksomheder gennem de seneste årtier i høj grad øget deres CSR-kommunikation, hvilken kan være essentiel for deres omdømme.<sup>48</sup>

### 2.2.3. CSR-kommunikation

CSR-kommunikation kan beskrives som enhver form for corporate communication, der vedrører virksomheders CSR-tiltag eller CSR-relaterede aktiviteter.<sup>49</sup> En af de væsentligste udfordringer for virksomheders CSR-kommunikation er at minimere den skepsis, der kan opstå hos deres stakeholders, når de i stor grad promoverer deres CSR-aktiviteter.<sup>50</sup> Dette stiller virksomhederne i et dilemma, da de skal leve op til stakeholderernes forventninger om øget kommunikation, men samtidig viser flere studier, at for meget kommunikation kan medføre negative konsekvenser for virksomhederne.<sup>51</sup> I den forbindelse kan virksomheder risikere at fremstå utroværdige, f.eks. hvis deres tilgang til CSR ikke stemmer overens med deres identitet.<sup>52</sup> Det er derfor essentielt, at virksomheders CSR-kommunikation fremstår troværdig og gennemsigtig, så der ikke skabes tvivl blandt deres stakeholders. Ydermere kan denne form for kommunikation anvendes til at skabe positive opfattelser af virksomhederne og fungere som et værktøj til at understøtte deres argumenter for CSR.<sup>53</sup> Dette skal ses i sammenhæng med, at virksomheders CSR-aktiviteter og kommunikation herom kan bidrage til at skabe legitimitet.<sup>54</sup>

### 2.2.4. Legitimitet

Begrebet 'legitimitet' defineres af Mark C. Suchman som "*a generalized perception or assumption that the actions of an entity are desirable, proper, or appropriate within some socially constructed system of norms, values, belief, and definitions*".<sup>55</sup> Det er essentielt for alle virksomheder at opnå legitimitet, da denne konstituerer deres 'license to operate', som dækker over en tillidserklæring fra deres stakeholders. En license to operate er derfor afgørende for virksomhedernes fremtidige overlevelse på markedet.<sup>56</sup> Legitimitet opnås gennem en proces, hvor virksomheder legitimerer sig selv og deres handlinger, hvilket dækker over "*the process whereby an organization justifies to a peer or superordinate system its right to exist*".<sup>57</sup> Endvidere definerer Berger og Luckmann legitimering som en "*process of 'explaining' and justifying*".<sup>58</sup> En virksomheds legitimeringsproces består derfor i at forklare og retfærdiggøre dens handlinger over for sine stakeholders. Legitimitet kan opnås både gennem virksomhedens egen legitimeringsproces, men også gennem andre virksomheders handlinger, som påvirker værdier og normer i samfundet. Som følge heraf lægger nye og forandrede værdier og normer blandt stakeholders et pres på virksomheder til at udvikle deres legitimering.<sup>59</sup> Da normer og

---

<sup>48</sup> Borglund et al (2021), s. 377.

<sup>49</sup> Morsing, *Corporate social responsibility as strategic auto-communication: on the role of external stakeholders for member identification* (2006), s. 171.

<sup>50</sup> Du, Bhattacharya og Sen, *Maximizing Business Returns to Corporate Social Responsibility (CSR): The Role of CSR Communication* (2010), s. 9.

<sup>51</sup> Viererbl & Koch, *The paradoxical effects of communication CSR activities: Why CSR communication has both positive and negative effects on the perception of a company's social responsibility* (2022), s. 2.

<sup>52</sup> Borglund et al (2021), s. 395.

<sup>53</sup> Viererbl & Koch (2022), s. 2.

<sup>54</sup> Borglund et al (2021), s. 175.

<sup>55</sup> Suchman, *Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches* (1995), s. 574.

<sup>56</sup> Borglund et al (2021), s. 36.

<sup>57</sup> Dowling & Pfeffer, *Organizational Legitimacy: Social Values and Organization Behavior* (1975), s. 123.

<sup>58</sup> Berger & Luckmann, *The Social Construction of Reality: A Treatise in the Sociology of Knowledge* (1966), s. 111.

<sup>59</sup> Dowling & Pfeffer (1975), s. 125.

værdier blandt stakeholders er dynamiske, må virksomheder i takt hermed forsøge at tilpasse sig disse, hvorfor det er nødvendigt, at de løbende vedligeholder deres legitimitet.<sup>60</sup>

Der er adskillige måder, hvorpå virksomheder kan legitimere sig selv, og i den forbindelse spiller sproget en væsentlig rolle.<sup>61</sup> Virksomheder kan derfor gennem kommunikation til deres stakeholders skabe og bevare legitimitet. Som beskrevet ovenfor kan virksomheder bl.a. anvende deres CSR-kommunikation som et strategisk værktøj til at skabe positive opfattelser vedrørende deres aktiviteter som et led i deres selvlegitimering.<sup>62</sup> Det kan dog udfordre virksomheders legitimitet, hvis deres stakeholders har forskellige forventninger, som ikke stemmer overens.<sup>63</sup> Ydermere kan det udfordre virksomheders legitimitet, hvis de skal kommunikere til deres stakeholders om emner, der er præget af usikkerhed. Dette er særligt en udfordring for virksomheder, hvis legitimitet i forvejen er under pres. Et eksempel herpå er virksomheder i den finansielle sektor, hvis troværdighed har lidt skade som følge af bl.a. finanskrisen og lignende samfundsmæssige kriser.<sup>64</sup> I sådanne situationer er det afgørende, at disse forsøger at skabe positive opfattelser omkring deres aktiviteter for at bevare deres legitimitet, så de fremadrettet beholder deres 'license to operate'.

### 3. Videnskabsteori og metode

#### 3.1. Videnskabsteori

Der redegøres i dette afsnit for vores videnskabsteoretiske ståsteder samt for de metoder, som benyttes i afhandlingen. Da afhandlingen er tværfaglig, anvendes forskellige videnskabsteoretiske traditioner.

I den juridiske del af afhandlingen anvendes retspositivisme som vores videnskabsteoretiske tilgang, og denne fokuserer på en teksttro opfattelse af gældende ret.<sup>65</sup> Retspositivismen anskuer retten med udgangspunkt i, hvad den er, og dermed ikke hvad den bør være, hvorfor denne retsteori adskiller moral og ret. Dette bevirker, at retten gælder og skal overholdes uanset om denne strider mod etik og moral.<sup>66</sup> I afhandlingens kommunikative del anvendes socialkonstruktivisme som videnskabsteoretisk tilgang. Inden for denne tilgang betragtes mennesker som sociale aktører, der sammen skaber mening og virkeligheder, hvorfor verden anses som en socialt konstrueret virkelighed.<sup>67</sup> Denne virkelighed er konstrueret af indbyrdes forbundne kommunikationsmønstre samt komplekse og organiserede handlingsmønstre.<sup>68</sup>

Da vi anvender to forskellige videnskabsteoretiske tilgange i afhandlingen, positionerer vi os således, at regulering defineres objektivt, selvom dette strider imod den socialkonstruktivistiske tilgang, hvor virkeligheden konstrueres ud fra subjektive opfattelser.

#### 3.2. Metode

Afhandlingen tager udgangspunkt i EU-regulering, som har forrang for national ret.<sup>69</sup> Retsgrundlaget i afhandlingen udgør forordninger, og disse er umiddelbart anvendelige i samtlige

---

<sup>60</sup> Dowling & Pfeffer (1975), s. 126.

<sup>61</sup> Van Leeuwen, *Legitimation in discourse and communication* (2007), s. 91.

<sup>62</sup> Borglund et al (2021), s. 175.

<sup>63</sup> Borglund et al (2021), s. 250.

<sup>64</sup> Borglund et al (2021), s. 39.

<sup>65</sup> Hansen & Werlauff, *Den juridiske metode – en introduktion* (2013), s. 19.

<sup>66</sup> Tvarnø & Nielsen, *Retskilder og retsteori* (2014), s. 389.

<sup>67</sup> Saunders, Lewis & Thornhill, *Research Methods for Business Students* (2016), s. 130.

<sup>68</sup> Eriksson & Kovalainen, *Qualitative methods in business research* (2016), s. 21.

<sup>69</sup> Tvarnø & Nielsen (2014), s. 148.

EU-medlemsstater og er dermed bindende for alle borgere og virksomheder.<sup>70</sup> Som følge heraf vil der ikke blive inddraget national lovgivning i afhandlingen.

Den juridiske del af afhandlingen udarbejdes på baggrund af en retsdogmatisk metode, hvor formålet er at beskrive, analysere og fortolke gældende ret.<sup>71</sup> Der foretages en retsdogmatisk analyse af disclosureforordningens art. 9 og 10, som omhandler gennemsigtighed i forbindelse med bæredygtige investeringer. Som en del heraf beskrives og analyseres de oplysningskrav, som finansielle markedsdeltagere pålægges ved udbud af bæredygtige investeringer, og i forbindelse hermed inddrages kritiske refleksioner. I den retsdogmatiske analyse af bestemmelserne anvendes den konsoliderede udgave af disclosureforordningen<sup>72</sup>, hvorimod den oprindelige retsakt benyttes ved inddragelse af disclosureforordningens betragtninger, da disse ikke fremgår af den konsoliderede udgave. Der inddrages ydermere udvalgte bestemmelser fra taksonomiforordningen af relevans for disclosureforordningens oplysningskrav med henblik på at understøtte den retsdogmatiske analyse.

På baggrund af vores retsdogmatiske analyse af disclosureforordningens oplysningskrav analyseres danske investeringsforeningers efterlevelse heraf i et kommunikationsperspektiv. Denne del af afhandlingen udarbejdes gennem brug af en kvalitativ metode, som fokuserer på fortolkning og forståelse.<sup>73</sup> Formålet med analysen er at undersøge, hvordan danske investeringsforeninger legitimerer sig gennem de oplysninger, der skal gives til slutinvestorer efter disclosureforordningens art. 9 og 10 i interim perioden inden kravene hertil specificeres. Dette vil blive analyseret ved brug af en diskursanalyse, der er en analysemetode inden for det kvalitative felt, som fokuserer på sociale interaktioner, der kommer til udtryk gennem sprog.<sup>74</sup> I den forbindelse beskriver begrebet 'diskurs', hvordan sprog kan anvendes til at skabe en social virkelighed. Ved diskursanalyse undersøges det derfor, hvordan diskurser gennem skabelsen af meninger og opfattelser konstituerer social virkelighed og sociale relationer.<sup>75</sup> Denne form for kvalitativ metode kan derfor bruges til at belyse kommunikationens bagvedliggende logik, og hvordan denne bruges som et strategisk værktøj til at påvirke og udfordre opfattelser hos stakeholders.<sup>76</sup> Der er flere forskellige former for diskursanalyse, og vi tager udgangspunkt i den kritiske diskursanalyse. Denne form for diskursanalyse undersøger forholdet mellem diskurser og andre objekter i verden herunder magtrelationer, hvor diskurserne anses for at være betinget eller påvirket af den sociale virkelighed.<sup>77</sup> Fokus er på, hvordan disse skjulte magtdemonstrationer kommer til udtryk i tekst og tale.<sup>78</sup> Formålet er hermed at klarlægge og synliggøre disse.<sup>79</sup> Vi gør brug af denne form for diskursanalyse, da vores datamateriale udspringer af lovkrav, hvori der ligger betydelig magt.

Vores kritiske diskursanalyse vil bestå i at kode, analysere og identificere diskurser ud fra et legitimeringsperspektiv med udgangspunkt i danske investeringsforeningers investorkommunikation. Vi arbejder abduktivt, da vi både arbejder deduktivt med en top-down tilgang samt

---

<sup>70</sup> Tvarnø & Nielsen (2014), s. 141.

<sup>71</sup> Munk-Hansen, *Retsvidenskabsteori* (2014), s. 202.

<sup>72</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2019/2088 af 27. november 2019 om bæredygtighedsrelaterede oplysninger i sektoren for finansielle tjenesteydelser, konsolideret udgave [12/07/2020].

<sup>73</sup> Eriksson & Kovalainen (2016), s. 4.

<sup>74</sup> Eriksson & Kovalainen (2016), s. 232.

<sup>75</sup> Saunders, Lewis & Thornhill (2016), s. 604.

<sup>76</sup> Daymon & Holloway, *Qualitative Research Methods in Public Relations and Marketing Communications* (2011), s. 177.

<sup>77</sup> Saunders, Lewis & Thornhill (2016), s. 607.

<sup>78</sup> Eriksson & Kovalainen (2016), s. 239 og 240.

<sup>79</sup> Wodak, *Complex texts: Analysing, understanding, explaining and interpreting meanings* (2011), s. 626.

induktivt med en bottom-up tilgang.<sup>80</sup> Vi arbejder deduktivt, idet vi anvender tre legitimeringskategorier fra professor Theo Van Leeuwens rammeværk<sup>81</sup> som udgangspunkt for kodning af vores datamateriale. Dette gøres med henblik på at analysere, hvordan danske investeringsforeninger i kommunikationen til slutinvestorer legitimerer sig. Ydermere arbejder vi induktivt, da vi baggrund heraf identificerer, hvilke diskurser disse trækker på i deres investorkommunikation.

## 4. Regulering af bæredygtige investeringer

### 4.1. The European Green Deal

Nutidens samfund står over for en række klima- og miljøudfordringer, som udgør en ressourcemeæssig trussel for fremtidige generationer. Med henblik på at imødekomme disse udfordringer har Europa-Kommissionen den 11. december 2019 iværksat 'The European Green Deal'<sup>82</sup>, som skal bidrage til gennemførelse af FN's 2030-dagsorden og målene for bæredygtig udvikling.<sup>83</sup> Vækststrategien har til formål "*at omstille EU til et retfærdigt og velstående samfund med en moderne, ressourceeffektiv og konkurrencedygtig økonomi, hvor der i 2050 ikke længere er nogen nettoemissioner af drivhusgasser, og hvor den økonomiske vækst er afkoblet ressourceanvendelsen*".<sup>84</sup> 'TEGD' har fokus på at gøre nutidens samfund mere velstående og retfærdigt med fokus på fremtidige generationers muligheder.<sup>85</sup> Med 'TEGD' skabes en målsætning om at gøre Europa til det første klimaneutrale kontinent i verden, øge EU-borgernes livskvalitet og sundhed, beskytte naturens ressourcer og skabe økonomisk vækst.<sup>86</sup> Ledende næstformand for EU-Kommissionen, Frans Timmermans, udtaler i den forbindelse, at "*den europæiske grønne pagt er en mulighed for at omdanne vores økonomiske model og sikre øget sundhed og trivsel for vores borgere. Vores plan indeholder initiativer til at mindske emissionerne, opnå et renere miljø, skabe nye økonomiske muligheder og forbedre borgernes livskvalitet*".<sup>87</sup>

Strategien består af flere forskellige politiske initiativer, som sammen skal bidrage til realiseringen af 'TEGD', og disse vil løbende blive revideret med henblik på at imødekomme nye udfordringer.<sup>88</sup> Initiativerne er inddelt i otte overordnede kategorier herunder: klima, miljø og hav, energi, transport, landbrug, finans og regionaludvikling, industri samt forskning og innovation.<sup>89</sup> 'TEGD' omfatter dermed adskillige sektorer, hvilket illustrerer, at håndteringen af klima- og miljøudfordringerne kræver en bred samfundsmæssig indsats.

---

<sup>80</sup> Saunders, Lewis & Thornhill (2016), s. 148.

<sup>81</sup> Van Leeuwen (2007)

<sup>82</sup> 'The European Green Deal' benævnes herefter som 'TEGD'

<sup>83</sup> Europa-Kommissionen, Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Det Europæiske Råd, Rådet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget, *Den europæiske grønne aftale*, Bruxelles d. 11/12/2019, COM(2019), 640 final, s. 3.

<sup>84</sup> Europa-Kommissionen, COM(2019), 640 final, s. 2.

<sup>85</sup> Europa-Kommissionen, COM(2019), 640 final, s. 25.

<sup>86</sup> Europa-Kommissionen (2019), *Den europæiske grønne pagt sigter mod at gøre Europa til det første klimaneutrale kontinent senest i 2050, skabe økonomisk vækst, øge borgernes sundhed og livskvalitet, tage hånd om naturen og ikke lade nogen i stikken* [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt d. 16. marts 2022).

<sup>87</sup> Europa-Kommissionen (2019), *Den europæiske grønne pagt sigter mod at gøre Europa til det første klimaneutrale kontinent senest i 2050, skabe økonomisk vækst, øge borgernes sundhed og livskvalitet, tage hånd om naturen og ikke lade nogen i stikken* [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt d. 16. marts 2022).

<sup>88</sup> Europa-Kommissionen, COM(2019), 640 final, s. 3.

<sup>89</sup> Europa-Kommissionen (udateret), *Den europæiske grønne pagt* [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt d. 16. marts 2022).

Inden for kategorien 'finans og regionaludvikling' er 'Investeringsplanen for et bæredygtigt Europa' blevet iværksat, og denne udgør investerings søjlen i 'TEGD'. Investeringsplanen indeholder en målsætning om at kanalisere mindst 1 billion euro mod offentlige og private bæredygtige investeringer i løbet af det kommende årti, hvilket skal bidrage til opnåelsen af målene i 'TEGD'.<sup>90</sup> I den forbindelse er der vedtaget specifikke tiltag inden for områder af betydning for slutinvestorers investeringsbeslutninger med henblik på at få disse til at investere bæredygtigt.<sup>91</sup> Et af disse tiltag er 'sustainable finance', hvilket dækker over finansiering, som bidrager til økonomisk vækst og samtidig tager hensyn til ESG-parametre<sup>92</sup>, når der træffes investeringsbeslutninger i den finansielle sektor.<sup>93</sup> Tiltaget skal imødekomme behovene for "1) en forbedring af finansieringens bidrag til bæredygtig og inklusiv vækst ved at finansiere samfundets langsigtede behov, 2) styrkelse af den finansielle stabilitet ved at indarbejde miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige faktorer (ESG-kriterier) i investeringsbeslutningerne".<sup>94</sup> Det fremgår af en meddelelse fra Kommissionen, at private investorer skal foretage hovedparten af de bæredygtige investeringer i det kommende årti for at muliggøre den grønne omstilling, og det er derfor vigtigt, at disse kan træffe oplyste investeringsbeslutninger.<sup>95</sup> Med henblik på at imødekomme dette og øge gennemsigtigheden for slutinvestorer i forbindelse med investeringsbeslutninger, er blandt andet disclosureforordningen og taksonomiforordningen blevet vedtaget.

#### 4.2. Disclosureforordningen

I maj 2018 fremsatte Kommissionen et forslag til disclosureforordningen<sup>96</sup> med henblik på at harmonisere integration af ESG-forhold i investerings- og rådgivningsprocesser. Formålet hermed er at styrke investorbeskyttelsen og forbedre oplysninger til slutinvestorer, jf. disclosureforordningens betragtning 35. Centralisering af ESG-forhold i den finansielle sektor skal bidrage til en grønnere, mere robust og cirkulær økonomi i EU, hvilket er essentielt for opnåelsen af målene i 'TEGD'.<sup>97</sup> Modsat andre initiativer fra EU, er finansiering fra den private sektor omdrejningspunktet for disclosureforordningen, og denne spiller derfor en væsentlig rolle ift. at sikre kapital til facilitering af den grønne omstilling.<sup>98</sup> Dette fremgår ligeledes af disclosureforordningens betragtning 8, hvor det beskrives, at der er behov for at mobilisere kapital til bæredygtige investeringer for at imødekomme klimaforandringer og andre bæredygtighedsrelaterede udfordringer.

Disclosureforordningen er delt op i en level 1 og level 2-regulering. Level 1-reguleringen blev vedtaget i november 2019, og udgør de gældende bestemmelser, som fandt anvendelse fra den 10. marts 2021. Level 2-regulering, også kaldet detailreguleringen, er mere detaljeret og skal

---

<sup>90</sup> Europa-Kommissionen, Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget, *Investeringsplan for et bæredygtigt Europa, Investeringsplan for den europæiske grønne pagt*, Bruxelles d. 14/01/2020, COM(2020), 21 final, s. 1.

<sup>91</sup> Europa-Kommissionen, COM(2020), 21 final, s. 10.

<sup>92</sup> 'ESG' står for environmental, social og governance, hvilket kan oversættes til miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige forhold.

<sup>93</sup> Europa-Kommissionen (udateret), *Overview of sustainable finance* [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt d. 11. marts 2022).

<sup>94</sup> Europa-Kommissionen, COM(2018), 97 final, s. 1.

<sup>95</sup> Europa-Kommissionen, COM(2020), 21 final, s. 10.

<sup>96</sup> Europa-Kommissionen, Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om offentliggørelse af oplysninger om bæredygtige investeringer og bæredygtighedsrelaterede risici og om ændring af direktiv (EU) 2016/2341, Bruxelles d. 24/05/2018, COM(2018), 354 final.

<sup>97</sup> Europa-Kommissionen, COM(2018), 354 final, s. 1.

<sup>98</sup> Europa-Kommissionen, COM(2018), 354 final, s. 4.

fastlægge nærmere krav til de finansielle markedsdeltagere og rådgivere i forbindelse med overholdelsen af level 1-reguleringen, men denne finder endnu ikke anvendelse.<sup>99</sup>

Forinden disclosureforordningens ikrafttræden var oplysninger til slutinvestorer om bæredygtighed i investeringsbeslutninger og rådgivningsprocesser ikke udviklet tilstrækkeligt, og der manglede harmoniserede krav hertil, jf. disclosureforordningens betragtning 5. Dette kunne potentielt medføre væsentlige konkurrenceforvridninger og opdeling af markedet for investeringer på baggrund af betydelige forskelle i oplysningerne, hvilket kan være hindrende for det indre marked. Det er samtidig vanskeligt for slutinvestorerne at sammenligne finansielle produkter, både nationalt og i forskellige medlemsstater, når der ikke er harmoniserede oplysningskrav. Disclosureforordningen blev derfor vedtaget for at imødekomme de ovenstående hindringer og sikre sammenlignelighed og et velfungerende indre marked, jf. disclosureforordningens betragtning 9. Som følge heraf indeholder disclosureforordningen harmoniserede oplysningskrav for finansielle markedsdeltagere og rådgivere for at skabe gennemsigtighed i forbindelse med integration af bæredygtighedsrisici, bæredygtighedsrelaterede oplysninger vedrørende produkter og hensyntagen til negative bæredygtighedsvirkninger, jf. disclosureforordningens art. 1. Finansielle markedsdeltagere og rådgivere defineres overordnet således, at finansielle markedsdeltagere udbyder finansielle produkter, mens finansielle rådgivere yder investerings- eller forsikringsrådgivning, jf. disclosureforordningens betragtning 7. Disse er nærmere defineret i disclosureforordningens art. 2, nr. 1 og 11, hvor det oplyses, hvad der forstås som henholdsvis en finansiell markedsdeltager og en finansiell rådgiver. Det fremgår af art. 2, nr. 1, litra b, at en finansiell markedsdeltager bl.a. kan være et investeringsselskab, der yder porteføljepleje, mens det i art. 2, nr. 11, litra c, fremgår, at en finansiell rådgiver bl.a. kan være et kreditinstitut, der yder investeringsrådgivning.

Den øgede gennemsigtighed for slutinvestorerne mindsker deres søgeomkostninger, hvilket gør det lettere at identificere bæredygtige investeringer.<sup>100</sup> Det bliver derved muligt for slutinvestorerne at træffe investeringsbeslutninger på et oplyst grundlag.<sup>101</sup> Gennemsigtigheden sikres ved at mindske informationsasymmetrien mellem finansielle markedsdeltagere og slutinvestorer ved at give bæredygtighedsrelaterede oplysninger til disse, når finansielle markedsdeltagere agerer som agenter for slutinvestorerne, jf. disclosureforordningens betragtning 10. Ved at fremme bæredygtighedsrelaterede oplysninger til slutinvestorer, kan stabiliteten af det finansielle system samt realøkonomiens modstandsdygtighed øges, jf. disclosureforordningens betragtning 19.

Disclosureforordningens er opbygget således, at oplysningskravene er inddelt i to niveauer, henholdsvis et virksomhedsniveau og et produktniveau, som vedrører både rådgivnings- og investeringsprocesser. På virksomhedsniveau skal de finansielle markedsdeltagere og rådgivere oplyse, hvordan de integrerer bæredygtighedsrisici i deres processer. Bæredygtighedsrisici defineres som: ”*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*”, jf. disclosureforordningens art. 2, nr. 22. På produktniveau skal de finansielle markedsdeltagere og rådgivere derimod give oplysninger om bæredygtigheden af de finansielle produkter.<sup>102</sup> Finansielle produkter defineres i art. 2, nr. 12 som bl.a. et pensi-

---

<sup>99</sup> Poul Schmith – Kammeradvokaten (2021), *Nyheder fra Europa-Kommissionen vedrørende regler om bæredygtig finansiering* [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt d. 13. marts 2022).

<sup>100</sup> Europa-Kommissionen, COM(2018), 354 final, s. 7.

<sup>101</sup> Europa-Kommissionen, COM(2019), 640 final, s. 18.

<sup>102</sup> Finanstilsynet (2022), *Disclosureforordningen* [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt den 13. marts 2022).

onsprodukt, en alternativ investeringsfond (AIF) eller en portefølje, der forvaltes i overensstemmelse med art. 2, nr. 6, vedrørende porteføljepleje. Disclosureforordningens art. 2, nr. 6 henviser til art. 4, stk. 1, nr. 8 i direktiv 2014/65/EU<sup>103</sup> hvor porteføljepleje defineres som: ”porteføljepleje i henhold til den enkelte kundes afgivne mandat med skønsmæssige beføjelser, såfremt sådanne porteføljer omfatter et eller flere finansielle instrumenter”. Dette kan derfor bl.a. omfatte investeringsfonde.

Disclosureforordningen inddeler disse i tre kategorier: artikel 6-fonde, artikel 8-fonde og artikel 9-fonde. Artikel 6-fonde er fonde, der har det laveste bæredygtighedsniveau, hvor minimumsstandarder og politikker for ansvarlig investering iagttages. Artikel 8-fonde er derimod fonde, som fremmer sociale eller miljømæssige karakteristika, jf. disclosureforordningens art. 8, stk. 1. Her indgår bæredygtighed som et element i investeringsprocessen. Artikel 9-fonde er fonde, der har bæredygtig investering som mål jf. disclosureforordningens art. 9, stk. 1. Disse har det højeste niveau af bæredygtighed, hvor der foruden en afkastmålsætning også er konkrete bæredygtighedsmålsætninger.<sup>104</sup> Art. 8-fonde benævnes ofte som ’lysegrønne fonde’, hvorimod art. 9-fonde benævnes som ’mørkegrønne fonde’ med henblik på at tydeliggøre forskellen i fondenes bæredygtighedsniveau.<sup>105</sup>

#### 4.2.1. Bæredygtige investeringer i henhold til disclosureforordningen

Som beskrevet ovenfor skelner disclosureforordningen mellem bæredygtigheden af finansielle produkter, hvilket medfører forskellige oplysningskrav inden for de enkelte kategorier, jf. disclosureforordningens betragtning 21. I forbindelse hermed har der været behov for at fastlægge en harmoniseret definition af ’bæredygtige investeringer’ med henblik på at sikre konformitet ved anvendelsen af disclosureforordningen i samtlige medlemsstater, jf. disclosureforordningens betragtning 17. Disclosureforordningens art. 2 indeholder definitioner i relation til nærværende forordning, og i nr. 17 defineres ’bæredygtige investeringer’. Det afgørende for karakteriseringen af en investering som bæredygtig er, at denne bidrager til et miljømæssigt eller et socialt mål, at denne ikke væsentligt skader nogen af disse mål, og at de virksomheder, investeringen foretages i, efterlever god ledelsespraksis. Disclosureforordningens definition af ’bæredygtige investeringer’ illustrerer dermed, at samtlige ESG-forhold er væsentlige og tages i betragtning. Kravet om, at investeringen ikke må gøre væsentlig skade på nogen af de ovennævnte mål bevirker, at investeringer i virksomheder som f.eks. bidrager til et socialt mål om at bekæmpe ulighed ikke anses for værende bæredygtige, hvis de væsentligt skader et miljømæssigt mål ved f.eks. at udlede store mængder af drivhusgasser. Kravet om ikke at gøre væsentlig skade på nogen af målene medfører dermed, at der altid sikres et positivt nettobidrag vedrørende bæredygtighed.<sup>106</sup>

#### 4.2.2. Disclosureforordningens art. 9

Disclosureforordningens art. 9 pålægger finansielle markedsdeltagere oplysningsforpligtelser i forbindelse med bæredygtige investeringer, som skal gives sammen med oplysningerne i disclosureforordningens art. 6 om gennemsigtighed i forbindelse med integration af bæredygtig-

---

<sup>103</sup> Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU (omarbejdning), EUT L 173.

<sup>104</sup> Nykredit (2021), *Find vej i de tre nye kategorier for bæredygtige investeringer* [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt den 28. marts 2022).

<sup>105</sup> European Commission, *FAQ: What is the EU Taxonomy and how will it work in practice?* (2021), s. 3

<sup>106</sup> Europa-Parlamentet, Mødedokument, *Betænkning om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om offentliggørelse af oplysninger om bæredygtige investeringer og bæredygtighedsrelaterede risici og om ændring af direktiv (EU) 2016/2341*, A8-0363/2018, 09/11/2018, s. 9.

tighedsrisici. Art. 9 fastlægger nærmere regler om gennemsigtighed i forbindelse med bæredygtige investeringer i oplysninger, der gives til slutinvestorer forud for indgåelse af en investeringsaftale.

Det fremgår af art. 9, stk. 1, litra a, at såfremt det finansielle produkt har bæredygtig investering som mål, og et indeks er angivet som referencebenchmark, er det et krav, at finansielle markedsdeltagere supplerer oplysningerne efter art. 6, stk. 1 og 3 med oplysninger om, hvordan det anvendte indeks er tilpasset det bæredygtige investeringsmål. I henhold til art. 9, stk. 1, litra b skal finansielle markedsdeltagere redegøre for, hvordan og hvorfor det anvendte indeks, som er tilpasset det bæredygtige investeringsmål, afviger fra et bredt markedsindeks. Som det fremgår af art. 9, stk. 1 kan indekser vedrørende bæredygtighed anvendes som referencepunkt, hvilket den bæredygtige investering måles i forhold til. I den forbindelse skal finansielle markedsdeltagere i henhold til art. 9, stk. 1, litra a oplyse slutinvestorer om, hvordan det anvendte indeks er tilpasset det bæredygtige investeringsmål, og dermed i hvilket omfang det anvendte indeks er egnet.<sup>107</sup> Ydermere skal finansielle markedsdeltagere i henhold til art. 9, stk. 1, litra b redegøre for, i hvilket omfang det anvendte indeks afviger fra et bredt markedsindeks og hvorfor. Kravet om, at finansielle markedsdeltagere i sin redegørelse skal forholde sig til det anvendte indeks i forhold til et bredt markedsindeks, resulterer i, at sammenligningsgrundlaget mellem forskellige finansielle produkter øges, så slutinvestorer i højere grad kan sammenligne investeringsprodukterne.<sup>108</sup>

Disclosureforordningens art. 9, stk. 2 indeholder oplysningskrav i de situationer, hvor det finansielle produkt har bæredygtig investering som sit mål, men hvor der ikke er angivet et indeks som referencebenchmark. Det følger af bestemmelsen, at såfremt dette er tilfældet, skal finansielle markedsdeltagere redegøre for, hvordan det bæredygtige investeringsmål nås. Finansielle markedsdeltagere skal dermed redegøre for den investeringsstrategi, de følger med henblik på at nå det bæredygtige investeringsmål, hvilket bl.a. kan omfatte proceduren for udvælgelse af de virksomheder, der investeres i.

Det følger endvidere af art. 9, stk. 3, første afsnit, at såfremt det finansielle produkt har reduktion af CO<sub>2</sub>-emissioner som sit bæredygtige mål, skal oplysningerne, der gives i henhold til art. 6, stk. 1 og 3, indeholde en detaljeret redegørelse for, hvordan målet vedrørende lav CO<sub>2</sub>-emissionseksposering sikres med henblik på at nå det langsigtede mål om den globale opvarmning i Parisaftalen. Det følger endvidere af stk. 3, andet afsnit, at såfremt der ikke foreligger et EU-benchmark for klimaovergangen eller et Paristilpasset EU-benchmark i overensstemmelse med Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2016/1011<sup>109</sup>, skal oplysningerne i henhold til art. 6, uanset art. 9, stk. 2, indeholde en detaljeret redegørelse, som omhandler hvordan indsatsen for at nå målet om at reducere CO<sub>2</sub>-emissioner fortsat sikres med henblik på at nå

---

<sup>107</sup> Europa-Kommissionen, COM(2018), 354 final, s. 17.

<sup>108</sup> European Commission, Commission staff working document, Impact assessment, Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on disclosures relating to sustainable investments and sustainability risks and amending Directive (EU) 2016/2341, and Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 2016/1011 on low carbon benchmarks and positive carbon impact benchmarks, Brussels 24/05/2018, SWD(2018) 264 final, s. 50 og 51.

<sup>109</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2016/1011 af 8. juni 2016 om indeks, der bruges som benchmarks i finansielle instrumenter og finansielle kontrakter eller med henblik på at måle investeringsfondenes økonomiske resultater, og om ændring af direktiv 2008/48/EF og 2014/17/EU samt forordning (EU) nr. 596/2014, EUT L 171.



det langsigtede mål for den globale opvarmning i Parisaftalen. Finansielle markedsdeltagere pålægges dermed forud for indgåelsen af en investeringsaftale at oplyse slutinvestorer om, hvordan målet om at reducere af CO<sub>2</sub>-emissioner sikres i fremtiden, såfremt dette er angivet som det bæredygtige investeringsmål.<sup>110</sup> Dette kan bl.a. omfatte, hvilken investeringsstrategi, der følges, herunder hvilke konkrete tiltag, der iagttages med henblik på at reducere udledningen af CO<sub>2</sub>-emissioner i fremtiden.

Art. 9, stk. 4 pålægger finansielle markedsdeltagere, i oplysningerne efter art. 6, stk. 1 og 3, at angive, hvor metoden, der er anvendt til beregning af de indekser og benchmarks, der er omhandlet i henholdsvis art. 9, stk. 1 og stk. 3, andet afsnit, kan findes. Det følger af betragtning 6 i forslaget til disclosureforordningen, at dette oplysningskrav er indført for, at *”slutinvestorer får de nødvendige oplysninger om, hvordan de underliggende aktiver i indekserne er udvalgt og vægtet, hvilke aktiver der er udelukket og med hvilken begrundelse, hvordan de bæredygtighedsrelaterede virkninger af de underliggende aktiver er mål, eller hvilke datakilder der er anvendt.”*<sup>111</sup> Dette oplysningskrav medvirker til, at der skabes en ensartet forståelse af, hvilke investeringer, der er bæredygtige, og som følge heraf øges gennemsigtigheden over for slutinvestoren, som derved får nemmere ved at sammenligne forskellige investeringsprodukter.<sup>112</sup> Da taksonomiforordningen supplerer og udvider visse oplysningsforpligtelser for finansielle markedsdeltagere, blev disclosureforordningen ændret i 2020, hvorefter art. 9, stk. 4a blev indsat. I henhold til denne bestemmelse skal finansielle markedsdeltagere, i oplysningerne, som gives i henhold til art. 6, stk. 1 og 3, medtage de oplysninger, som pålægges efter art. 5 i taksonomiforordningen. Bestemmelsen indeholder regler vedrørende gennemsigtighed i oplysninger for miljømæssigt bæredygtige investeringer, som gives forud for indgåelse af en investeringsaftale, samt i periodiske rapporter, og denne bestemmelse vil blive behandlet nærmere i afsnit 4.3.2. Disclosureforordningens art. 9, stk. 4a sikrer dermed, at relevante oplysninger vedrørende miljømæssigt bæredygtige investeringer efter taksonomiforordningen gives sammen med de oplysninger, som slutinvestorerne i forvejen skal modtage efter disclosureforordningens art. 6, stk. 1 og 3. Dette bevirker, at slutinvestorer modtager relevante oplysninger om bæredygtige investeringer samlet, hvilket overskueliggør processen, når disse skal vurdere, hvordan finansielle markedsdeltagere agerer i forbindelse med bæredygtige investeringer.

Det følger endvidere af disclosureforordningens art. 9, stk. 5, første afsnit, at ESA’erne gennem Det Fælles Udvalg står for at udarbejde et udkast til de reguleringsmæssige tekniske standarder med henblik på at præcisere både præsentationen og indholdet af oplysningerne, som finansielle markedsdeltagere er pålagt at give efter art. 9, stk. 1 – 4. Det Fælles Udvalg dækker over et forum, som har til formål at styrke samarbejdet mellem ESA’erne, der udgøres af Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (EBA), Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger (EIOPA) samt Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA).<sup>113</sup> Ved at pålægge de tre europæiske tilsynsmyndigheder at udarbejde et udkast til de reguleringsmæssige tekniske standarder, bliver det tydeliggjort for finansielle markedsdeltagere, hvordan de skal leve op til de oplysningskrav, der følger af art. 9, stk. 1 – 4, herunder hvilke specifikke oplysninger, der skal gives samt hvordan disse skal præsenteres for slutinvestorer. Det følger endvidere, at de tre europæiske tilsynsmyndigheder skal tage hensyn til de forskellige finansielle produkttyper herunder deres investeringsmål som omhandlet i art. 9, stk. 1, 2 og 3 og forskellene mellem disse produkter samt til målet om, at *”oplysninger skal være korrekte, rimelige, klare, ikke vildledende, enkle og koncise”*, når de

<sup>110</sup> Europa-Kommissionen, COM(2018), 354 final, s. 17.

<sup>111</sup> Europa-Kommissionen, COM(2018), 354 final, s. 17.

<sup>112</sup> Europa-Kommissionen, COM(2018), 354 final, s. 17.

<sup>113</sup> European Securities and Markets Authority (ESMA), *Om ESMA* (2021), s. 11.

udarbejder udkastet til de reguleringsmæssige tekniske standarder, jf. art. 9, stk. 5, andet afsnit. ESA'ernes udkast til de reguleringsmæssige tekniske standarder skulle senest den 30. december 2020 fremlægges for Kommissionen, jf. art. 9, stk. 5, tredje afsnit. I den forbindelse følger det af art. 9, stk. 5, fjerde afsnit, at Kommissionen i overensstemmelse med art. 10 – 14 i forordning (EU) nr. 1093/2010<sup>114</sup>, (EU) nr. 1094/2010<sup>115</sup> samt (EU) nr. 1095/2010<sup>116</sup> tillægges beføjelsen til at supplere disclosureforordningen ved at vedtage de reguleringsmæssige tekniske standarder.

Ved ændringen af disclosureforordningen i 2020, blev art. 9, stk. 6 indsat, som omhandler reguleringsmæssige tekniske standarder vedrørende oplysningerne i art. 9, stk. 4a. Det følger af art. 9, stk. 6, første afsnit, at ESA'erne gennem Det Fælles Udvalg står for at udarbejde udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder med henblik på at præcisere, hvilke oplysninger, der skal gives efter art. 9, stk. 4a, samt hvordan disse skal præsenteres for slutinvestorer. I forbindelse med udarbejdelsen af standarderne skal ESA'erne tage hensyn til de forskellige finansielle produkttyper herunder deres mål og forskellene mellem disse samt til målet om, at oplysninger til slutinvestorer skal være ”korrekte, rimelige, klare, ikke vildledende, enkle og koncise, jf. art. 9, stk. 6, andet afsnit, 1. pkt. Det følger endvidere, at såfremt det er nødvendigt for at nå førnævnte mål om præcise oplysninger, skal ESA'erne udarbejde udkast til ændringer af de reguleringsmæssige standarder, som følger af art. 9, stk. 5. Disse udkast skal ligeledes respektere anvendelsesdatoerne, der er nævnt i taksonomiforordningens art. 27, stk. 2, litra a og b, for så vidt angår de fastsatte miljømål i dennes art. 9, jf. art. 9, stk. 6, andet afsnit, 2. pkt. ESA'erne skal fremlægge udkastene til de reguleringsmæssige tekniske standarder for Kommissionen senest den 1. juni 2021 vedrørende miljømålene som nævnt i taksonomiforordningens art. 9, litra a og b, og senest den 1. juni 2022 vedrørende miljømålene som nævnt i taksonomiforordningens art. 9, litra c – f, jf. art. 9, stk. 6, tredje afsnit, litra a og b. Slutteligt fremgår det af art. 9, stk. 6, fjerde afsnit, at beføjelsen til at vedtage reguleringsmæssige tekniske standarder som supplement disclosureforordningen tillægges Kommissionen i overensstemmelse med art. 10 – 14 i forordning (EU) nr. 1093/2010, (EU) nr. 1094/2010 og (EU) nr. 1095/2010.

Som beskrevet tidligere er formålet med disclosureforordningen at forbedre oplysningerne til slutinvestorer om bæredygtighedsrelaterede forhold, så disse kan træffe oplyste investeringsvalg og identificere bæredygtigheden af den pågældende investering. Mere specifikt bidrager oplysningsforpligtelserne i forordningens art. 9 til, at slutinvestorer kan sammenligne bæredygtige investeringsløsninger, men indførelsen af bestemmelsen har også medført visse udfordringer. Disse består bl.a. i, hvorvidt finansielle produkter skal kategoriseres under disclosureforordningens art. 8 eller art. 9.<sup>117</sup> Kategoriseringen af det finansielle produkt under henholdsvis art. 8 eller art. 9 har betydning for, hvilke specifikke oplysninger finansielle markedsdelta-

---

<sup>114</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1093/2010 af 24. november 2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Banktilsynsmyndighed), om ændring af afgørelse nr. 716/2009/EF og om ophævelse af Kommissionens afgørelse 2009/78/EF, EUT L 331.

<sup>115</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1094/2010 af 24. november 2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger), om ændring af afgørelse nr. 716/2009/EF og om ophævelse af Kommissionens afgørelse 2009/79/EF, EUT L 331.

<sup>116</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1095/2010 af 24. november 2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed), om ændring af afgørelse nr. 716/2009/EF og om ophævelse af Kommissionens afgørelse 2009/77/EF, EUT L 331.

<sup>117</sup> Duarte, D. R. & Gama, M. T. (2021), *ESG Disclosure Regulation: a closer look at Article 8 and Article 9*, International Financial Law Review [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt d. 10. april 2022).

gere skal give til slutinvestorer forud for indgåelsen af en investeringsaftale, da de to bestemmelser skelner mellem graden af finansielle produkters bæredygtighed.<sup>118</sup> Disclosureforordningens art. 8 pålægger oplysningsforpligtelser forud for en investeringsaftale i forbindelse med investeringer, der fremmer sociale eller miljømæssige karakteristika eller en kombination heraf, og de virksomheder der investeres i efterlever god ledelsespraksis. Art. 9 vedrører derimod oplysningsforpligtelser for finansielle markedsdeltagere forud for en investeringsaftale i tilfælde, hvor det finansielle produkt har bæredygtig investering som sit mål. Som tidligere beskrevet er en bæredygtig investering i henhold til disclosureforordningen defineret som værende en investering, der bidrager til et socialt eller miljømæssigt mål, forudsat at investeringen ikke forårsager væsentlig skade på disse mål samt at de virksomheder, investeringen foretages i, følger en god ledelsespraksis, jf. disclosureforordningens art. 2, nr. 17. Dette illustrerer, at ESG-forhold både er omdrejningspunktet for finansielle produkter i henhold til art. 8 og art. 9, da inddragelse af miljømæssige og/eller sociale samt ledelsesmæssige forhold er omdrejningspunktet for begge bestemmelser. Det bliver dermed vanskeligt for finansielle markedsdeltagere at skelne mellem, hvornår et finansielt produkt faktisk har bæredygtig investering som sit mål (art. 9) eller udelukkende fremmer sociale og/eller miljømæssige karakteristika (art. 8). Dette kan resultere i, at finansielle produkter ikke kategoriseres på rette vis, hvilket øger risikoen for greenwashing. Herved mindskes investorbeskyttelsen grundet manglende gennemsigtighed, sammenlignelighed og potentielt fejlsalg af finansielle produkter som følge af ukorrekt kategorisering.<sup>119</sup> Dette er særligt udfordrende, da investeringer i art. 8-fonde og art. 9-fonde i løbet af den første måned efter disclosureforordningens anvendelse menes at udgøre omkring 25% af alle europæiske aktiver.<sup>120</sup> Dette vidner om, at markedet for grønne investeringer er stigende, da et stigende antal af investorer placerer finansielle midler i sådanne investeringsprodukter, hvorfor det er essentielt, at kategoriseringen sker på korrekt vis. Det er i denne sammenhæng blevet påpeget af investeringsekspert, at det er problematisk, at EU-Kommissionen ikke har offentliggjort en medfølgende vejledning, hvori det klargøres, hvordan fondene karakteriseres i henhold til disclosureforordningens art. 8 og art. 9.<sup>121</sup> Ansvar overledes derved til finansielle markedsdeltagere, som skal træffe beslutningen om kategoriseringen baseret på deres egen forståelse af disclosureforordningens produkttegenskaber, hvilket resulterer i forskellige produktklassificeringer i den finansielle sektor.<sup>122</sup> Som følge heraf har der fra europæiske tilsynsmyndigheders side været et øget fokus på at undersøge, hvorvidt finansielle produkter er blevet kategoriseret på korrekt vis i henhold til disclosureforordningens art. 9. En undersøgelse foretaget af den hollandske tilsynsmyndighed konkluderede, at omkring halvdelen af de fonde, der er kategoriseret i henhold til art. 9, ikke udelukkende har fokus på bæredygtige investeringer, hvilket kan være misvisende for slutinvestorer.<sup>123</sup> Det er derfor afgørende, at finansielle produkter klassificeres på en ensartet måde i henhold til disclosureforordningens art. 9 med henblik på at mindske risikoen for greenwashing og sikre slutinvestorer de rette oplysninger fra finansielle markedsdeltagere henset til, at oplysningskravene i forordningens art. 8 og art. 9 varierer.

---

<sup>118</sup> Duarte, D. R. & Gama, M. T. (2021), *ESG Disclosure Regulation: a closer look at Article 8 and Article 9*, International Financial Law Review [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt d. 10. april 2022).

<sup>119</sup> European Securities and Markets Authority (ESMA), *Sustainable Finance Roadmap 2022-2024*, 10 February 2022, ESMA30-379-1051, s. 11 og 12.

<sup>120</sup> Duarte, D. R. & Gama, M. T. (2021), *ESG Disclosure Regulation: a closer look at Article 8 and Article 9*, International Financial Law Review [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt d. 10. april 2022).

<sup>121</sup> Conlon & O'Shea (2021), s. 3.

<sup>122</sup> Conlon & O'Shea (2021), s. 3.

<sup>123</sup> Lysak, Houston & Juwadi, *EU SFDR – What's Happening in the Market?* (2021), s. 19.

Ydermere opstår en central problemstilling vedrørende disclosureforordningens art. 9 som følge af, at detailreguleringen til forordningen er blevet udskudt. Finansielle markedsdeltagere skal derfor på nuværende tidspunkt overholde forordningens oplysningsforpligtelser i art. 9, men der er samtidig usikkerhed om, hvordan dette gøres i praksis, da bestemmelsens udmøntning i form af RTS'er endnu ikke finder anvendelse.<sup>124</sup> Usikkerheden vedrørende reguleringen har udfordret implementeringen af disclosureforordningens art. 9 for finansielle markedsdeltagere, da detailreguleringen i form af RTS'er bl.a. har til formål at specificere indholdet, præsentationen og metoden vedrørende de oplysninger, der skal gives til slutinvestorer i henhold til art. 9. Ydermere komplicerer udskydelsen af detailreguleringen i høj grad problemstillingen beskrevet ovenfor vedrørende art. 8 og art. 9, idet finansielle markedsdeltagere mangler specificeringer vedrørende produktkategoriseringen i henhold til disclosureforordningen.<sup>125</sup> Dette resulterer bl.a. i, at visse finansielle markedsdeltagere kan være tilbageholdende med at udbyde og markedsføre investeringsprodukter som bæredygtige investeringer efter art. 9, da de er belymrede for at blive beskyldt for greenwashing.<sup>126</sup>

Ovenstående illustrerer, at disclosureforordningens art. 9 om oplysningskrav vedrørende bæredygtige investeringer resulterer i dilemmaer for finansielle markedsdeltagere, når de skal efterleve oplysningsforpligtelserne heri. Samtidig opstår en problematik som følge af, at udskydelsen af detailreguleringen besværliggør slutinvestorenes mulighed for at sammenligne forskellige finansielle produkter, da der mangler specificeringer af hvilke oplysninger, finansielle markedsdeltagere skal give og hvordan. Udfordringer vedrørende disclosureforordningens art. 9 er centrale, idet de kan være hindrende for forordningens mål om at forbedre oplysningerne til slutinvestorer ved at øge gennemsigtigheden over for disse.

#### 4.2.3. Disclosureforordningens art. 10

Disclosureforordningens art. 10 omhandler gennemsigtighed i forbindelse med fremme af miljømæssige eller sociale karakteristika og bæredygtige investeringer på websteder. Det fremgår af disclosureforordningens art. 10, stk. 1, første afsnit, at finansielle markedsdeltagere på deres websteder skal offentliggøre og opretholde oplysninger for ethvert finansielt produkt, som er omfattet af art. 8, stk. 1, og art. 9, stk. 1, 2 og 3. For det første skal der offentliggøres en beskrivelse af de miljømæssige eller sociale karakteristika i henhold til art. 8 eller det bæredygtige investeringsmål i henhold til art. 9, jf. disclosureforordningens art. 10, stk. 1, litra a. Slutinvestorerne kan som følge heraf få et indblik i baggrunden for, at et finansielt produkt er klassificeret under henholdsvis art. 8, stk. 1 eller 9, stk. 1, 2 eller 3. For det andet skal der offentliggøres oplysninger om, hvilke metoder der er brugt til at måle, overvåge og vurdere det finansielle produkts sociale eller miljømæssige karakteristika eller indvirkningen af de bæredygtige investeringer. I den forbindelse skal det oplyses hvilke bæredygtighedsindikatorer, der anvendes ved målingen af førnævnte, det finansielle produkts datakilder samt screeningskriterierne for dets underliggende aktiver, jf. disclosureforordningens art. 10, stk. 1, litra b. Finansielle markedsdeltagere skal som følge heraf redegøre for, hvordan de har kontrolleret de sociale og miljømæssige karakteristika eller effektiviteten af de bæredygtige investeringer, samt hvad der danner grundlag for denne kontrol. Art. 10, stk. 1, litra a og b indeholder derved supplerende oplysningskrav til finansielle produkter, som er omfattet af art. 8, stk. 1 eller 9, stk. 1, 2 eller 3. Hvor oplysningskravene i art. 8 og 9 vedrører opfyldelsen af de sociale og miljømæssige karakteristika og opnåelsen af det bæredygtige mål, er omdrejningspunktet for de supplerende krav i art. 10, stk. 1, selve de sociale og miljømæssige karakteristika og det bæredygtige mål, samt baggrunden for disse.

<sup>124</sup> Frost, *SFDR delay fosters uncertainty for EU asset managers* (2021), s. 1.

<sup>125</sup> Conlon & O'Shea (2021), s. 2.

<sup>126</sup> Frost (2021), s. 1.

For det tredje skal de finansielle markedsdeltagere efter art. 10, stk. 1, litra c på deres websted offentliggøre de oplysninger, som skal gives til slutinvestorerne forud for indgåelse af en aftale efter art. 8 og 9. Dette gælder ligeledes oplysninger efter art. 11, jf. disclosureforordningens art. 10, stk. 1, litra c. Art. 11 indeholder supplerende oplysningskrav til finansielle produkter, som er omfattet af art. 8, stk. 1 eller 9, stk. 1, 2 eller 3, og disse skal gives i periodiske rapporter, jf. disclosureforordningens art. 11, stk. 1. Ved at inkludere oplysningerne efter art. 8, 9 og 11 i offentliggørelseskravet i art. 10, sikres det, at alle relevante oplysninger om finansielle produkter, som omfattes af art. 8, stk. 1 eller art. 9, stk. 1, 2 eller 3 er tilgængelige for samtlige stakeholders. Dette understøtter forordningens mål om at mindske slutinvestorerens søgeomkostninger i forbindelse med investeringsbeslutninger, da alle oplysningerne, som følger heraf, samles ét sted.<sup>127</sup> Det fremgår af disclosureforordningens betragtning 26, at oplysninger, der offentliggøres på finansielle markedsdeltageres websteder, løbende bør ajourføres med henblik på at sikre pålideligheden heraf. Ydermere fremgår det af art. 10, stk. 1, 2. afsnit, 1. pkt., at oplysningerne skal være klare og koncise, så de er forståelige for slutinvestorer. Oplysningerne skal endvidere offentliggøres på en korrekt, klar, rimelig, ikke vildledende, enkel og koncis måde på et fremtrædende og lettilgængeligt sted på finansielle markedsdeltageres websted, jf. art. 10, stk. 1, 2. afsnit, 2 pkt. Ved at pålægge finansielle markedsdeltagere at offentliggøre oplysningerne på deres websteder, sikres det derved, at oplysningerne er korrekte og afspejler en nutidig kontekst samt at de er letforståelige for slutinvestorerne. Dette øger gennemsigtigheden for slutinvestorerne og mindsker risikoen for fejltolkninger i forbindelse med deres investeringsbeslutninger.

Finansielle markedsdeltagere står dog på nuværende tidspunkt i en situation, hvor det kan være vanskeligt at leve op til de ovenstående regler. Dette skal ses i sammenhæng med, at de er afhængige af bæredygtighedsrelaterede oplysninger fra de virksomheder, som de investerer i, for i tilstrækkelig grad at kunne efterleve oplysningskravene i bl.a. disclosureforordningens art. 10.<sup>128</sup> Store virksomheder med et gennemsnitligt antal på mindst 500 ansatte skal i deres ledelsesberetning medtage en ikke-finansiell redegørelse, der som minimum vedrører miljøspørgsmål, sociale spørgsmål, personale spørgsmål samt spørgsmål ift. respekt for menneskerettighederne, bekæmpelse af korruption og bestikkelse, jf. direktiv 2013/34/EU<sup>129</sup> art. 19a og 29a. Virksomhederne skal både rapportere, hvordan deres resultater, udvikling og situation påvirkes af bæredygtighedsspørgsmålene og påvirkningen heraf på miljø og mennesker.<sup>130</sup> Finansielle markedsdeltagere har derfor adgang til bæredygtighedsrelaterede oplysninger i virksomhedernes ikke-finansielle redegørelser, men omfanget, fremstillingen og opsætningen er ikke altid egnet til brug af de finansielle markedsdeltageres ved efterlevelse af disclosureforordningens oplysningskrav, jf. disclosureforordningens betragtning 25. Samtidig er der adskillige eksempler på, at oplysningerne fra virksomhederne ikke er tilstrækkelige.<sup>131</sup> Dette skal bl.a. ses i

---

<sup>127</sup> Europa-Kommissionen, COM(2018), 354 final, s. 7.

<sup>128</sup> Europa-Kommissionen, Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 2013/34/EU, direktiv 2004/109/EF, direktiv 2006/43/EF og forordning (EU) nr. 537/2014 for så vidt angår virksomheders bæredygtighedsrapportering, Bruxelles 21/04/2021, COM(2021), 189 final, s. 5.

<sup>129</sup> Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2013/34/EU af 26. juni 2013 om årsregnskaber, konsoliderede regnskaber og tilhørende beretninger for visse virksomhedsformer, om ændring af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/43/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 78/660/EØF og 83/349/EØF, EUT L 182.

<sup>130</sup> Europa-Kommissionen, COM(2021), 189 final, s. 1.

<sup>131</sup> Europa-Kommissionen (2021), *Questions and Answers: Corporate Sustainability Reporting Directive proposal* [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt den 11. april 2022).

sammenhæng med, at virksomhedernes oplysninger ofte ikke er pålidelige eller sammenlignelige.<sup>132</sup> Ydermere omfatter rapporteringskravene på nuværende tidspunkt udelukkende virksomheder med et gennemsnitligt antal på mindst 500 ansatte, hvilket betyder at der aktuelt er omkring 11.000 virksomheder i EU, som omfattes af direktivet.<sup>133</sup> Som følge heraf er der adskillige virksomheder, hvorfra finansielle aktører ikke kan indhente bæredygtighedsrelaterede oplysninger, hvorfor de er afhængige af data fra tredjeparter, som ikke er omfattet af reguleringen.<sup>134</sup> Med henblik på at sikre bedre bæredygtighedsrelaterede oplysninger fra virksomhederne foreslog Kommissionen den 21. april 2021 en revision af direktivet, hvilket er essentielt for en effektiv gennemførelse af 'TEGD' og handlingsplanen for bæredygtig finansiering.<sup>135</sup> Ændringsdirektivet kaldes 'Corporate Sustainability Reporting Directive' og kommer til at ændre direktiv 2013/34/EU, som også kaldes 'Non-Financial Reporting Directive'.<sup>136</sup> Formålet revisionen er bl.a. at sikre, at finansielle markedsdeltagere i tilstrækkeligt omfang har adgang til oplysninger fra de virksomheder, som de investerer i, så de kan efterleve disclosureforordningens oplysningskrav.<sup>137</sup> Revideringen vil indebære vedtagelse af standarder for den ikke-finansielle rapportering, en specificering af rapporteringskravene, revision heraf samt en udvidelse af anvendelsesområdet til at omfatte alle børsnoterede virksomheder og store virksomheder.<sup>138</sup> Såfremt forslaget vedtages, sikres det, at finansielle markedsdeltagere og andre aktører kan tilgå sammenlignelige bæredygtighedsoplysninger.<sup>139</sup> Finansielle markedsdeltagere vil derfor være mindre afhængige af data fra tredjeparter, hvorfor de i større grad kan stole på troværdigheden af oplysningerne. Det forventes derfor, at finansielle markedsdeltagere på mere tilstrækkelig vis vil kunne efterleve kravet i disclosureforordningens art. 10, andet afsnit, 2. pkt. om, at oplysningerne skal gives på en måde, som er korrekt og ikke vildledende, da de får et større og mere troværdigt oplysningsgrundlag. Såfremt ændringsdirektivet gennemføres, vil det dog tidligst finde anvendelse for regnskabsåret i 2024, hvorfor finansielle markedsdeltagere i nogle år endnu må forsøge at imødekomme oplysningskravene på bedste vis med det eksisterende datagrundlag.<sup>140</sup>

Ydermere fremgår det af art. 10, stk. 2, første afsnit, at ESA'erne udarbejder et udkast til reguleringsmæssige tekniske standarder, som skal præcisere nærværende bestemmelser stk. 1, første afsnit, litra a og b og stk. 1, andet afsnit vedrørende indholdet og præsentationen af oplysningerne. I den forbindelse skal ESA'erne tage hensyn til de enkelte typer af finansielle produkter, deres sociale og miljømæssige karakteristika og mål efter stk. 1 samt forskellene mellem disse, jf. disclosureforordningens art. 10, stk. 2, andet afsnit, 1. pkt. De reguleringsmæssige tekniske standarder skal løbende ajourføres af ESA'erne på baggrund af udviklingen i reguleringen og teknologien, jf. art. 10, stk. 2, andet afsnit, 2. pkt. Dette gøres for at sikre en strømlining og standardisering af de oplysninger, som skal offentliggøres efter art. 8, 9 og 11.<sup>141</sup> Udkastet til RTS'erne skulle senest forelægges for Kommissionen den 30. december 2020, jf.

---

<sup>132</sup> Europa-Kommissionen, COM(2021), 189 final, s. 3.

<sup>133</sup> Europa-Kommissionen (2021), *Questions and Answers: Corporate Sustainability Reporting Directive proposal* [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt den 11. april 2022).

<sup>134</sup> Busch, Ferrarini & Grünewald (2021), s. 343.

<sup>135</sup> Europa-Kommissionen, COM(2021), 189 final, s. 1 og 2.

<sup>136</sup> Europa-Kommissionen (2021), *Questions and Answers: Corporate Sustainability Reporting Directive proposal* [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt den 11. april 2022).

<sup>137</sup> Europa-Kommissionen, COM(2021), 189 final, s. 5.

<sup>138</sup> Europa-Kommissionen, COM(2021), 189 final, s. 5 og 6.

<sup>139</sup> Europa-Kommissionen, COM(2021), 189 final, s. 6.

<sup>140</sup> European Securities and Markets Authority (ESMA) (2022), ESMA30-379-1051, s. 13.

<sup>141</sup> Europa-Kommissionen, COM(2018), 354 final, s. 12.

disclosureforordningens art. 10, stk. 2, tredje afsnit. Kommissionen tillægges i overensstemmelse med art. 10 – 14 i forordningen (EU) nr. 1093/2010, (EU) nr. 1094/2010 og (EU) nr. 1095/2010 beføjelse til at supplere disclosureforordningen med reguleringsmæssige tekniske standarder, jf. disclosureforordningens art. 10, stk. 2, fjerde afsnit.

### 4.3. Taksonomiforordningen

Som beskrevet i afsnit 4.1. anses initiativer vedrørende den grønne omstilling og bæredygtighed for at være afgørende med henblik på at sikre EU's økonomi i fremtiden, jf. taksonomiforordningens betragtning 4. Som følge heraf fik en ekspertgruppe i 2016 til opgave fra Kommissionen at formulere en overordnet strategi for bæredygtig finansiering på EU-plan. Resultatet heraf var en rapport, der indeholdte en anbefaling om indførelse af et fælles EU-klassificeringssystem, som skal skabe gennemsigtighed omkring, hvilke økonomiske aktiviteter, der er 'bæredygtige' eller 'grønne'.<sup>142</sup> Som følge heraf fremlagde Kommissionen den 8. marts 2018 en handlingsplan for finansiering af bæredygtig vækst, hvori det var angivet, at Kommissionen i andet kvartal af 2018 skulle fremsætte et lovforslag om oprettelse af et fælles klassificeringssystem for bæredygtige aktiviteter.<sup>143</sup> Det fremgår ydermere af handlingsplanen, at oprettelsen af et sådant klassificeringssystem ville bidrage til, at finansielle midler i større omfang vil blive kanaliseret mod bæredygtige aktiviteter, da det vil blive lettere for slutinvestorer at identificere hvilke investeringer, der finansierer miljømæssigt bæredygtige økonomiske aktiviteter, jf. taksonomiforordningens betragtning 6. Dette resulterede i, at taksonomiforordningen trådte i kraft den 12. juli 2020 som led i 'TEGD' under initiativet 'sustainable finance', jf. taksonomiforordningens art. 27, stk. 1. Med taksonomiforordningen blev der oprettet det første fælles klassificeringssystem på EU-plan, som indeholder kriterier for, hvornår en økonomisk aktivitet kan anses for at være miljømæssig bæredygtig.<sup>144</sup> Formålet hermed er at fastslå i hvilket omfang en investering er miljømæssigt bæredygtig, jf. taksonomiforordningens art. 1.

Det fremgår af taksonomiforordningens betragtning 19, at forordningen supplerer og konkretiserer disclosureforordningens oplysningskrav, da taksonomien fastlægger en ramme for, hvornår en økonomisk aktivitet er miljømæssigt bæredygtig på baggrund af seks konkrete miljømål. For at sikre en sammenhæng mellem disclosureforordningen og taksonomiforordningen supplerer sidstnævnte reglerne vedrørende gennemsigtighed i oplysninger, som gives til slutinvestorer forud for indgåelse af en investeringsaftale i henhold til disclosureforordningens art. 8 og 9 samt gennemsigtighed i forbindelse med oplysninger, der gives i periodiske rapporter i henhold til disclosureforordningens art. 11, jf. taksonomiforordningens betragtning 19. Mere specifikt supplerer taksonomien disclosureforordningens definition af 'bæredygtige investeringer', som angiver, at en bæredygtig investering bl.a. dækker over en investering i en økonomisk aktivitet, som bidrager til et miljømæssigt mål, hvilket defineres i taksonomiforordningen, jf. taksonomiforordningens betragtning 19. Formålet med at indføre en harmoniseret definition af miljømæssigt bæredygtige økonomiske aktiviteter er bl.a. at øge gennemsigtigheden for slutinvestorer, så disse bliver bevidste om, hvorvidt den pågældende investeringsløsning reelt kan defineres som miljømæssig bæredygtig.<sup>145</sup> Dette bidrager til, at slutinvestorer får lettere ved at sammenligne forskellige investeringsløsninger på tværs af EU-medlemslande, hvilket forventes at have en positiv indvirkning på det indre marked, jf. taksonomiforordningens betragtning 13.

---

<sup>142</sup> Europa-Kommissionen, Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om fastlæggelse af en ramme til fremme af bæredygtige investeringer, Bruxelles d. 24/05/2018, COM(2018), 353 final, s. 2.

<sup>143</sup> Europa-Kommissionen, COM(2018), 353 final, s. 2 og 3.

<sup>144</sup> Europa-Kommissionen, COM(2018), 353 final, s. 1.

<sup>145</sup> Europa-Kommissionen, COM(2018), 353 final, s. 1.

En af grundene til, at et sådant klassificeringssystem er nødvendigt er, at begrebet 'bæredygtighed' ofte bruges i flæng, hvorfor der mangler klarhed om definitionen heraf.<sup>146</sup> Dette skal ses i sammenhæng med, at det er blevet et mål for mange virksomheder, at deres aktiviteter er bæredygtige med henblik på at efterleve forventningerne fra deres stakeholders. I den forbindelse stilles der fra lovgivers side øget krav til virksomheder om, at disse skal tage stilling til og oplyse om deres samfundsmæssige ansvar herunder bæredygtigheden af deres aktiviteter. Det er derfor essentielt, at der fastlægges en ensartet definition af, hvad der anses for værende bæredygtigt, så finansielle markedsdeltagere og slutinvestorer har en fælles forståelse, hvad angår miljømæssig bæredygtighed. Taksonomiforordningens klassificering af miljømæssigt bæredygtige økonomiske aktiviteter bidrager til, at slutinvestorer kan træffe oplyste investeringsbeslutninger, hvilket mindsker risikoen for 'greenwashing', da finansielle produkter i Unionen som følge af heraf er underlagt en fælles og ensartet definition af miljømæssig bæredygtighed, jf. taksonomiforordningens betragtning 11.

#### 4.3.1. Taksonomiforordningens art. 3

Taksonomiforordningens art. 3 fastlægger kriterier for, hvornår en økonomisk aktivitet kan karakteriseres som miljømæssigt bæredygtig. Det fremgår af bestemmelsen, at definitionen benyttes med henblik på at fastlægge, i hvilket omfang en investering kan kvalificeres som miljømæssigt bæredygtig. I den forbindelse skal det vurderes, hvorvidt den økonomiske aktivitet er miljømæssigt bæredygtig, hvilket art. 3 opstiller fire kumulative betingelser for. Det fremgår af art. 3, litra a, at den økonomiske aktivitet skal bidrage væsentligt til at nå ét eller flere af miljømålene, som fremgår af forordningens art. 9 sammenholdt med art. 10 – 16. Dernæst må den økonomiske aktivitet ikke skade nogen af miljømålene i art. 9, jf. art. 3, litra b. Dette er i overensstemmelse med disclosureforordningens definition af 'bæredygtige investeringer', hvoraf det fremgår, at investeringen hverken må skade et miljømæssigt eller et socialt mål væsentligt, jf. disclosureforordningens art. 2, nr. 17. Slutteligt skal den økonomiske aktivitet være i overensstemmelse med minimumsgarantierne vedrørende arbejdstagerrettigheder og menneskerettigheder i art. 18 og samtidig leve op til Kommissionens tekniske screeningskriterier vedrørende de seks miljømål, jf. art. 3, litra c og d.

Taksonomiforordningens art. 3 indfører dermed den første harmoniserede definition af miljømæssig bæredygtighed i Unionen, hvilket er en fordel for EU's indre marked. Forud for harmoniseringen heraf var det ressourcekrævende for slutinvestorer at sammenligne bæredygtigheden af finansielle produkter, hvorfor disse var tilbageholdende med at investere i miljømæssigt bæredygtige finansielle produkter, jf. taksonomiforordningens betragtning 13. Med indførelsen af taksonomiforordningens klassificeringssystem bliver det dermed lettere for slutinvestorer at sammenligne bæredygtigheden af finansielle produkter fra forskellige medlemsstater. Dette medfører samtidig, at virksomhederne i EU får lettere ved at skaffe kapital på tværs af medlemslandene til finansiering af deres miljømæssigt bæredygtige aktiviteter, jf. taksonomiforordningens betragtning 12. Dermed bidrager taksonomien til Kommissionens mål om at kanalisere flere penge mod bæredygtige investeringer, jf. taksonomiforordningens betragtning 6.

#### 4.3.2. Taksonomiforordningens art. 5

Taksonomiforordningens art. 5 supplerer oplysningskravene i disclosureforordningens art. 6, stk. 3 og art. 11, stk. 2 og omhandler gennemsigtighed for miljømæssigt bæredygtige investeringer i oplysninger, der gives forud for indgåelse af en aftale og i periodiske rapporter, jf. art. 5, 1. afsnit. Det fremgår heraf, at såfremt et finansielt produkt, som er klassificeret under disclosureforordningens art. 9, stk. 1, 2 eller 3, investerer i en økonomisk aktivitet, som bidrager til

---

<sup>146</sup> Meuer, Koelbel & Hoffmann, *On the Nature of Corporate Sustainability* (2020), s. 320.



et miljømål efter dennes art. 2, nr. 17, skal der gives oplysninger om det eller de miljømål efter taksonomiforordningens art. 9, som investeringen bidrager til, jf. taksonomiforordningens art. 5, første afsnit, litra a. Samtidig skal der gives en beskrivelse af, hvordan og i hvilket omfang investeringerne foretages i økonomiske aktiviteter, der kvalificeres som miljømæssigt bæredygtige efter taksonomiforordningens art. 3, jf. taksonomiforordningens art. 5, første afsnit, litra b. Beskrivelsen skal angive, hvor stor en andel af de investeringer, som ligger til grund for det finansielle produkt, der er foretaget i miljømæssigt bæredygtige økonomiske aktiviteter. Det skal samtidig angives, hvor stor en andel af investeringerne, som er i mulighedsskabende aktiviteter og omstillingsaktiviteter efter taksonomiforordningens art. 16 og art. 10, stk. 2, jf. taksonomiforordningens art. 5, andet afsnit. Finansielle markedsdeltagere skal oplyse omfanget af miljømæssigt bæredygtige investeringer med henblik på at gøre det muligt for slutinvestorer at få indblik i investeringens grad af miljømæssig bæredygtighed, jf. taksonomiforordningens betragtning 18. Dette skal samtidig sikre gennemsigtighed og et objektivt sammenligningsgrundlag for slutinvestorerne, jf. taksonomiforordningens betragtning 19.

Bestemmelsen i taksonomiforordningens art. 5 er indsat i disclosureforordningens art. 9, stk. 4a, hvilket bevirker, at finansielle markedsdeltagere skal medtage de oplysninger, der følger af taksonomiforordningens art. 5 i de oplysninger, der gives efter disclosureforordningens art. 9, når der er tale om bæredygtige investeringer, som bidrager til et miljømål nævnt i disclosureforordningens art. 2, nr. 17. Dette kan dog medføre udfordringer for finansielle markedsdeltagere, idet taksonomiforordningens art. 5, andet afsnit lægger op til en kvantificering af bæredygtigheden, da andelen af miljømæssigt bæredygtige økonomiske aktiviteter skal angives. Det kan være problematisk for finansielle markedsdeltagere at oplyse konkret herom, da oplysningerne efter taksonomiforordningens art. 8 endnu ikke er tilgængelige. Virksomheder, der er omfattet af art. 19a eller art. 29a om ikke-finansielle redegørelser i direktiv 2013/34/EU, pålægges efter taksonomiforordningens art. 8, stk. 1, i deres ikke-finansielle redegørelse at medtage oplysninger om, hvordan og i hvilket omfang deres aktiviteter er forbundet med miljømæssigt bæredygtige økonomiske aktiviteter efter taksonomiforordningen. Denne rapporteringsforpligtelse gælder for de omfattede virksomheder fra den 1. januar 2022, for så vidt angår miljømålene om modvirkning og tilpasning af klimaændringer i hhv. taksonomiforordningens art. 9, litra a og b, og fra den 1. januar 2023 for de resterende fire miljømål.<sup>147</sup> Bestemmelsen i taksonomiforordningens art. 8 bevirker, at når finansielle markedsdeltagere skal efterleve oplysningskravene i taksonomiforordningens art. 5 kan de indhente relevante oplysninger herom fra virksomhedernes ikke-finansielle redegørelser, hvilket skaber et mere troværdigt datagrundlag for finansielle markedsdeltagere.

Der opstår dog en problematik som følge af, at finansielle markedsdeltagere på nuværende tidspunkt ikke har adgang til de nødvendige oplysninger fra virksomhederne, men samtidig skal de efterleve oplysningsforpligtelserne i disclosureforordningens art. 9, stk. 4a. Dette stiller finansielle markedsdeltagere i en udfordrende situation, da de på nuværende tidspunkt er afhængige af data fra tredjeparter for at kunne angive andelen af investeringer i miljømæssige bæredygtige økonomiske aktiviteter i henhold til taksonomiforordningen. Dette resulterer i, at finansielle markedsdeltagere må arbejde ud fra estimater indtil mere data er tilgængelig fra virksomhederne. En afledt konsekvens heraf er en øget sandsynlighed for, at finansielle markedsdeltagere angiver forkerte oplysninger og senere skal revidere disse, hvilket på nuværende tidspunkt øger risikoen for greenwashing i den finansielle sektor.<sup>148</sup>

---

<sup>147</sup> Madsen, L. B. & Madsen, P. H. (2022), *EU Taxonomy Regulation: Compliance obligations and value creation from a Danish perspective*, International Financial Law Review [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt d. 17. april 2022).

<sup>148</sup> Pielichata, *New EU rules pose problems for institutions* (2021), s. 3.

#### 4.3.3. Taksonomiforordningens art. 9

Art. 9 i taksonomiforordningen indeholder seks miljømål, som bruges til at klassificere, hvornår en økonomisk aktivitet er miljømæssigt bæredygtig, og disse er udtømmende, jf. taksonomiforordningens betragtning 23.

Det første miljømål fremgår af art. 9, litra a og dækker over modvirkning af klimaændringer. For at bidrage væsentligt til målet om at modvirke klimaændringer skal den økonomiske aktivitet stabilisere sine drivhusgasemissioner ved enten at mindske eller undgå disse eller ved øge optaget af drivhusgasser, jf. taksonomiforordningen betragtning 24. Den økonomiske aktivitets væsentlige bidrag til modvirkning af klimaændringer fremgår nærmere i taksonomiforordningens art. 10.

Det følger endvidere af art. 9, litra b, at tilpasning af klimaændringer er et miljømål. I den forbindelse stilles der krav om, at den økonomiske aktivitet forebygger eller mindsker negativ påvirkning af klimaet både på nuværende tidspunkt og i fremtiden samt risiciene herfor, uagtet om det vedrører selve den økonomiske aktivitet, naturen eller mennesker, jf. taksonomiforordningens betragtning 25. Det følger yderligere af taksonomiforordningens art. 11, hvordan den økonomiske aktivitet kan bidrage væsentligt til tilpasning af klimaændringer.

Ydermere er bæredygtig anvendelse og beskyttelse af vand- og havressourcer et miljømål, jf. art. 9, litra c. Det fremgår af taksonomiforordningens art. 12, at det væsentlige bidrag til dette miljømål kan nås på flere måder. Dette kan f.eks. være ved at bidrage til, at vand- eller havområder opnår en god tilstand eller ved at hindre, at vand- og havområder med god tilstand forringes, jf. taksonomiforordningens art. 12, stk. 1.

Dernæst fremgår det af art. 9, litra d, at omstilling til en cirkulær økonomi udgør det fjerde miljømål. Det følger i den forbindelse, at en økonomisk aktivitet kan bidrage væsentligt til at nå dette miljømål på flere forskellige måder afhængig af, hvilken økonomisk aktivitet, der er tale om. Det væsentlige bidrag kan f.eks. bestå i at øge holdbarheden på produkter og muligheden for genbrug eller ved at reducere anvendelsen af ressourcer bl.a. gennem nye genbrugsmuligheder, jf. taksonomiforordningens betragtning 28. Art. 13 i taksonomiforordningen indeholder en nærmere beskrivelse af, hvornår en økonomisk aktivitet anses for at bidrage væsentligt til omstillingen til en cirkulær økonomi.

Det femte miljømål i henhold til taksonomiforordningen er bekæmpelse og forebyggelse af forurening, hvilket fremgår af forordningens art. 9, litra e. Taksonomiforordningens art. 14 rummer en nærmere beskrivelse af, hvornår en økonomisk aktivitet anses for at bidrage væsentligt til dette miljømål, hvilket f.eks. kan være ved at påbegynde oprydning af affald og øvrig forurening, jf. art. 14, stk. 1, litra d.

Det sidste og sjette miljømål fremgår af art. 9, litra f og dækker over beskyttelse og genopretning af biodiversitet og økosystemer, hvilket kan opnås på flere måder. Den økonomiske aktivitet kan f.eks. gennem genoprettelse og beskyttelse af økosystemer såvel som biodiversitet bidrage til at forbedre økosystemtjenesterne, hvilket anses for at være et væsentligt bidrag, jf. taksonomiforordningens betragtning 31. Det fremgår mere specifikt af taksonomiforordningens art. 15 på hvilke måder en økonomisk aktivitet kan bidrage væsentligt til genopretning og beskyttelse af biodiversitet og økosystemer.

Kommissionen er beføjet til at vedtage tekniske screeningskriterier til taksonomiforordningen, jf. taksonomiforordningens art. 23. De tekniske screeningskriterier skal for hvert af de seks miljømål i nærværende forordnings art. 9 angive, hvornår økonomiske aktiviteter bidrager væsentligt til et af disse, jf. taksonomiforordningens betragtning 34. Det følger af taksonomiforordningens art. 27, stk. 2, litra a, at forordningens art. 4, 5, 6, 7 og art. 8, stk. 1, 2 og 3 finder anvendelse ift. de første to miljømål om henholdsvis modvirkning af og tilpasning til klimaændringer fra den 1. januar 2022, hvorfor der den 9. december 2021 blev vedtaget en delegeret retsakt<sup>149</sup> med tekniske screeningskriterier for de to mål. For så vidt angår de resterende fire miljømål finder forordningens art. 4, 5, 6, 7 og art. 8, stk. 1, 2 og 3 først anvendelse fra den 1. januar 2023, hvorfor der endnu ikke er vedtaget tekniske screeningskriterier hertil, jf. taksonomiforordningens art. 27, stk. 2, litra b.

Taksonomiforordningens art. 19 omhandler krav til de tekniske screeningskriterier, som Kommissionen skal iagttage ved udarbejdelsen heraf. Det fremgår bl.a., at kriterierne skal fastlægge "*de mest relevante potentielle bidrag til givne miljømål*", jf. taksonomiforordningens art. 19, stk. 1, litra a. I forbindelse hermed skal de tekniske screeningskriterier indeholde samtlige relevante økonomiske aktiviteter i de givne sektorer, hvilke skal underlægges en ligelig behandling med henblik på at undgå konkurrencefordrejning på markedet, jf. taksonomiforordningens art. 19, stk. 1, litra j. Ydermere skal Kommissionen fastlægge minimumskriterier, som skal iagttages med henblik på at hindre, at miljømålene skades væsentligt, jf. taksonomiforordningens art. 19, stk. 1, litra b. Dette er essentielt, da økonomiske aktiviteter, som skader miljøet mere end de positivt bidrager hertil, ellers kan klassificeres som miljømæssigt bæredygtige jf. taksonomiforordningens betragtning 34.

#### 4.4. Disclosureforordningens detailregulering

Ved vedtagelse af EU-regulering er det i visse tilfælde nødvendigt at specificere og præcisere reguleringen med delegerede retsakter, hvilket EU-Kommissionen er beføjet til, jf. TEUF<sup>150</sup> art. 290, stk. 1.<sup>151</sup> I henhold til disclosureforordningen er EU-Kommissionen beføjet til at vedtage delegerede retsakter, der specificerer kravene i forordningen nærmere. Disse delegerede retsakter omtales detailreguleringen og fastsætter RTS'er til disclosureforordningen.

Som beskrevet i afsnit 4.2. er disclosureforordningen opdelt i en level 1 og level 2-regulering. Level 1-reguleringen dækker over disclosureforordningens oplysningsforpligtelser til finansielle markedsdeltagere og rådgivere, mens level 2-reguleringen indeholder RTS'er, som præciserer indholdet, præsentationen og metoderne vedrørende oplysningsforpligtelserne, jf. disclosureforordningens betragtning 30. Med level 2-reguleringen, også kaldet detailreguleringen, får finansielle markedsdeltagere og rådgivere dermed konkrete skabeloner og rammer for, hvordan oplysningerne efter disclosureforordningen skal offentliggøres. Disclosureforordningens detailregulering skulle være trådt i kraft den 1. juli 2022, men anvendelsesdatoen er blevet udskudt til den 1. januar 2023 grundet kompleksiteten og længden af RTS'erne.<sup>152</sup> Som følge af udskydelsen mangler finansielle markedsdeltagere og rådgivere specificeringer af, hvordan de skal give og præsentere oplysningerne efter disclosureforordningen. For at imødekomme

---

<sup>149</sup> Kommissionens delegerede forordning (EU) 2021/2139 af 4. juni 2021 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2020/852 for så vidt angår fastsættelse af de tekniske screeningskriterier til bestemmelse af de betingelser, hvorunder en økonomisk aktivitet kvalificeres som bidragende væsentligt til modvirkning af klimaændringer eller tilpasning til klimaændringer, og til fastlæggelse af, hvorvidt den pågældende økonomiske aktivitet i væsentlig grad skader nogle af de andre miljømål, EUT L 442.

<sup>150</sup> Konsolideret udgave af traktaten om den Europæiske Unions Funktionsområde, 26/10/2012, EUT C 326.

<sup>151</sup> Sørensen, Nielsen & Danielsen, *EU-retten* (2014), s. 144.

<sup>152</sup> European Commission, Ref. Ares(2021)7263490, s. 1.

dette problem har de europæiske tilsynsmyndigheder (ESA'erne) den 25. februar 2021 offentliggjort et 'joint supervisory statement'<sup>153</sup>. Formålet hermed er at mindske uoverensstemmende anvendelse af disclosureforordningen samt taksonomiforordningens art. 5 og 6 i interim perioden fra den 10. marts 2021, og indtil detailreguleringen træder i kraft. I den forbindelse giver ESA'erne finansielle markedsdeltagere, rådgivere og nationale tilsynsmyndigheder anbefalinger til, hvordan disse skal agere i interim perioden med henblik på at sikre en sammenhængende og effektiv anvendelse af reguleringen.<sup>154</sup>

ESA'erne udarbejdede to rapporter henholdsvis den 2. februar 2021<sup>155</sup> og 22. oktober 2021<sup>156</sup>, som indeholder udkast til disclosureforordningens detailregulering. Rapporterne omfatter bl.a. templates til anvendelse ved rapportering af bæredygtige investeringsprodukter forud for indgåelsen af en aftale samt oplysninger til offentliggørelse på websites.<sup>157</sup> I ESA'ernes joint supervisory statement anbefales det, at kompetente nationale myndigheder henviser finansielle markedsdeltagere og rådgivere til at tage udgangspunkt i udkastet til RTS'erne ved efterlevelse af disclosureforordningen, og at de bruger interim perioden på at forberede sig til anvendelsen af de endelige RTS'er.<sup>158</sup> ESA'erne opdaterede deres joint supervisory statement den 24. marts 2022, hvilket medførte en ny tidslinje, en specificering af forventningerne til kvantificeringen i taksonomiforordningens art. 5 og 6 samt oplysninger om brugen af estimater.<sup>159</sup> Budskabet hermed er fortsat en opfordring til, at finansielle markedsdeltagere og rådgivere anvender udkastene til RTS'erne ved efterlevelse af disclosureforordningen, og at de bruger interim perioden på at forberede sig til efterlevelsen af de endelige RTS'er.<sup>160</sup> Der er mulighed for, at de endelige RTS'er afviger fra udkastene, hvilket gør det udfordrende for finansielle markedsdeltagere og rådgivere at tage udgangspunkt heri.<sup>161</sup> Ydermere har ESA'erne kompetence som tilsynsmyndigheder, og deres rolle er at sikre et tættere samarbejde mellem nationale tilsynsmyndigheder og fremme en ensartet fortolkning og anvendelse af EU-regulering.<sup>162</sup> ESA'erne kan derfor udelukkende komme med anbefalinger til, hvordan finansielle markedsdeltagere og rådgivere samt nationale tilsynsmyndigheder skal forholde sig i interim perioden, hvilket kommer til udtryk i deres joint supervisory statement i form af vendinger som "recommend" og "encourage".<sup>163</sup> ESA'ernes joint supervisory statement udgør dermed blot anbefalinger til ak-

---

<sup>153</sup> European Supervisory Authorities, *Joint ESA Supervisory Statement on the application of the Sustainable Finance Disclosure Regulation*, 25. February 2021, JC 2021 06.

<sup>154</sup> European Supervisory Authorities, JC 2021 06, s. 1.

<sup>155</sup> European Supervisory Authorities, *Final Report on draft Regulatory Technical Standard: with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a(3), Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088*, 2. February 2021, JC 2021 03.

<sup>156</sup> European Supervisory Authorities, *Final Report on draft Regulatory Technical Standards: with regard to the content and presentation of disclosures pursuant to Article 8(4), 9(6), and 11(5) of Regulation (EU) 2019/2088*, 22. October 2021, JC 2021 50.

<sup>157</sup> Finanstilsynet (2021), *Offentliggørelse af joint supervisory statement og endelig rapport med detailregulering til disclosureforordningen* [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt den 26. april 2022).

<sup>158</sup> European Supervisory Authorities, JC 2021 06, s. 2.

<sup>159</sup> European Securities and Market Authority (ESMA) (2022), *ESAs issue updated supervisory statement on the application of the sustainable finance disclosure regulation* [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt d. 21. april 2022).

<sup>160</sup> European Supervisory Authorities, *Updated Joint ESA Supervisory Statement on the application of the Sustainable Finance Disclosure Regulation*, 24. March 2022, JC 2022 12, s. 3.

<sup>161</sup> European Supervisory Authorities, JC 2021 06, s. 2.

<sup>162</sup> European Commission, *Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the operation of the European Supervisory Authorities (ESAs) and the European System of Financial Supervision (ESFS)*, Brussels, 08/08/2014, COM(2014) 509 final, s. 3.

<sup>163</sup> European Supervisory Authorities, JC 2022 12, s. 3.

tører i den finansielle sektor, hvorfor disse ikke er forpligtet til at efterkomme dette. Anbefalingerne kan derfor anvendes forskelligt, hvilket resulterer i, at usikkerheden omkring efterlevelsen af disclosureforordningen i praksis kun mindskes i nogen grad.

Den 6. april 2022 blev den delegerede retsakt<sup>164</sup> med de endelige RTS'er vedtaget af EU-Kommissionen med anvendelse fra den 1. januar 2023, jf. denne delegerede retsakts art. 68. Den delegerede retsakt indeholder 13 RTS'er og vedrører disclosureforordningens oplysningskrav på både produkt- og virksomhedsniveau samt taksonomiforordningens oplysningskrav på produktniveau.<sup>165</sup> Disse er samlet i én delegeret retsakt med henblik på at sikre en ensartet anvendelse heraf, idet disse er indbyrdes forbundne.<sup>166</sup>

Den regulatoriske ramme vedrørende bæredygtige investeringer består af adskillige regelsæt, hvilket medfører forskellige anvendelsesdatoer, som finansielle markedsdeltagere og rådgivere skal forholde sig til. Finansielle markedsdeltagere og rådgivere har siden den 10. marts 2021 skulle efterleve oplysningsforpligtelserne i disclosureforordningen, hvilket betyder, at de har skulle oplyse slutinvestorer om bæredygtigheden af deres finansielle produkter herunder art. 9-fonde. Som beskrevet ovenfor har Kommissionen først den 6. april 2022 vedtaget de endelige RTS'er, som finder anvendelse fra den 1. januar 2023, hvorfor finansielle markedsdeltagere og rådgivere i en længere periode har skulle opfylde oplysningsforpligtelserne uden at have specificeringer herfor. Europa-Kommissionens generaldirektør for finansiell stabilitet, finansielle tjenesteydelser og kapitalmarkedsunionen, John Berrigan, forholder sig til udskydelsen af RTS'erne i et brev sendt til ESA'erne den 20. oktober 2020. Heri udtaler han på vegne af Kommissionen, at anvendelsen af disclosureforordningens level 1-regulering ikke er betinget af vedtagelsen af RTS'erne, da denne indeholder generelle principper for oplysninger om bæredygtighed.<sup>167</sup> Kommissionen giver derved udtryk for, at det er muligt for finansielle markedsdeltagere og rådgivere at opfylde oplysningsforpligtelserne i disclosureforordningen forinden vedtagelsen af RTS'erne. Samtidig lægger Kommissionen dog vægt på, at RTS'erne bl.a. har til formål at skabe standardisering og overensstemmelse vedrørende bæredygtighedsrelaterede oplysninger i den finansielle sektor og derved skabe et bedre sammenligningsgrundlag for slutinvestorer.<sup>168</sup> Som beskrevet i afsnit 4.2.2. har udskydelsen af RTS'erne derfor placeret udbydere af art. 9-fonde i en situation, hvor det i forbindelse med efterlevelsen af oplysningskravene i disclosureforordningen har været usikkert, hvordan oplysningerne skulle gives. Som en del heraf har udbydere af art. 9-fonde med et miljømæssigt mål efter taksonomiforordningens art. 5 skulle oplyse om andelen af økonomiske aktiviteter i porteføljen, som er 'taxonomy-aligned'. En økonomisk aktivitet anses for at være 'taxonomy-aligned' såfremt den overholder de fire kriterier i taksonomiens art. 3 herunder at bidrage væsentligt til et af de seks miljømål.

---

<sup>164</sup> European Commission, Commissions delegated regulation (EU) .../... of 6.4.2022 supplementing Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the details of the content and presentation of the information in relation to the principle of 'do no significant harm', specifying the content, methodologies and presentation of information in relation to sustainability indicators and adverse sustainability impacts, and the content and presentation of the information in relation to the promotion of environmental or social characteristics and sustainable investment objectives in pre-contractual documents, on websites and in periodic reports, Brussels d. 06/04/2022, C(2022), 1931 final.

<sup>165</sup> Finanstilsynet (2021), *EU-Kommissionen udskyder anvendelsesdatoen for detailreguleringen til disclosureforordningen og visse dele af detailreguleringen til taksonomiforordningen* [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt d. 26. april 2022).

<sup>166</sup> European Commission, C(2022) 1931 final, s. 3.

<sup>167</sup> European Commission, *Subject: Application of Regulation (EU) 2019/2088 on the sustainability-related disclosures in the financial services sector*, Brussels, FISMA.C.4/LB/mp(2020)6185001, Ref. Ares(2020)5678036 (20/10/2020), s. 2.

<sup>168</sup> European Commission, Ref. Ares(2020)5678036, s. 2.

Som følge heraf er en investering 'taxonomy-aligned' i det omfang den finansierer 'taxonomy-aligned' økonomiske aktiviteter, og andelen heraf skal angives i procent med henblik på at gøre det gennemsigtigt for slutinvestorer.<sup>169</sup> En korrekt kvantificering af 'taxonomy alignment' er betinget af tilstrækkelige data fra de virksomheder, der investeres i. Denne data forventes først at være tilgængelig for finansielle markedsdeltagere om nogle få år, hvorfor der ligeledes har været usikkerhed omkring denne oplysningsforpligtelse.<sup>170</sup> Udover manglen på data kan det være problematisk, at taksonomiens screeningskriterier endnu ikke er færdigudviklet. Som følge heraf er der risiko for, at angivelsen af 'taxonomy alignment' for en art. 9-fond er misvisende indtil taksonomiens endelige screeningskriterier foreligger, og tilstrækkelige data er tilgængelige.<sup>171</sup> Udbydere af art. 9-fonde har derfor i interim perioden været nødsaget til at opfylde oplysningskravene efter bedste evne, hvilket har resulteret i flere tilfælde af greenwashing, hvor finansielle produkter er blevet markedsført som værende mere bæredygtige, end de reelt er. Et eksempel herpå er, at finansielle produkter kun i nogen grad lever op til kriterierne for bæredygtighed, mens de samtidig har en negativ påvirkning på andre bæredygtige mål.<sup>172</sup> Dette kan være tilfældet, såfremt en art. 9-fond angives at være 50% 'taxonomy-aligned', mens de resterende 50% af porteføljen potentielt finansierer økonomiske aktiviteter, der er skadelige for miljøet.<sup>173</sup> Denne form for greenwashing er ikke udelukkende et problem for slutinvestorer, som bliver misinformeret om bæredygtigheden af finansielle produkter, men er ligeledes et problem for finansielle markedsdeltagere, hvis omdømme kan tage skade.<sup>174</sup>

Ovenstående illustrerer, at udskydelsen af RTS'erne resulterer i adskillige problematikker for finansielle markedsdeltagere, når disse skal efterleve oplysningskravene i disclosureforordningens art. 9. I forbindelse hermed påpeger professor Hanne Søndergaard Birkmose, at udskydelsen af RTS'erne bl.a. er "*et udtryk for, at det er komplekse områder, de dækker, hvilket blot gør det mere kritisabelt, at de finansielle markedsdeltagere og finansielle rådgivere skal tilpasse deres virksomhed til en række krav, som de endnu ikke fuldt ud kan få overblik over.*"<sup>175</sup> Dette udgør en hindring for reguleringens mål om harmonisering af bæredygtighedsrelaterede oplysninger, da fortolkningen af oplysningskravene kan variere blandt udbydere af art. 9-fonde.<sup>176</sup> Som følge heraf kan slutinvestorer få sværere ved at sammenligne bæredygtighedsrelaterede oplysninger vedrørende art. 9-fonde på grund af manglende gennemsigtighed og konsistens.

#### 4.5. Better regulation i relation til disclosureforordningen og taksonomiforordningen

Som beskrevet i afsnit 2.1. har reguleringstilgangen 'better regulation' dannet grundlag for udarbejdelsen af disclosureforordningen og taksonomiforordningen, hvilket kommer til udtryk i form af bl.a. høringer og konsekvensanalyser. Herved understøttes reguleringstilgangens målsætninger, herunder målsætningen om inddragelse af stakeholders i beslutningsprocesserne. Dette kan dog vanskeliggøre vedtagelse af ny regulering, hvilket bl.a. kom til udtryk i forbindelse med udarbejdelsen af den første delegerede retsakt til taksonomiforordningen, hvilken

---

<sup>169</sup> Paces, *Will the EU Taxonomy Regulation Foster Sustainable Corporate Governance?* (2021), s. 10.

<sup>170</sup> Paces (2021), s. 3.

<sup>171</sup> Van Caenegem & Van De Werve, *Regulating Sustainability Communications in the Financial Services Sector: The Sustainable Finance Disclosure Regulation* (2021), s. 17.

<sup>172</sup> Brühl (2022), s. 2.

<sup>173</sup> Och, *Sustainable Finance and the EU Taxonomy Regulation – Hype or Hope?* (2020), s. 14.

<sup>174</sup> Busch, Ferrarini & Grünwald (2021), s. 48.

<sup>175</sup> Birkmose, *EU's grønne taksonomi og offentliggørelse af bæredygtighedsrelaterede oplysninger* (2021), s. 58.

<sup>176</sup> Broome, J. (2022), *EU Taxonomy in Limbo – Reporting Alignment of Article 8 and 9 Funds in 2022*, SustainableAnalytics [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt d. 6. maj 2022).

Kommissionen måtte udskyde som følge af over 46.000 modtagne høringsvar.<sup>177</sup> Ovenstående illustrerer samtidig, at reguleringen har medført flere problemstillinger for de aktører, som er omfattet af forordningernes anvendelsesområder. Dette gælder bl.a. udskydelsen af detailreguleringen, som har resulteret i, at finansielle markedsdeltagere står i en situation, hvor det er uklart, hvordan de skal agere i henhold til reguleringen. Konsekvenserne heraf står i kontrast til reguleringstilgangens målsætning om bedre og enklere EU-regulering, da reguleringen på nuværende tidspunkt fremstår kompleks. Selvom 'better regulation' skaber en ramme for reguleringsprocessen i EU gennem fastsættelse af konkrete målsætninger og tiltag, kan denne dog som beskrevet ovenfor medføre nogle udfordringer i praksis i form af bl.a. uhensigtsmæssige udskydelser.

## 5. Bæredygtige investeringer i et kommunikationsperspektiv

Som beskrevet tidligere i afsnit 4.2. skal disclosureforordningen bidrage til beskyttelsen af slutinvestorer, da formålet med reguleringen er, at oplysningerne til disse skal forbedres, jf. disclosureforordningens betragtning 35. Forordningen pålægger den finansielle sektor at give bæredygtighedsrelaterede oplysninger til slutinvestorer, hvor forordningens art. 9 og 10 mere specifikt vedrører gennemsigtighed i forbindelse med oplysninger om bæredygtige investeringer. Udskydelsen af anvendelsesdatoen for detailreguleringen til den 1. januar 2023 stiller derfor finansielle markedsdeltagere og rådgivere i en udfordrende situation, da der på nuværende tidspunkt ikke er klare retningslinjer for, hvordan oplysningerne skal formidles til slutinvestorer. Dette er særligt udfordrende, idet stakeholders generelt stiller øget krav til information og gennemsigtighed om virksomheders aktiviteter, hvorfor det er afgørende, at virksomhederne øger troværdigheden herom i deres kommunikation.<sup>178</sup> Samtidig bliver der løbende fulgt op på, hvorvidt virksomhederne lever op til de værdier, som de udtrykker i deres kommunikationsmaterialer.<sup>179</sup> Der opstår dermed en problemstilling, da aktørerne i den finansielle sektor på nuværende tidspunkt skal kommunikere oplysningerne efter disclosureforordningen til slutinvestorer uden at have konkrete holdepunkter for, hvordan dette skal gøres i praksis, hvilket bl.a. kan føre til, at kommunikationen til slutinvestorer fremstår utroværdig og får karakter af greenwashing. Theodor Christensen, vicekontorchef hos Finanstilsynet, udtaler "*Grundlæggende handler Disclosure-forordningen om, at kommunikationen med kunderne skal være ærlig. Markedsføringen af finansielle produkter skal svare til, hvor bæredygtige de rent faktisk er.*"<sup>180</sup> Som citatet illustrerer, er kommunikationen med slutinvestorer omdrejningspunktet for disclosureforordningen, og det er derfor afgørende, at denne fremstår troværdig og gennemsigtig. Det er derfor interessant at undersøge, hvordan finansielle markedsdeltagere legitimerer sig i forbindelse med efterlevelsen af disclosureforordningens oplysningskrav med henblik på at klarlægge, hvilke diskurser disse trækker på i deres kommunikation til slutinvestorer.

### 5.1. Introduktion til analysemetode

#### 5.1.1. Dataindsamling

Taler, debatter og artikler fra medierne har ofte udgjort datagrundlaget for kritiske diskursanalyser, men også reklamer, tekstbøger, interviews og transskriberinger af bl.a. møder er blevet

---

<sup>177</sup> European Commission (2021), *Commissioner McGuinness' opening remarks at the ECON Committee Structured Dialogue* [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt d. 25. maj 2022).

<sup>178</sup> Borglund et al (2021), s. 380.

<sup>179</sup> Norlyk (2016), s. 135.

<sup>180</sup> Christiansen, S. L. (2021), *Danske Bank sælger sorte olieselskaber til klimabevidste kunder*, FinansWatch [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt d. 23. april 2022).

analyseret. Der kan derfor anvendes en stor variation af data som grundlag for en kritisk diskursanalyse.<sup>181</sup> Som følge heraf har vi indsamlet data i form af prospekter, hvori finansielle markedsdeltagere bl.a. offentliggør de oplysninger, som de efter disclosureforordningen pålægges at give i forbindelse med udbud af bæredygtige investeringer. Et prospekt er et dokument, som indeholder oplysninger, som slutinvestorer er afhængige af for at kunne vurdere karakteren af aktierne og dermed tage stilling til, hvorvidt de ønsker at investere.<sup>182</sup> Vi vurderer, at vores datamateriale er både troværdigt og validt, da prospektforordningen<sup>183</sup> indeholder krav til prospektets indhold og stiller udbydere af prospekter ansvarlige for dette, jf. prospektforordningens art. 11.

Første led i vores dataindsamling indebar en undersøgelse af det danske marked for bæredygtige investeringer i form af udbudte art. 9-fonde. I den forbindelse valgte vi at tage udgangspunkt i danske investeringsforeninger, som udbyder aktiefonde. Her undersøgte vi deres fondslister med det formål at få et overblik over antallet af udbudte art. 9-fonde, hvorefter vi kunne konstatere, at disse fonde på nuværende tidspunkt ikke udbydes af alle danske investeringsforeninger. På baggrund heraf udvalgte vi syv danske investeringsforeninger, som udbyder én eller flere art. 9-fonde. Da det afgørende for en kritisk diskursanalyse er sproget, og hvordan dette bruges i kommunikationen, er analysen derfor ikke betinget af antallet af investeringsforeninger eller fonde, der inddrages i afhandlingen.<sup>184</sup> Vi har derfor valgt udelukkende at tage udgangspunkt i én art. 9-fond fra hver investeringsforening og indsamlede prospekter fra disse den 1. maj 2022. I vores analyse af investeringsforeningernes kommunikation tager vi derfor ikke højde for eventuelle ændringer foretaget i investeringsforeningernes prospekter efter den 1. maj 2022. Analysen vil udelukkende tage udgangspunkt i uddrag fra investeringsforeningernes prospekter, der indeholder oplysninger om art. 9-fonde, som skal offentliggøres efter disclosureforordningen. Uddragene fra investeringsforeningernes prospekter er dog fjernet som bilag af hensyn til ophavsretten.

### 5.1.2. Analysestrategi

Som beskrevet tidligere i afsnit 1.2. ønsker vi at afdække, hvordan udbydere af art. 9-fonde i interim perioden efterlever disclosureforordningens oplysningskrav i art. 9 og 10, som de har været pålagt siden den 10. marts 2021. Som illustrativt eksempel på denne problemstilling foretager vi en kritisk diskursanalyse af udvalgte investeringsforeningers kommunikation til slutinvestorer i form af prospekter. I den forbindelse undersøges investeringsforeningernes selvlegitimering samt hvilke forskellige diskurser, de trækker på.

Som beskrevet i afsnit 3.2. udarbejdes vores analyse af investorkommunikationen med udgangspunkt i Theo Van Leeuwens rammeværk fra artiklen ”Legitimation in discourse and communication”.<sup>185</sup> Theo Van Leeuwen er en del af et netværk af forskere, som kaldes CDA fra det engelske begreb ’critical discourse analysis’. Foruden Theo Van Leeuwen består netværket bl.a. af Teun Van Dijk, Norman Fairclough, Gunther Kress og Ruth Wodak, der alle er førende professorer inden for kritisk diskursanalyse.<sup>186</sup> Netværket har skabt et forum for diskussioner

---

<sup>181</sup> Van Leeuwen, *Critical Discourse Analysis* (2006), s. 291.

<sup>182</sup> Andersen, *Aktie- og anpartsselskabsret: Kapitalselskaber* (2019), s. 110 og 111.

<sup>183</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129 af 14. juni 2017 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, og om ophævelse af direktiv 2003/71/EF, EUT L 168.

<sup>184</sup> Daymon & Holloway (2011), s. 171.

<sup>185</sup> Van Leeuwen (2007).

<sup>186</sup> Wodak, *What CDA is About – a Summary of its History, Important Concepts and Its Developments* (2001), s. 3.



om kritisk diskursanalyse samt de forskellige tilgange hertil og har medført lancering af journalen *Discourse & Society* og diverse bøger. Oprettelsen af netværket i 1991 var begyndelsen på en institutionalisering af feltet for kritisk diskursanalyse, som sidenhen er blevet udbygget med nye forskere, journaler samt bøger, og i dag udgør et etableret paradigme inden for sprogvidenskaben.<sup>187</sup> Som beskrevet tidligere findes der adskillige tilgange inden for analysemetoden kritisk diskursanalyse, hvilket ligeledes afspejles i en lang række definitioner af begrebet.<sup>188</sup> Theo Van Leeuwen beskriver kritisk diskursanalyse som: "*Critical discourse analysis is founded on the insight that text and talk play a key role in maintaining and legitimating inequality, injustice and oppression in society. It employs discourse analysis to show how this is done, and it seeks to spread awareness on this aspect of language use in society, and to argue explicitly for change on the basis of its findings*".<sup>189</sup> Kritisk diskursanalyse bruges derfor til at illustrere, hvordan sprog spiller en rolle i samfundet, og hvordan dette kan bruges som led i en legitimeringsproces. Ved brug af kritisk diskursanalyse som analysemetode vil vi gennem systematisk undersøgelse af data tydeliggøre magtrelationer med henblik på at illustrere investeringsforeningernes selvlegitimering samt hvilke diskurser, disse trækker på.<sup>190</sup> Det ovennævnte rammeværk af Van Leeuwen indeholder en fremgangsmåde til at analysere legitimeringsprocesser samt hvilke diskurser, der opstår i forbindelse hermed. Som illustreret i figur 1 nedenfor skelner Van Leeuwen mellem fire forskellige legitimeringskategorier, som er 'authorization', 'moral evaluation', 'rationalization' og 'mythopoesis', og hver af disse legitimeringskategorier har dertil en række underkategorier.<sup>191</sup> De fire legitimeringskategorier kan benyttes af virksomheder som et værktøj til både at legitimere og delegitimere handlinger, og de kan i den forbindelse både anvendes separat eller i kombination.<sup>192</sup>

I udarbejdelsen af den kritiske diskursanalyse kodes udvalgte afsnit i investeringsforeningernes prospekter med udgangspunkt i Van Leeuwens legitimeringskategorier. Sidstnævnte kategori 'mythopoesis' vil dog ikke blive inddraget i analysen af investorkommunikationen, da denne omhandler legitimering gennem storytelling, hvilket ikke vurderes at være relevant ved analyse af prospekter, som udspringer af lovkrav.<sup>193</sup> I forbindelse med kodningen af prospekterne er hver legitimeringskategori blevet tildelt en farve med henblik på at tydeliggøre de steder, hvor de respektive legitimeringskategorier identificeres. De tre legitimeringskategorier kodes som følgende: 'authorization' er grøn, 'moral evaluation' er rosa, og 'rationalization' er blå, hvilket ligeledes fremgår af figur 1. I vores kodning og efterfølgende beskrivelse af legitimeringskategorierne vil vores udgangspunkt være de tre hovedkategorier, og underkategorierne inddrages kun i det omfang, disse vurderes at være relevante for analysen. Med henblik på at give et indblik i investeringsforeningernes kommunikation inddrages i analysen udvalgte citater fra deres prospekter. Disse citeres i deres oprindelige form til trods for eventuelle stavefejl med henblik på at bevare citaternes udtryk.

---

<sup>187</sup> Wodak (2001), s. 4.

<sup>188</sup> Wodak, *Critical Discourse Analysis: Challenges and Perspectives* (2013), s. xix.


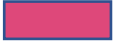

<sup>189</sup> Van Leeuwen (2006), s. 290.

<sup>190</sup> Wodak (2013), s. xxi.

<sup>191</sup> Van Leeuwen (2007), s. 91.

<sup>192</sup> Van Leeuwen (2007), s. 92.

<sup>193</sup> Van Leeuwen (2007), s. 105

Legitimeringskategorier	Definitioner	Underkategorier	Farvekoder i analysen
Authorization <sup>194</sup>	<i>“Legitimation by reference to the authority of tradition, custom and law, and of persons in whom institutional authority of some kind is vested.”</i> <sup>195</sup>	Personal authority Expert authority Role model authority Impersonal authority Authority of tradition Authority of conformity	<b>Grøn</b> 
Moral evaluation <sup>196</sup>	<i>“Legitimation by (often very oblique) reference to value systems.”</i> <sup>197</sup>	Evaluation Abstraction Comparison	<b>Rosa</b> 
Rationalization <sup>198</sup>	<i>“Legitimation by reference to the goals and uses of institutionalized social action, and to the knowledge society has constructed to endow them with cognitive validity.”</i> <sup>199</sup>	Instrumental rationalization - Goal orientation - Means orientation - Effect orientation  Theoretical rationalization - Experiential - Scientific - Definition - Explanation - Prediction	<b>Blå</b> 
Mythopoesis <sup>200</sup>	<i>“Legitimation conveyed through narratives whose outcomes reward legitimate actions and punish non-legitimate actions.”</i> <sup>201</sup>	Moral tale Cautionary tale Single determination Overdetermination	Anvendes ikke i analysen

**Figur 1.** Egen tilvirkning efter Van Leeuwen (2007).

<sup>194</sup> Van Leeuwen (2007), s. 97.

<sup>195</sup> Van Leeuwen (2007), s. 92.

<sup>196</sup> Van Leeuwen (2007), s. 100.

<sup>197</sup> Van Leeuwen (2007), s. 92.

<sup>198</sup> Van Leeuwen (2007), s. 105.

<sup>199</sup> Van Leeuwen (2007), s. 92.

<sup>200</sup> Van Leeuwen (2007), s. 107.

<sup>201</sup> Van Leeuwen (2007), s. 92.

## 5.2. Investeringsforeningernes selvlegitimering

### 5.2.1. Authorization

Som beskrevet i figur 1 indebærer legitimering gennem 'authorization' referencer til autoritet bl.a. i form af lovgivning og traditioner.<sup>202</sup> Da vores datamateriale udspringer af lovkrav, indeholder disse adskillige referencer til 'impersonal authority', der kommer til udtryk ved henvisning til regler og lovgivning.<sup>203</sup> Et eksempel herpå er, hvor investeringsforeningen Danske Invest Index beskriver hvilken investeringsstrategi det finansielle produkt følger *"Afdelingen investerer i overensstemmelse med MSCI Europe Climate Change Index, der er tilpasset dette mål og fraviger et bredt markedsindeks som et lav CO2 emissionsbenchmarks, der opfylder benchmarkforordningens minimumskrav til et EU-benchmark for klimaovergangen med underliggende aktiver udvalgt, vægtet eller udelukket, således at aktiverne er i en dekarboniseringsproces."*<sup>204</sup> Danske Invest Index henviser i dette citat både til MSCI Europe Climate Change Index og benchmarkforordningen, og de legitimerer deres investeringsstrategi ved at fremhæve, at de investerer i overensstemmelse et anerkendt indeks, som opfylder reguleringsmæssige minimumsstandarder. Dette er ligeledes tilfældet, når de beskriver, hvordan de vil opfylde fondens bæredygtige investeringsmål. Det fremgår her, at *"med henblik på at opfylde det bæredygtige investeringsmål og fremme miljømæssige og/eller sociale karakteristika forpligter afdelingen sig til at samarbejde med selskaber samt stemme om miljømæssige og/eller sociale forslag i overensstemmelse Danske Banks retningslinjerne for Stemmeafgivning og Stemmeomfang"*.<sup>205</sup> De legitimerer her deres bæredygtighedsmål ved at henvise til interne politikker, hvilket ligeledes gør sig gældende for de andre investeringsforeninger. Sparindex angiver bl.a. at *"afdelingen investerer i europæiske selskaber, der anses for at tage bæredygtighedshensyn (ESG) med i forretningsmodellen, og som ikke krænker FN's deklARATION af menneskerettigheder eller andre internationalt anerkendte konventioner"*.<sup>206</sup> Sparindex legitimerer derved deres investeringspolitik ved at beskrive, at de investerer i overensstemmelse med FN's deklARATION af menneskerettigheder og andre internationalt anerkendte konventioner.

Udover at legitimere sig ved at referere til anerkendte indekser og konventioner, er der adskillige eksempler på, at investeringsforeningerne henviser til lovgivning. Et eksempel herpå er Sparinvest, som beskriver at *"Investeringerne i produktet bidrager til opnåelsen af EU-Taksonomiens miljømål, jf. artikel 9 i taksonomiforordningen (EU 2020/852)"*.<sup>207</sup> Citatet illustrerer, at Sparinvest legitimerer deres porteføljesammensætning ved at beskrive, at de udvælger investeringer til det finansielle produkt, som bidrager til opnåelsen af taksonomiens miljømål. Et lignende eksempel på henvisning til lovgivning fremgår af Nykredit Invests prospekt, hvor det fremgår at *"Afdelingen ser sig dermed omfattet af rapporteringsforpligtelser beskrevet i artikel 9 i forordning om bæredygtighedsrelaterede oplysninger (2019/2088)"*.<sup>208</sup> Hermed legitimerer Nykredit Invest deres fond ved at henvise til disclosureforordningens art. 9, som prospektets oplysninger udspringer af. Citatets formulering *"ser sig dermed omfattet"* er dog uklar, da Nykredit Invest fremstår som værende usikre på, hvorvidt de er omfattet af rapporteringsforpligtelsen i disclosureforordningens art. 9 vedrørende bæredygtige investeringer. Formuleringen indikerer, at Nykredit Invest har foretaget en skønsmæssig vurdering af, hvorvidt det fi-

---

<sup>202</sup> Van Leeuwen (2007), s. 92.

<sup>203</sup> Van Leeuwen (2007), s. 96.

<sup>204</sup> Bilag 2A (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>205</sup> Bilag 2A (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>206</sup> Bilag 2B (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>207</sup> Bilag 2F (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>208</sup> Bilag 2G (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

nansielle produkt kan kategoriseres som en bæredygtig investering efter disclosureforordningens art. 9. Dette understøtter problemstillingen vedrørende detailreguleringens udskydelse og er et eksempel på, at finansielle markedsdeltagere på nuværende tidspunkt mangler specificeringer vedrørende disclosureforordningens oplysningskrav.

Henvisninger til 'impersonal authority' i form af regler, lovgivning og konventioner går igen adskillige gange i samtlige prospekter. Eksempler herpå er "*FN-Verdensmål for Bæredygtig Udvikling (Sustainable Development Goals – "SDGerne")*"<sup>209</sup>, "*Svanemærket*"<sup>210</sup>, "*internationale normer og konventioner*"<sup>211</sup>, "*FN's Global Compact-Principper*"<sup>212</sup>, "*Paris-aftalen*"<sup>213</sup> samt "*internationale ret defineret som konventioner tiltrådt og ratificeret af hovedparten af verdenssamfundet, FN's deklaration af menneskerettigheder, OECD Guidelines for multinationale virksomheder, ILO's konventioner for arbejdstagerrettigheder og Global Compacts 10 principper for bæredygtig virksomhedsadfærd*"<sup>214</sup>. Citaterne illustrerer, at investeringsforeningerne henviser til forskellige former for 'impersonal authority', hvilke har varierende status. Der bliver bl.a. henvist til det nordiske miljømærke "Svanemærket", og samtidig henvises der til internationale konventioner samt "FN's deklaration for menneskerettigheder", som er højtprofilerede tiltag grundet deres internationale anerkendelse.<sup>215</sup> Dette bevirker, at investeringsforeningernes grad af legitimering gennem 'impersonal authority' afhænger af, hvilken status den pågældende henvisning besidder.

Ovenstående illustrerer, at samtlige investeringsforeninger legitimerer sig gennem brug af 'impersonal authority'. Dette kan ses i sammenhæng med, at oplysningerne i prospekterne udspringer af lovgivning og vedrører et område, som er underlagt forskellige former for regulering. Ydermere kan det i situationer, som er præget af usikkerhed, være en strategi for udbydere af art. 9-fonde at henvise til retningslinjer og lovgivning med henblik på at understøtte og legitimere deres handlinger.

Udover 'impersonal authority' legitimerer investeringsforeningerne sig gennem 'authority of conformity'. Denne form for legitimering indebærer referencer til, hvad der anses for at være samfundsnormen, dvs. "det som alle gør".<sup>216</sup> Dette kommer bl.a. til udtryk i Formueplejes prospekt, når de beskriver deres screeningsproces. Det fremgår, at "*Desuden vurderer ESG-analyse også selskabernes adfærd i lyset af globale miljømæssige og sociale standarder og normer.*"<sup>217</sup> Citatet viser, at Formuepleje legitimerer deres screeningsproces ved at henvise til, at de handler i overensstemmelse med standarder og normer, som anvendes globalt. Et andet eksempel herpå er i Danske Invest's prospekt, hvor de beskriver at "*CCP'er defineres for at sikre, at selskaberne gør de nødvendige tiltag til og udvikler sig i retning af en bæredygtig fremtid.*"<sup>218</sup> Dette fremgår ligeledes af Nordea Invest's prospekt, hvor de beskriver, at der tages "...*passende skridt i forhold til virksomheder, som angiveligt bryder eller på anden måde angives at være i konflikt med internationale love og normer.*"<sup>219</sup> Citaterne illustrerer, at både Danske Invest og Nordea Invest legitimerer deres investeringsstrategi ved at trække på vendinger som

---

<sup>209</sup> Bilag 2C (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>210</sup> Bilag 2B (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>211</sup> Bilag 2D (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>212</sup> Bilag 2D (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>213</sup> Bilag 2E (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>214</sup> Bilag 2F (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>215</sup> Borglund et al (2021), s. 207 og 210.

<sup>216</sup> Van Leeuwen (2007), s. 96.

<sup>217</sup> Bilag 2D (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>218</sup> Bilag 2C (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>219</sup> Bilag 2E (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

"nødvendige tiltag" og "passende skridt", hvis betydning afhænger af, hvad der er "normalen" i sektoren. Disse vendinger kan dog også være et udtryk for, at investeringsforeningerne ikke er sikre på, hvordan de konkret skal agere ved udvælgelse af virksomheder til deres art. 9-fonde. Som følge heraf kan det være svært for slutinvestorer at gennemskue, hvad der skal forstås ved "nødvendig" og "passende", da disse fortolkes subjektivt. Forståelsen heraf kan derfor variere blandt slutinvestorer, hvilket resulterer i, at budskaberne fremstår vage.

En tredje form for 'authorization' kommer til udtryk gennem 'expert authority'. Her sker legitimering ved henvisning til ekspertise, hvilket kan komme til udtryk både implicit og eksplicit.<sup>220</sup> Sparinvest og Nykredit Invest refererer til ekspertise uden for deres organisationer, når de beskriver, at deres arbejde med grøn omstilling "sker på baggrund af anbefalingerne fra Task Force on Climate Related Financial Disclosures."<sup>221</sup> Dermed legitimerer investeringsforeningerne deres tilgange til grøn omstilling ved at beskrive, at de agerer på baggrund af anbefalinger fra en ekspert inden for det specifikke område. Nordea Invest beskriver derimod i deres prospekt, at "På baggrund af regelmæssige screeninger tager NIM's komite for ansvarlige investeringer (Nordea Invest Management Responsible Investment Committee) passende skridt..."<sup>222</sup> Nordea Invest legitimerer derved deres tilgang til ansvarlige investeringer ved at henvise til, at de har intern ekspertise, som de inddrager i deres investeringsproces.

Ovenstående illustrerer, at investeringsforeningerne i stor grad legitimerer sig gennem henvisninger til 'authorization' i deres prospekter, hvilket kommer til udtryk i flere forskellige former. Som beskrevet ovenfor indeholder investeringsforeningernes prospekter adskillige henvisninger til 'impersonal authority'. Ved at henvise til bl.a. lovgivning, konventioner og politikker søger investeringsforeningerne at skabe troværdighed vedrørende deres art. 9-fonde. Dette er ligeledes en måde, hvorpå investeringsforeningerne blåstempler deres handlinger i relation til porteføljepleje og udbud af bæredygtige investeringer. Herved ønsker investeringsforeningerne at fremstå som værende ansvarlige ved at være eksplicitte omkring, at de iagttager bindende regulering i form af bl.a. taksonomiforordningen såvel som ikke-bindende tiltag såsom OECDs guidelines for multinationale virksomheder. Investeringsforeningerne legitimerer sig ydermere gennem referencer til 'authority of conformity', hvorved de skaber et billede af, at deres ageren ved udbud af bæredygtige investeringer er konform i forhold til andre finansielle aktører. Ved at trække på denne form for autoritetslegitimering søger investeringsforeningerne at udvise, at de besidder samme bæredygtighedsniveau som andre investeringsforeninger. Slutteligt er der flere eksempler på, at investeringsforeningerne understøtter deres argumentation med henvisning til ekspertise og derved legitimerer sig gennem 'expert authority'. Ved at henvise til intern ekspertise f.eks. i form af en komite for ansvarlige investeringer, fremhæver de, at de internt besidder kompetencer, som er målrettet og tilpasset arbejdet med bæredygtige investeringsløsninger, hvorved de signalerer, at de tager ansvar for deres porteføljesammensætning. Henvisninger til ekstern ekspertise som f.eks. en task force signalerer samtidig, at investeringsforeningerne anerkender deres egne begrænsninger i arbejdet med bæredygtige investeringer, hvorfor de følger eksterne anbefalinger.

På baggrund af ovenstående identificeres forskellige diskurser, som investeringsforeningerne trækker på i forbindelse med legitimering gennem 'authorization'. Da samtlige investeringsforeninger i høj grad anvender 'impersonal authority' som autoritetslegitimering trækker disse på en diskurs vedrørende compliance. Dette kommer til udtryk, når investeringsforeningerne henviser til, at de agerer i overensstemmelse med lovgivning, politikker og standarder. Denne

---

<sup>220</sup> Van Leeuwen (2007), s. 94 og 95.

<sup>221</sup> Bilag 2F og 2G (bilagene er fjernet pga. ophavsret)

<sup>222</sup> Bilag 2E (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

diskurs kommer ligeledes til udtryk, når investeringsforeningerne anvender fagtermer til at beskrive deres investeringsstrategier, da disse bruges til at understøtte, at investeringsforeningerne agerer i overensstemmelse med bl.a. disclosureforordningen og benchmarkforordningen. Investeringsforeningerne trækker samtidig på compliance-diskursen, når de legitimerer sig gennem 'authority of conformity', da de i forbindelse hermed gør brug af forskellige vendinger, som signalerer, at de agerer i overensstemmelse med normen i den finansielle sektor. Udover compliance-diskursen trækker investeringsforeningerne på en diskurs vedrørende ansvarlighed, når de henviser til ikke-bindende tiltag såsom guidelines. Dette skal ses i sammenhæng med, at de herved udviser et ansvar for den bæredygtige udvikling ved at forpligte sig til at iagttage frivillige tiltag. Investeringsforeningerne trækker samtidig på ansvarligheds-diskursen, når de legitimerer sig gennem 'expert authority'. Diskursen kommer til udtryk ved henvisninger til både intern og ekstern ekspertise, hvilket vidner om, at investeringsforeningerne ønsker at agere ansvarligt i deres arbejde med art. 9-fonde.

### 5.2.2. Moral evaluation

Som beskrevet i figur 1 indebærer 'moral evaluation' henvisning til værdisystemer.<sup>223</sup> Samtlige investeringsforeninger legitimerer sig gennem 'evaluation', når de gør brug af evaluerende adjektiver i beskrivelserne af deres art. 9-fonde, hvorved deres budskaber tillægges værdi.<sup>224</sup> Dette ses bl.a. i Danske Invest Index' prospekt, hvor de beskriver, at "*Fonden følger benchmarket i dets væsentlighed, men udelukker desuden selskaber, der vurderes at have en væsentlige negativ indvirkning på øvrige bæredygtige mål og selskaber, der i øvrigt ikke opfylder dens udvidede bæredygtighedsstandarder, på anden vis er involveret i aktiviteter med betydelige negative klimapåvirkninger...*"<sup>225</sup> I denne beskrivelse af fondens investeringsstrategi benytter Danske Invest Index flere evaluerende vendinger såsom "*væsentlige negativ*" og "*betydelige negativ*" med henblik på at skildre, at de griber ind over for virksomheder, hvis aktiviteter ikke anses som værende bæredygtige. I den forbindelse beskriver Danske Invest Index, at de har nogle "*udvidede*" bæredygtighedsstandarder, som virksomheder skal leve op til for at være en del af fondens portefølje. De fremhæver dermed, at fonden har nogle bæredygtighedsstandarder, som går ud over det sædvanlige, og som følge heraf legitimerer Danske Invest Index deres porteføljesammensætning ved at vise, at de stiller høje krav til virksomhederne i fonden. Formuepleje benytter sig af lignende vendinger, når de beskriver, at "*Der benyttes positiv screening til at investere i selskaber, der er godt positioneret i overgangen til en mere bæredygtig økonomi, der håndterer verdens mest presserende bæredygtighedsudfordringer.*"<sup>226</sup> Dette ses ligeledes i Nordea Invests prospekt, hvor de skriver, at "*Efter en gennemgribende fundamental analyse udvælges virksomheder, hvis fremtidige indtjening i væsentlig grad ventes at komme fra deres bidrag til miljømæssige løsninger.*"<sup>227</sup> Endnu et eksempel på brugen af evaluerende adjektiver findes i Nykredit Invests prospekt, hvor de skriver "*Dette er for Nykredit den bedste måde at skabe gode afkast for vores kunder og samtidig i fællesskab med vores kunder løfte en ambition om en mere bæredygtig udvikling.*"<sup>228</sup> Citaterne illustrerer, at både Formuepleje, Nordea Invest og Nykredit Invest legitimerer deres investeringsstrategier ved brug af 'evaluation' som legitimeringsform, når de bruger vendinger som f.eks. "*godt positioneret*", "*gennemgribende fundamental analyse*" og "*den bedste måde at skabe gode afkast*". Budskaberne bruges som led i at retfærdiggøre og dermed legitimere deres handlinger, men det

---

<sup>223</sup> Van Leeuwen (2007), s. 92.

<sup>224</sup> Van Leeuwen (2007), s. 98.

<sup>225</sup> Bilag 2A (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>226</sup> Bilag 2D (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>227</sup> Bilag 2E (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>228</sup> Bilag 2G (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

kan være udfordrende for slutinvestorer at gennemskue, hvad der konkret skal forstås herved, hvilket kan resultere i, at kommunikationen til disse fremstår uigennemsigtig.

Ydermere gør adskillige investeringsforeninger brug af værdiladede ord, når de beskriver hvilke virksomheder, der ekskluderes fra porteføljerne. Et eksempel herpå er Danske Invest, som skriver, at *"Afdelingen udelukker investeringer, der ikke opfylder dens udvidede bæredygtighedsstandarder, som er involveret i aktiviteter med betydelige negative klimapåvirkninger og/eller som er involveret i uetiske eller kontroversielle aktiviteter."*<sup>229</sup> Dette ses ligeledes i Formueplejes prospekt, hvor de beskriver, at investeringsprocessen *"... i sig selv vil reducere eksponering mod kontroversielle og skadelige aktiviteter betydeligt."*<sup>230</sup> Samtidig beskriver Nordea Invest, at der *"... anvendes eksklusionsfiltre for at begrænse investeringer i virksomheder og udstedere med betydelig eksponering mod visse aktiviteter, der anses for at være skadelige for miljøet og/eller samfundet som helhed, herunder tobaksvirksomheder og fossile virksomheder."*<sup>231</sup> Eksemplerne viser, at ord som *"skadelige"*, *"uetiske"* og *"kontroversielle"* benyttes af investeringsforeningerne til at understrege de negative karakteristika, som de ekskluderede virksomheder besidder. Ved brug af disse ord legitimerer investeringsforeningerne deres screeningsproces ved at understrege, at de agerer forsvarligt. Der kan dog opstå en problematik, såfremt investeringsforeningerne ikke konkret definerer, hvad der skal forstås ved *'uetisk'*, *'skadelig'* og *'kontroversiel'*, da det i så fald bliver uklart for slutinvestorer, hvilke virksomheder der sorteres fra ved sammensætning af porteføljen.

En anden måde, hvorpå investeringsforeningerne legitimerer sig, er gennem *'abstraction'*, som omfatter henvisninger til handlinger på et abstrakt plan med henblik på at tillægge disse moralske værdier.<sup>232</sup> Et eksempel herpå er i Danske Invest Index' prospekt, hvor de beskriver følgende *"I forbindelse med investeringsbeslutninger overvejer afdelingen selskabers forretningsmodel og strategi samt deres evne til at skabe langsigtet værdi for aktionærene."*<sup>233</sup> Herved bruger Danske Invest Index formuleringen *"deres evne til at skabe langsigtet værdi"*, som en abstraktion for virksomhedernes konkrete tiltag, og dermed legitimerer investeringsforeningen deres investeringsbeslutninger i relation til god ledelsespraksis. Et andet eksempel herpå er i Formueplejes prospekt, hvori det fremgår, at *"Det bliver sikret, at selskaber følger god ledelsespraksis, især med hensyn til ejerstrukturer, aktionærrettigheder, aflønning og strukturer, der giver mulighed for tilsyn og indebærer ansvarlighed, gennemsigtighed og fravær af interessekonflikter."*<sup>234</sup> Nordea Invest gør brug af samme legitimeringsform, når de i deres prospekt beskriver, at *"I vurderingen af selskabsledelsen indgår elementer som ansvarlighed, beskyttelse af aktionærers og obligationsejeres rettigheder og langsigtet bæredygtig værdiskabelse."*<sup>235</sup> Citaterne illustrerer, at både Formuepleje og Nordea Invest legitimerer deres tilgang til vurdering af god ledelsespraksis ved at inddrage abstraktioner i form af *"ansvarlighed"*, *"gennemsigtighed"* og *"langsigtet bæredygtig værdiskabelse"* med henblik på at tillægge deres handlinger moralsk værdi.

Ovenstående eksempler viser, at investeringsforeningerne ligeledes legitimerer sig gennem *'moral evaluation'*, men denne form for legitimering forekommer i mindre grad end autoritetslegitimering i prospekterne. Når investeringsforeningerne gør brug af evaluerende adjektiver

---

<sup>229</sup> Bilag 2C (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>230</sup> Bilag 2D (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>231</sup> Bilag 2E (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>232</sup> Van Leeuwen (2007), s. 99.

<sup>233</sup> Bilag 2A (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>234</sup> Bilag 2D (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>235</sup> Bilag 2E (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

som f.eks. ”den bedste måde” og ”uetisk” i deres beskrivelser, tillægges budskaberne moralsk værdi, hvorved de understøtter, at de handler på korrekt vis. Hermed trækker investeringsforeningerne ligeledes på ansvarligheds-diskursen, når de signalerer, at de ønsker at fremstå som værende ansvarlige aktører, som handler i slutinvestorenes bedste interesse. Som led i deres selvlegitimering anvender investeringsforeningerne derudover moralske abstraktioner såsom ”gennemsigtighed” og ”ansvarlighed”. Ved på denne måde at beskrive deres handlinger på et abstrakt plan, fremhæver investeringsforeningerne, at de besidder en høj moral. Når investeringsforeningerne legitimerer sig gennem ’moral evaluation’, trækker de på en moralsk diskurs, hvorigennem de søger at fremstå troværdige og udvise integritet i deres kommunikation til slutinvestorer.

### 5.2.3. Rationalization

Legitimering gennem ’rationalization’ kan være enten ’instrumental’ eller ’theoretical’. Ved ’instrumental rationality’ sker legitimeringen ved henvisning til mål, årsag og virkning, hvorimod den ved ’theoretical rationality’ sker ved eksplicit at henvise til, ”hvordan tingene er”.<sup>236</sup> I prospekterne er der adskillige eksempler på, at investeringsforeningerne trækker på de to former for rationaliseringslegitimering.

Som illustreret i figur 1 skelner Van Leeuwen mellem tre former for ’instrumental rationality’ herunder ’goal-orientation’, ’means-orientation’ samt ’effect orientation’.<sup>237</sup> Henvisninger til målsætninger, intentioner og motiver i form af ’goal-orientation’ fremgår adskillige steder i prospekterne.<sup>238</sup> I Formueplejes prospekt beskriver de, at *”Afdelingens målsætning er at investere i miljøløsninger og selskaber, der er godt positioneret i overgangen til en mere bæredygtig global økonomi.”*<sup>239</sup> Sparindex beskriver ligeledes *”Afdelingen har udover at levere et markedsafkast, også bæredygtig investering som mål.”*<sup>240</sup> En lignende beskrivelse af det bæredygtige investeringsmål fremgår af Danske Invests prospekt, hvor de angiver, at *”Afdelingen har som bæredygtigt investeringsmål at accelerere overgangen til en bæredygtig økonomi og bidrage positivt til opnåelsen af udvalgte FN-Verdensmål for Bæredygtig Udvikling (Sustainable Development Goals – SDGerne)”*.<sup>241</sup> Uddragene fra prospekterne viser, at investeringsforeningerne beskriver det bæredygtige investeringsmål for deres art. 9-fonde, hvilket de pålægges at offentliggøre efter disclosureforordningen. Beskrivelserne heraf er samtidig en måde, hvorpå investeringsforeningerne legitimerer kategoriseringen af deres art. 9-fond ved at lægge vægt på hvilke bæredygtige aspekter, de inddrager. Ydermere medtager flere investeringsforeninger en beskrivelse af andre målsætninger, som relaterer sig til deres art. 9-fonde. Et eksempel herpå er Sparinvest, som beskriver, at *”Afdelingen ønsker at bidrage til alle seks kriterier i EU’s taksonomi over grønne aktiviteter og har som målsætning at 25% af omsætningen i afdelingens selskaber er på linje med taksonomien i 2025.”*<sup>242</sup> Herved legitimerer Sparinvest fondens klimamålsætning ved at beskrive, at de har en intention om at bidrage til alle seks miljømål i taksoniforordningen med en målsætning på 25% ’taxonomy alignment’ i 2025. Derudover beskriver Nykredit Invest, at *”Det er målet at øge adfærden i overensstemmelse med målene og reducere den adfærd, der ikke er i overensstemmelse med målene.”*<sup>243</sup> Nykredit

---

<sup>236</sup> Van Leeuwen (2007), s. 101 og 103.

<sup>237</sup> Van Leeuwen (2007), s. 102 og 103.

<sup>238</sup> Van Leeuwen (2007), s. 102.

<sup>239</sup> Bilag 2D (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>240</sup> Bilag 2B (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>241</sup> Bilag 2C (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>242</sup> Bilag 2F (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>243</sup> Bilag 2G (bilaget er fjernet pga. ophavsret)



Invest legitimerer hermed deres strategi for integration af bæredygtighedshensyn ved at beskrive målsætningen om, at porteføljen tilpasses i overensstemmelse med verdensmålene. Det er dog uklart, hvad der skal forstås herved, da det ikke fremgår, hvordan Nykredit Invest konkret vil gøre dette i praksis. En sådan uklarhed kan have en indvirkning på, hvordan budskabet modtages hos slutinvestorer, hvilket kan påvirke graden af Nykredit Invests legitimering. Sparindex har ligeledes en målsætning, der relaterer sig til verdensmålene, da de beskriver, at *"Fonden har samtidig en målsætning om i gennemsnit over et år at have en "net-alignment" med Verdensmålene, der ligger over referencebenchmarket.*"<sup>244</sup> Her legitimerer Sparindex bæredygtigheden af deres fond ved at beskrive, at denne har en målsætning om at have en "net-alignment" med verdensmålene, som er højere end referencebenchmarket. Dette uddrag indeholder ligeledes en uklarhed, da Sparindex ikke definerer fagbegrebet "net-alignment", hvilket kan gøre det vanskeligt for slutinvestorer i form af detailinvestorer<sup>245</sup> at forstå Sparindex' budskab vedrørende fondens målsætning.

Udover 'goal-orientation' legitimerer investeringsforeningerne sig gennem 'means-oriented rationality', når de referer til, hvilke konkrete handlinger de foretager sig som led i gennemførelsen af tiltag, målsætninger, osv.<sup>246</sup> Dette kommer bl.a. til udtryk i Nordea Invests prospekt, hvor det fremgår, at *"Efter en gennemgribende fundamental analyse udvælges virksomheder, hvis fremtidige indtjening i væsentlig grad ventes at komme fra deres bidrag til miljømæssige løsninger.*"<sup>247</sup> Dette uddrag illustrerer, at Nordea Invest legitimerer deres investeringsstrategi ved at beskrive, at de foretager en analyse som led i at udvælge virksomheder med miljømæssige løsninger til fondens portefølje. Uddraget fremstår dog vagt, da Nordea Invest benytter formuleringen "ventes at komme fra", hvilket er en uforpligtende måde at beskrive udvælgelsen af porteføljens virksomheder. Derudover beskriver Danske Invest Index, at *"Med henblik på at opfylde det bæredygtige investeringsmål og fremme miljømæssige og/eller sociale karakteristika forpligter afdelingen sig til at samarbejde med selskaber samt stemme om miljømæssige og/eller sociale forslag..."*<sup>248</sup> Ved at beskrive, hvordan de konkret vil fremme miljømæssige og sociale karakteristika samt opfylde det bæredygtige investeringsmål legitimerer Danske Invest Index fondens investeringsstrategi. Danske Invest legitimerer ligeledes investeringsstrategien for deres fond ved at beskrive, at *"Der er indført minimumskrav for så vidt angår miljømæssige og sociale forhold til porteføljen, og med strategien sikres det, at afdelingens investeringer målrettet det bæredygtige investeringsmål ikke i væsentlig grad skader øvrige miljømæssige eller sociale mål."*<sup>249</sup> Legitimeringen sker gennem henvisning til, at Danske Invest har indført visse minimumskrav i deres investeringsproces.

Investeringsforeningerne legitimerer sig ligeledes gennem 'effect-oriented rationality' ved at henvise til resultatet af deres handlinger.<sup>250</sup> Dette ses bl.a. i Formueplejes prospekt, hvor de angiver, at *"Hvis et selskab har begået potentielle overtrædelser, bliver det placeret på en "overvågningsliste", og det vil blive overvåget, og der vil blive taget kontakt til selskabet efter behov."*<sup>251</sup> Herved legitimerer Formuepleje deres 'investerbare univers', når de beskriver konsekvenserne for de virksomheder, som begår potentielle overtrædelser. Det fremgår dog ikke

---

<sup>244</sup> Bilag 2B (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>245</sup> Detailinvestorer defineres som "en investor, som ikke er en professionel investor", jf. disclosureforordningens art. 2, nr. 19.

<sup>246</sup> Van Leeuwen (2007), s. 102.

<sup>247</sup> Bilag 2E (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>248</sup> Bilag 2A (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>249</sup> Bilag 2C (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>250</sup> Van Leeuwen (2007), s. 103.

<sup>251</sup> Bilag 2D (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

klart, hvad en ”potentiel overtrædelse” indebærer, hvilket kan gøre Formueplejes screeningsproces uigennemsigtig over for slutinvestorer. Derudover beskriver Nordea Invest i deres prospekt, hvordan de forholder sig til virksomheder, som bryder internationale normer og love. I den forbindelse angiver de, at *”Hvis dialog med en sådan virksomhed ikke giver resultat eller vurderes at være udsigtsløs, kan virksomhedens aktier blive sat i karantæne, eller virksomheden kan blive sat på eksklusionslisten.”*<sup>252</sup> Herved legitimerer Nordea Invest deres screeningsproces ved at beskrive, hvad der sker, såfremt det vurderes, at en virksomhed i porteføljen ikke længere agerer i overensstemmelse med politikken for ansvarlige investeringer. Danske Invest beskriver ligeledes, hvordan de løbende screener porteføljens virksomheder, og det fremgår således, at *”Hvis et selskab ikke udvikler sig som ventet i forhold til CCP’erne, startes en dialog med selskabet op med henblik på at vurdere sandsynligheden for, at selskabet når sine CCP-mål. Hvis sandsynligheden efter en sådan proces anses for lav, vil der ske et salg af selskabet.”*<sup>253</sup> Citatet illustrerer, hvordan Danske Invest legitimerer deres fastsatte CCP’er (Critical Contribution Points)<sup>254</sup> ved at beskrive konsekvenserne for de af porteføljens virksomheder, som ikke opfylder deres CCP’er.

Udover legitimering gennem ’instrumental rationalization’ trækker investeringsforeningerne på ’theoretical rationalization’ i deres selvlegitimering. Der er flere forskellige former for ’theoretical rationalization’, hvoraf en af disse er ’explanation’. Denne form for legitimering indebærer henvisninger til forklaringer om, hvad der er passende at gøre for de givne aktører.<sup>255</sup> Dette ses i Nykredit Invests prospekt, hvor de inddrager en forklaring vedrørende ESG-forhold, når de beskriver, at *”ESG-forhold kan indeholde finansiel relevans på lige fod med andre former for fundamental information om en investering. Derfor inddrager Nykredit ESG i vores investeringsprocesser, da vi vurderer, at det har betydning for risici og afkastpotentialet i en investering.”*<sup>256</sup> Nykredit Invest legitimerer dermed deres investeringsprocesser gennem ’explanation’ som legitimeringsform, når de forklarer, hvad der ligger bag deres valg om at inddrage ESG-forhold. Dette ses ligeledes i Danske Invest Index’ prospekt, hvor det fremgår at, *”Derudover kan afdelingen i begrænset omfang foretage investeringer, der ikke er omfattet af indekset, hvis de anvendes til hedging-/risikostyringsteknikker, likviditetsmæssige supplerende formål og/eller vedrører utilstrækkelige data.”*<sup>257</sup> Her legitimerer Danske Invest Index deres investeringsstrategi gennem ’explanation’ ved at forklare deres valg af virksomheder, som de investerer i, men de forklarer dog ikke yderligere, hvad der skal forstås ved ”i begrænset omfang”. Som følge heraf kan det være svært for slutinvestorer at gennemskue, hvor mange virksomheder uden for indekset, som kan indgå i porteføljen. Ydermere indeholder citatet flere fagtermer såsom ”hedging-/risikostyringsteknikker”, og da disse ikke defineres yderligere, kan det være vanskeligt for detailinvestorer at gennemskue budskabet hermed. Derudover ses det i flere af prospekterne, at investeringsforeningerne forklarer baggrunden for porteføljens andel af ’taxonomy alignment’. Et eksempel herpå er Formuepleje, som skriver, at *”På nuværende tidspunkt er det ikke muligt at angive den præcise andel af investeringerne, der bidrager til de enkelte miljømål. Dette skyldes, at kriterierne for, hvorvidt en investering bidrager til et specifikt miljømål, ikke er endeligt fastlagt. Data på området er meget usikre og beror på en høj grad af skøn. I takt med data bliver gjort tilgængelige vil dette blive offentliggjort.”*<sup>258</sup> Citatet

---

<sup>252</sup> Bilag 2E (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>253</sup> Bilag 2C (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>254</sup> Bilag 2C (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>255</sup> Van Leeuwen (2007), s. 104.

<sup>256</sup> Bilag 2G (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>257</sup> Bilag 2A (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>258</sup> Bilag 2D (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

illustrer, hvordan Formuepleje legitimerer fondens andel af 'taxonomy alignment' ved at forklare baggrunden for, at dette ikke er muligt at opføre. Et lignende eksempel herpå er Sparinvest, hvor de i deres prospekt skriver, at *"Andelen af investeringer i miljømæssigt bæredygtige aktiviteter er: 0%. Beregningen er foretaget ud fra definition af kriterier og data tilgængelige pr. 1. december 2021."*<sup>259</sup> I dette uddrag beskriver Sparinvest, at fondens andel af investeringer i miljømæssigt bæredygtige aktiviteter er 0%, hvilket de legitimerer ved at forklare, at denne andel er opgjort ud fra tilgængelige data og kriterier. Danske Invest Index opgør ligeledes andelen af 'taxonomy-alignment' i deres fond, når de beskriver, at *"Afdelingen er afhængig af tilgængelighed af data fra og om selskaberne med henblik på at forpligte sig til en minimumsandel af investeringer i strategien, der kvalificeres som miljømæssigt bæredygtige under EU Taksonomi Forordningen. Afdelingens minimumsandel af investeringer i økonomiske aktiviteter, der kvalificeres som miljømæssigt bæredygtige under EU Taksonomi Forordningen, er således 0%."*<sup>260</sup> Danske Invest Index legitimerer ligeledes deres andel af 'taxonomy-alignment' på 0% ved at forklare, at denne skyldes mangel på tilgængelige data fra de virksomheder, der investeres i. Ovenstående citater illustrerer, at både Formuepleje, Sparinvest og Danske Invest Index lægger vægt på, at den nødvendige data ikke er tilgængelig på nuværende tidspunkt. Herved understreger de tre investeringsforeninger, at den mangelfulde angivelse af 'taxonomy alignment' ikke er et valg fra deres side, men at det beror på eksterne faktorer i form af data-mangel.

Udover 'explanation' er der eksempler på, at investeringsforeningerne anvender 'definition' som legitimeringsform i deres prospekter, når de definerer en aktivitet eller et begreb på baggrund af en anden moraliseret aktivitet.<sup>261</sup> Et eksempel herpå er i Danske Investes prospekt, hvor de har indsat en boks, hvori det skal afkrydses, hvorvidt der er tale om en art. 8-fond eller en art. 9-fond. I den forbindelse har Danske Invest afkrydset, at der er tale om en art. 9-fond, hvorefter det følger, at fonden *"Har et bæredygtigt investeringsmål. Bæredygtig investering betyder investering i en aktivitet, der bidrager til et miljømæssigt og/eller socialt mål, forudsat at investeringen ikke væsentlig skader noget miljømæssigt eller socialt mål, og at de investerede virksomheder følger god ledelsespraksis."*<sup>262</sup> Herved legitimerer Danske Invest kategoriseringen af det finansielle produkt ved at inddrage en definition af, hvad der skal forstås ved en bæredygtig investering. Boksen indeholder yderligere en afkrydsningsmulighed, hvor de skal tage stilling til, hvorvidt investeringerne i porteføljen er i miljømæssige bæredygtige aktiviteter i henhold til taksonomiforordningen. Her har Danske Invest angivet, at porteføljens aktiviteter ikke er miljømæssigt bæredygtige efter taksonomiforordningen, hvilket for slutinvestorer kan virke modstridende qua fondens kategorisering som et bæredygtigt investeringsprodukt. Et andet eksempel på inddragelse af definitioner er i Danske Invest Index' prospekt, hvor de har indsat en boks, hvorefter det fremgår, at *"Bæredygtige benchmark er indeks, der måler, om det finansielle produkt opfylder de miljømæssige eller sociale karakteristika, som de fremmer."*<sup>263</sup> Herved legitimerer Danske Invest Index deres bæredygtige benchmark, da de ved at definere en fagterm gør det lettere for slutinvestorer at forstå budskabet med oplysningerne herom.

De ovennævnte eksempler fra investeringsforeningernes prospekter illustrerer, at selvlegitimeringen i stor grad sker gennem brug af 'rationalization'. Dette gør de særligt gennem 'instrumental rationalization' ved at henvise til deres målsætninger, måderne hvorpå disse opnås samt

---

<sup>259</sup> Bilag 2F (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>260</sup> Bilag 2A (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>261</sup> Van Leeuwen (2007), s. 104.

<sup>262</sup> Bilag 2C (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

<sup>263</sup> Bilag 2A (bilaget er fjernet pga. ophavsret)

konsekvenserne af deres handlinger. Investeringsforeningerne legitimerer sig gennem 'goal-orientation' ved at henvise til deres målsætninger. Herved signalerer investeringsforeningerne, at de er ambitiøse i deres arbejde med den bæredygtige udvikling, idet de fastsætter konkrete holdepunkter for deres fremadrettede arbejde hermed bl.a. med udgangspunkt i FN's verdensmål og benchmarks. Ydermere legitimerer investeringsforeningerne sig gennem 'means-oriented rationality', når de forklarer, hvordan tiltag og målsætninger nås. Derved understøtter de troværdigheden af deres målsætninger ved at forklare, hvordan disse iagttages og gennemføres i praksis. Investeringsforeningerne legitimerer sig ligeledes gennem brug af 'effect-oriented rationality', når de beskriver deres screeningsprocesser. Dette gør de ved at beskrive resultatet af deres specifikke handlinger, hvorved de skaber et billede af, at de tager ansvar for porteføljens virksomheder ved at sætte ind over for dem, der vurderes at være i strid med interne screeningskriterier. Som beskrevet ovenfor sker investeringsforeningernes selvlegitimering ligeledes gennem brug af 'theoretical rationality'. I den forbindelse gør flere brug af 'explanation', når de inddrager forklaringer på, hvorfor de agerer, som de gør, hvilket bl.a. ses, når forklarer baggrunden for deres 'taxonomy-alignment' på 0% i fondene. Dette begrundes de med, at de er afhængige af tilstrækkelige data fra porteføljens virksomheder, hvilke ikke er tilgængelige på nuværende tidspunkt. Investeringsforeningerne fraskriver sig dermed ansvaret for angivelsen af 'taxonomy-alignment', men signalerer i den forbindelse, at de ønsker at kunne opgøre en mere præcis 'taxonomy-alignment' fremadrettet. Ydermere viser ovenstående eksempler, at nogle investeringsforeninger inddrager 'definition' som led i deres selvlegitimering. Dette gøres bl.a. ved at definere fagtermer i takt med, at disse anvendes i prospekterne samt ved at angive fondenes bæredygtighed, hvilket indikerer at disse investeringsforeninger ønsker at understøtte slutinvestorenes forståelse heraf.

Investeringsforeningerne trækker på flere forskellige diskurser, når de legitimerer sig gennem 'rationalization'. De trækker på en performance-diskurs, når de refererer til fondenes målsætninger, og derigennem signalerer de en intention om at præstere på et vist niveau i arbejdet med bæredygtighed. Performance-diskursen kommer særligt til udtryk, når investeringsforeningerne i henhold til disclosureforordningen skal angive, hvilket bæredygtigt investeringsmål, de har fastsat for fonden. I forlængelse heraf er der eksempler på, at investeringsforeningerne konkret beskriver, hvilke handlinger de iværksætter med henblik på at opnå deres målsætninger. Derved trækker investeringsforeningerne på en forklarende diskurs, da de ved at være eksplícitte omkring deres handlinger øger gennemsigtigheden over for slutinvestorer. Den forklarende diskurs kommer ligeledes til udtryk, når de legitimerer sig ved at underbygge baggrunden for deres handlinger, idet de herved signalerer, at de ønsker at være transparente. Slutteligt trækker investeringsforeningerne særligt på en ansvarsfraskrivende diskurs, når de forklarer baggrunden for fondenes manglende 'taxonomy-alignment'. Dette skal ses i sammenhæng med, at de ved angivelse heraf indikerer, at manglen skyldes eksterne faktorer.

### 5.3. Investeringsforeningernes diskurser

Som identificeret i afsnit 5.2. trækker investeringsforeningerne på flere forskellige diskurser i deres kommunikation til slutinvestorer. Der er identificeret seks forskellige diskurser, hvilke udgør en compliance-diskurs, ansvarligheds-diskurs, moralsk diskurs, performance-diskurs, forklarende diskurs samt en ansvarsfraskrivende diskurs. Afgørende for vurdering af diskurserne i en kritisk diskursanalyse er hegemoni. Dette begreb dækker over måden, hvorpå visse diskurser dominerer i talemåder, virksomheder og samfundet, samt hvordan sproget strategisk bruges af magtfulde aktører såsom medierne og visse virksomheder til at legitimere deres status og handlinger med henblik på at påvirke sociale interaktioner.<sup>264</sup> Fælles for prospekterne er, at

---

<sup>264</sup> Daymon & Holloway (2011), s. 175.

indholdet heri udspringer af oplysningsforpligtelser, som investeringsforeningerne er blevet pålagt gennem regulering. Dette er definerende for kommunikationen til slutinvestorer, da investeringsforeningerne kommunikerer om forudbestemte emner. Som følge heraf er reguleringen ligeledes bestemmende for sproget og budskaberne i investeringsforeningernes prospekter. Fælles for de identificerede diskurser er derfor et hegemoni i form af lovgivning, da denne udgør en underliggende magtstruktur, som indirekte dikterer de specifikke diskurser. Når investeringsforeningerne trækker på de ovennævnte diskurser, kan det anses som værende en skjult magtdemonstration over for slutinvestorer.

Som beskrevet i afsnit 2.2.2. kan investeringsforeningernes investorkommunikation bruges som et strategisk værktøj til at forbedre deres omdømme.<sup>265</sup> Som led heri kan investeringsforeningerne ved at trække på forskellige diskurser frame deres narrativ, og derved påvirke slutinvestorenes forståelse og opfattelse heraf. Gennemgående for de seks identificerede diskurser er, at de illustrerer investeringsforeningernes tilgang til bæredygtige investeringer. I den forbindelse udtrykker de, at de er handlekraftige i deres arbejde hermed ved at trække diskurser, der signalerer, at de tager ansvar for deres handlinger. Dette kommer særligt til udtryk, når investeringsforeningerne trækker på en ansvarligheds-diskurs, en compliance-diskurs samt en moralsk diskurs. Ved at trække på en ansvarligheds-diskurs signalerer de troværdighed, når de bl.a. forklarer, at de agerer i overensstemmelse med anerkendte guidelines og standarder. Ydermere udviser investeringsforeningerne integritet og autenticitet ved at trække på en forklarende diskurs, da de herved underbygger deres handlinger med henblik på at skabe gennemsigtighed for slutinvestorer.<sup>266</sup> Samtidig er performance-diskursen et udtryk for, at investeringsforeningerne ønsker at fremstå ambitiøse i arbejdet med deres art. 9-fonde. Ovennævnte illustrerer, at investeringsforeningerne ved at trække på forskellige diskurser i deres investorkommunikation skaber et narrativ om, at de i forbindelse med deres ambitiøse målsætninger agerer både ansvarligt og troværdigt.

I prospekterne er der flere eksempler på, at de identificerede diskurser interagerer på forskellig vis. Dette kommer bl.a. til udtryk, når investeringsforeningerne i deres beskrivelser trækker på flere af diskurserne samtidig. Et eksempel herpå er, når de trækker på en performance-diskurs ved at henvise til deres målsætninger og beskriver hvordan disse opnås ved at trække på en forklarende diskurs. Det ses dog, at den forklarende diskurs kun i begrænset omfang trækkes på for at understøtte performance-diskursen, hvilket kan gøre det uklart for slutinvestorer, hvordan investeringsforeningerne vil opnå målsætningerne, og hvorvidt disse er realistiske. Dette kan være et udtryk for, at investeringsforeningerne trækker på performance-diskursen med henblik på at fremstå ambitiøse uden at have handlingsplaner herfor. Selvom de identificerede diskurser udspringer af et hegemoni i form af lovgivning, kommer nogle af disse til udtryk på måder, som for slutinvestorer kan virke uoverensstemmende. Dette ses bl.a., når investeringsforeningerne trækker på både ansvarligheds-diskursen og den ansvarsfraskrivende diskurs i deres prospekter. Dermed sender investeringsforeningerne modstridende signaler i deres kommunikation til slutinvestorer, hvilket kan gøre det uklart for disse, hvilket ansvar investeringsforeningerne reelt påtager sig i forbindelse med udbud af bæredygtige investeringsløsninger. Ydermere kan der opstå spændinger, når investeringsforeningerne trækker på både den moralske diskurs og performance-diskursen, hvilket kommer til udtryk når investeringsforeningerne forklarer, at de vil opnå et tilfredsstillende afkast samtidig med, at de forfølger bæredygtige målsætninger. Dette skyldes, at der kan opstå et modstridende forhold mellem den finansielle

---

<sup>265</sup> Borglund et al (2021), s. 377.

<sup>266</sup> Borglund et al (2021), s. 387.

logik og bæredygtige målsætninger, hvorfor det kan være nødvendigt for investeringsforeningerne at gå på kompromis med den ene målsætning med det formål at opfylde den anden.<sup>267</sup>

Ovenstående illustrerer, at investeringsforeningerne trækker på forskellige diskurser, hvoraf nogle af disse sender modstridende budskaber til slutinvestorer. Da lovgivningen udgør den underliggende magtstruktur i de identificerede diskurser, kan dette være et udtryk for, at det er udfordrende for investeringsforeningerne at agere i et felt, hvor de skal efterleve adskillige regelsæt, som kan være både uklare og modstridende. Dette kommer til udtryk adskillige gange i investeringsforeningernes prospekter i form af vage formuleringer, hvilket indikerer, at de er i tvivl om, hvordan oplysningskravene i disclosureforordningen skal efterleves. Dette er problematisk, da det som nævnt i afsnit 4.2.3. er et krav, at oplysningerne i relation til bæredygtige investeringer skal være både klare og forståelige for slutinvestorer, jf. disclosureforordningens art. 10, stk. 1, andet afsnit. Når investeringsforeningerne trækker på modstridende diskurser, kan det ligeledes påvirke deres selvlegitimering, da budskaberne fremstår uklare for slutinvestorer og derfor ikke modtages efter hensigten. Som følge heraf bliver oplysningerne til slutinvestorer vedrørende art. 9-fonde uigennemsigtige, hvilket gør det vanskeligt for disse at træffe oplyste investeringsbeslutninger.

## 6. Detailreguleringens bidrag til forbedrede oplysninger og investorbeskyttelse

Som beskrevet i afsnit 4.4. har udskydelsen af disclosureforordningens detailregulering medført adskillige udfordringer for finansielle markedsdeltagere, hvilket skal ses i sammenhæng med, at disse siden den 10. marts 2021 har skulle opfylde disclosureforordningens oplysningskrav. Finansielle markedsdeltagere har derfor i en længere periode skulle oplyse om bæredygtighedsrelaterede forhold i relation til deres finansielle produkter uden at have specificeringer hertil. Som illustreret i afsnit 5.3. kommer dette til udtryk i investeringsforeningernes kommunikation vedrørende deres art. 9-fonde i form af vage formuleringer, uklarheder samt modstridende diskurser. Dette er problematisk, da omdrejningspunktet for disclosureforordningen er at skabe gennemsigtighed med henblik på at bidrage til forordningens mål om at forbedre oplysninger til slutinvestorer og øge beskyttelsen af disse, jf. disclosureforordningens betragtning 35.

Detailreguleringen til disclosureforordningen blev endeligt vedtaget den 6. april 2022 og forventes at finde anvendelse fra den 1. januar 2023, hvilken skal forbedre kvaliteten og sammenligneligheden af oplysningerne efter disclosureforordningen.<sup>268</sup> I relation til bæredygtige investeringer efter art. 9 indeholder RTS'erne bl.a. obligatoriske templates og krav om angivelse af, hvordan det bæredygtige investeringsmål opnås.<sup>269</sup> Med RTS'erne får finansielle markedsdeltagere og rådgivere dermed nogle mere konkrete holdepunkter i forbindelse med offentliggørelse af bæredygtighedsrelaterede oplysninger. Specificeringer vedrørende oplysningernes indhold vil bidrage til at mindske finansielle markedsdeltageres usikkerhed i forbindelse hermed, hvilket kan påvirke klarheden af investorkommunikationen. Dette skal ses i sammenhæng med, at diskurserne, som finansielle markedsdeltagere trækker på i deres investorkommunikation, i større grad indirekte dikteres i takt med specificeringen af reguleringen. Som følge heraf

---

<sup>267</sup> Ahlström & Monciardini, *The Regulatory Dynamics of Sustainable Finance: Paradoxical Success and Limitations of EU Reforms* (2021), s. 195.

<sup>268</sup> Europa-Kommissionen (udateret), *Sustainability-related disclosure in the financial services sector* [online]. Tilgængelig på: [Link](#) (besøgt d. 23. maj 2022).

<sup>269</sup> European Commission, C(2022) 1931 final, s. 4.

mindskes tvivlen blandt finansielle markedsdeltagere, da de får større vished om, hvilke oplysninger der skal gives og hvordan. Derved kan de kommunikere mere klart og tydeligt, hvilket vil mindske brug af modstridende diskurser i deres investorkommunikation. I præsentationen af oplysningerne vil RTS'erne ved hjælp af obligatoriske templates og andre grafiske illustrationer bidrage til, at oplysningerne bliver tydeligere og mere sammenlignelige for slutinvestorer. Dette gør det lettere for slutinvestorer at overskue og sammenligne oplysningerne på tværs af finansielle udbydere. Detailreguleringen bidrager derved til forbedrede oplysninger og øget beskyttelse af slutinvestorer, da den øger gennemsigtigheden i bæredygtighedsrelaterede oplysninger, hvilket understøtter slutinvestorenes mulighed for at træffe kvalificerede investeringsbeslutninger. Det kan dog forventes, at kommunikationen fortsat vil være præget af fagsprog i form af en række forskellige fagtermer, hvilket må forventes at udfordre detailinvestorenes forståelse heraf.

Som beskrevet i afsnit 4.1. er 'sustainable finance' et område i udvikling, og selvom disclosureforordningens RTS'er er blevet vedtaget, kan der fortsat være flere aspekter, som er problematiske i forbindelse hermed. En af disse problematikker omhandler virksomheder uden for EU, som indgår i art. 9-fondenes porteføljer. Disse virksomheder er ikke underlagt EU's regulering om ikke-finansiell rapportering, hvorfor de ikke på samme måde er forpligtet til at opgive bæredygtighedsrelaterede oplysninger.<sup>270</sup> Som følge heraf kan det være udfordrende for finansielle markedsdeltagere at udvælge virksomheder til den pågældende fond samt rapportere herom efter disclosureforordningen og taksonomiforordningen. Det kan bl.a. blive problematisk for finansielle markedsdeltagere at angive fondenes 'taxonomy-alignment', når virksomhederne ikke er omfattet af kravet i taksonomiforordningens art. 8 vedrørende angivelse af, hvordan og i hvilket omfang deres aktiviteter er forbundet med miljømæssigt bæredygtige økonomiske aktiviteter. Der kan som følge heraf mangle tilstrækkelige data fra virksomheder uden for EU, hvorfor finansielle markedsdeltageres angivelse af 'taxonomy-alignment' for en fond bliver besværliggjort.<sup>271</sup> Når finansielle markedsdeltagere skal opgive fondens 'taxonomy-alignment' bliver det derfor en skønsmæssig angivelse, hvilket er problematisk, da angivelsen heraf er et signal til slutinvestorer om det finansielle produkts miljømæssige bæredygtighed.<sup>272</sup> På nuværende tidspunkt er datamangel ikke kun et problem i forbindelse med virksomheder uden for EU, men er ligeledes et problem i relation til virksomheder inden for EU. Som beskrevet i afsnit 4.2.3. er finansielle markedsdeltagere afhængige af data fra porteføljens virksomheder med henblik på at kunne opfylde disclosureforordningens oplysningskrav. Indtil virksomheder rapporterer de nødvendige bæredygtighedsrelaterede oplysninger, er finansielle markedsdeltagere derfor afhængige af data fra tredjeparter. Kommissionen forholder sig til denne problemstilling i betragtning 35 i den delegerede retsakt til disclosureforordningen<sup>273</sup>, hvori det fremgår, at det bør være muligt for finansielle markedsdeltagere at afhænge af data fra tredjeparter, indtil porteføljens virksomheder offentliggør den nødvendige data i henhold til taksonomiforordningens art. 8. Dette kan dog være problematisk, da pålideligheden heraf kan variere.<sup>274</sup> Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed, ESMA, forholder sig til manglen på data og udtaler i den forbindelse "*This triggers a further lack of comparability in the way such assessments are performed which in turn results in additional risks to investor*

---

<sup>270</sup> Och (2020), s. 11.

<sup>271</sup> Och (2020), s. 15.

<sup>272</sup> Paccès (2021), s. 10.

<sup>273</sup> Commissions delegated regulation of 6.4.2022 supplementing Regulation 2019/2088, Brussels d. 06/04/2022, C(2022), 1931 final.

<sup>274</sup> Brühl (2022), s. 2.

*protection.*”<sup>275</sup> Tilstrækkelige og pålidelige data er derfor afgørende for, at disclosureforordningen og taksonomiforordningen får den tiltænkte virkning.<sup>276</sup> Dette skal ses i sammenhæng med, at datamangel kan resultere i misvisende oplysninger til slutinvestorer, hvilket kan udgøre en hindring for disclosureforordningens mål om forbedrede oplysninger til disse.

Som beskrevet i afsnit 4.2.1. indeholder disclosureforordningen definitionen på en ’bæredygtig investering’, og denne omfatter både miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige forhold. På nuværende tidspunkt indeholder EU’s taksonomi udelukkende en harmoniseret definition af miljømæssigt bæredygtige økonomiske aktiviteter, hvorfor der endnu ikke er fastsat kriterier i relation til sociale og ledelsesmæssige aspekter.<sup>277</sup> Det følger dog af taksonomiforordningens betragtning 6, at forordningens anvendelsesområde på sigt forventes at blive udvidet til også at omfatte sociale mål, hvortil der ligeledes skal udarbejdes tekniske screeningskriterier.<sup>278</sup> Et sådant klassificeringssystem vil mindske risikoen for ’social washing’, hvilket dækker over den situation, hvor virksomheder fremstår som værende mere socialt ansvarlige, end de reelt er.<sup>279</sup> Mangel på harmoniserede standarder for sociale og ledelsesmæssige forhold kan medføre udfordringer for finansielle markedsdeltagere, da disse ofte udbyder finansielle produkter, som inddrager miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige aspekter, der er indbyrdes forbundne.<sup>280</sup> Det er dermed problematisk, at taksonomien på nuværende tidspunkt udelukkende omhandler miljømæssigt bæredygtige aktiviteter. Som følge heraf pålægges art. 9-fonde, der bidrager til et miljømål, flere oplysningsforpligtelser, hvilket bidrager til, at slutinvestorer kan træffe oplyste investeringsbeslutninger.<sup>281</sup> Problemet hermed er, at der sker en ubalance i mængden af de oplysninger, som slutinvestorer får i relation til bæredygtige investeringer, hvilket gør det sværere for dem at sammenligne art. 9-fonde, som bidrager til henholdsvis sociale og miljømæssige mål. På trods af, at detailreguleringen indeholder specificeringer vedrørende oplysningskravene i relation til bæredygtige investeringer, er det fortsat problematisk, at der mangler en harmoniseret definition af social bæredygtighed. Dette skal ses i sammenhæng med, at en sådan definition er afgørende for gennemsigtighed i forbindelse med art. 9-fonde, der bidrager til sociale mål. Manglende gennemsigtighed i relation til disse fonde udgør dermed en hindring for disclosureforordningens mål om forbedrede og sammenlignelige oplysninger til slutinvestorer.

Ovenstående illustrerer, at detailreguleringen bidrager til øget investorbeskyttelse i form af forbedrede oplysninger til slutinvestorer, hvilket skyldes, at RTS’erne specificerer, hvordan finansielle markedsdeltagere skal efterleve oplysningskravene i disclosureforordningen. Dette må forventes at afhjælpe modstridende diskurser som identificeret i investeringsforeningernes investorkommunikation, hvilket vil komme til udtryk i form af en mere konkret, entydig og gennemsigtig kommunikation til slutinvestorer. På trods af dette, er der dog flere relevante problematikker i relation til målene om forbedrede oplysninger og øget investorbeskyttelse, som detailreguleringen ikke umiddelbart afhjælper. På nuværende tidspunkt udgør nogle af de største udfordringer for finansielle markedsdeltagere mangel på data og en social taksonomi. Som følge heraf kan disclosureforordningens detailregulering ikke stå alene i arbejdet med at opfylde forordningens mål om øget investorbeskyttelse og forbedrede oplysninger til slutinvestorer.

---

<sup>275</sup> European Securities and Markets Authority (ESMA) (2022), ESMA30-379-1051, s. 13.

<sup>276</sup> Birkmose (2021), s. 57.

<sup>277</sup> Och (2020), s. 13.

<sup>278</sup> Birkmose (2021), s. 38.

<sup>279</sup> Nardi, *The Corporate Social Responsibility price premium as an enabler of substantive CSR* (2022), s. 283.

<sup>280</sup> Och (2020), s. 13.

<sup>281</sup> Birkmose (2021), s. 40.



## 7. Konklusion

Formålet med denne afhandling er at afdække oplysningskravene, som disclosureforordningen pålægger finansielle markedsdeltagere, der udbyder art. 9-fonde samt at undersøge danske investeringsforeningers investorkommunikation med henblik på at klarlægge deres efterlevelse heraf inden detailreguleringen finder anvendelse.

Det fremgår af den retsdogmatiske analyse af disclosureforordningens art. 9 og 10, at finansielle markedsdeltagere pålægges en række harmoniserede oplysningskrav i forbindelse med udbud af bæredygtige investeringer. Da mørkegrønne art. 9-produkter er de mest bæredygtige, pålægges udbydere af disse de mest vidtgående oplysningsforpligtelser. Oplysningerne, der både skal gives prækontraktuelt og offentliggøres på websteder, skal bl.a. indeholde en angivelse af andelen af miljømæssigt bæredygtige økonomiske aktiviteter i overensstemmelse med taksonomiforordningen. Den retsdogmatiske analyse illustrerer ligeledes, hvilke problematikker der på nuværende tidspunkt er forbundet med efterlevelsen af disclosureforordningens oplysningskrav. Disse problematikker dækker bl.a. over tvivl vedrørende kategorisering af finansielle produkter, mangel på tilstrækkelige data samt udskydelse af detailreguleringen. Dette øger risikoen for, at oplysningerne til slutinvestorer fremstår uklare, hvilket kan resultere i 'greenwashing' i forbindelse med udbud af bæredygtige investeringer. Denne problematik tydeliggøres i diskursanalysen af investeringsforeningernes kommunikation til slutinvestorer. Det fremgår heraf, at investeringsforeningerne trækker på seks forskellige diskurser i form af en ansvarligheds-diskurs, moralsk diskurs, compliance-diskurs, performance-diskurs, forklarende diskurs samt en ansvarsfraskrivende diskurs. Da lovgivningen udgør en skjult magtstruktur i diskurserne, kan investeringsforeningernes brug af vage formuleringer og modstridende diskurser være et udtryk for, at lovgivningen på nuværende tidspunkt er uklar som følge af mangel på specificeringer hertil. Dette kan ligeledes påvirke investeringsforeningernes selvlegitimering, hvilken særligt sker gennem 'authorization' og 'rationalization', hvorimod legitimering gennem 'moral evaluation' forekommer i mindre grad.

Det kan afslutningsvis konkluderes, at disclosureforordningen pålægger finansielle markedsdeltagere nogle vidtgående oplysningsforpligtelser i forbindelse med udbud af bæredygtige investeringer, men at efterlevelsen heraf på nuværende tidspunkt er udfordrende for finansielle markedsdeltagere som følge af bl.a. detailreguleringens udskydelse. Denne problematik kommer til udtryk i deres investorkommunikation, som på flere punkter fremstår vag og uklar, hvilket resulterer i uigennemsigtige oplysninger til slutinvestorer. Dette udgør en hindring for disclosureforordningens mål om at øge investorbeskyttelse og forbedre oplysninger til slutinvestorer, hvilket kan udfordre EU's ambition om, at mere kapital fremadrettet kanaliseres mod bæredygtige investeringer.

## 8. Litteraturliste

### 8.1. Artikler og bøger

Ahlström, H. & Monciardini, D. (2021), *The Regulatory Dynamics of Sustainable Finance: Paradoxical Success and Limitations of EU Reforms*, Journal of Business Ethics, 177(1), s. 193 – 212.

Andersen, P. K. (2019), *Aktie- og anpartsselskabsret: Kapitalselskaber*, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 14. udgave, 1. oplag.

Berger, P. L. & Luckmann, T. (1966), *The Social Construction of Reality: A Treatise in the Sociology of Knowledge*, Penguin Books.

- Birkmose, H. S. (2021), *EU's grønne taksonomi og offentliggørelse af bæredygtighedsrelaterede oplysninger*, Nordisk Tidsskrift for Selskabsret (NTS), nr. 1, s. 32 – 58.
- Borglund, T., De Geer, H., Sweet, S., Frostenson, M., Grafström, M., Lerpold, L., Nordbrand, S., Sjöström, E. & Windell, K. (2021), *CSR and sustainable business*, Sanoma Utbildning AB, 2. udgave, 1. oplag.
- Brühl, V. (2022), *Green Financial Products in the EU – a critical review of status quo*, Center for Financial Studies, working paper no. 677, s. 1 – 11.
- Busch, D., Ferrarini, G. & Grünewald, S. (2021), *Sustainable Finance in Europe – Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, 1. udgave, Palgrave Macmillan.
- Carroll, A. B. (1991), *The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders*, Business Horizons, 34(4), s. 39 – 48.
- Carroll, A. B. & Schwartz, M. S. (2003), *Corporate social responsibility: A three-domain approach*, Business Ethics Quarterly, 13(4), s. 503 – 530.
- Conlon, I. & O'Shea, N. (2021) *Challenges for asset managers complying with SFDR and EU Taxonomy Regulations*, Europe ESG Report, Ireland, International Financial Law Review, s. 1 – 4.
- Cornelissen, J. (2017), *Corporate Communication: A Guide to Theory & Practice*, Sage Publications Ltd, 5. udgave.
- Daymon, C. & Holloway, I. (2011), *Qualitative Research Methods in Public Relations and Marketing Communications*, Routledge, 2. udgave.
- Dowling, J. & Pfeffer, J. (1975), *Organizational Legitimacy: Social Values and Organizational Behavior*, The Pacific Sociological Review, 18(1), s. 122 – 136.
- Du, S., Bhattacharya, C. B. & Sankar, S. (2010), *Maximizing Business Returns to Corporate Social Responsibility (CSR): The Role of CSR Communication*, International Journal of Management Reviews, 12(1), s. 8 – 19.
- Eriksson, P. & Kovalainen, A. (2016), *Qualitative Methods in Business Research*, Sage Publications, 2. udgave.
- Frost, L. (2021), *SFDR delay fosters uncertainty for EU asset managers*, International Financial Law Review, s. 1 – 3.
- Hansen, L. L. & Werlauff, E. (2013), *Den juridiske metode – en introduktion*, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, 1. udgave, 1. oplag.
- Lysak, O., Houston, C. & Juwadi, R. (2021), *EU SFDR – What's Happening in the Market?*, The Investment Lawyer, 28(12), s. 17 – 20.

- Matten, D. & Moon, J. (2008), *"Implicit" and "explicit" CSR: A conceptual framework for a comparative understanding of corporate social responsibility*, *Academy of Management Review*, 33(2), s. 404 – 424.
- Meuer, J., Koelbel, J., & Hoffmann, V. H. (2020), *On the Nature of Corporate Sustainability*, *Organization & Environment*, 33(3), s. 319 – 341.
- Morsing, M. (2006), *Corporate social responsibility as strategic auto-communication: on the role of external stakeholders for member identification*, *Business Ethics: A European Review*, 15(2), s. 171 – 182.
- Munk-Hansen, C. (2014), *Retsvidenskabsteori*, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, 1. udgave, 1. oplag.
- Nardi, L. (2022), *The Corporate Social Responsibility price premium as an enabler of substantive CSR*, *Academy of Management Review*, 47(2), s. 282 – 308.
- Norlyk, B. (2016), *Corporate communication – et tværfagligt perspektiv*, Hans Reitzels Forlag, 2. udgave, 1. oplag
- Och, M. (2020), *Sustainable Finance and the EU Taxonomy Regulation – Hype or Hope?*, Jan Ronse Institute for Company & Financial Law, working paper no. 2020/05.
- Paccès, A. M. (2021), *Will the EU Taxonomy Regulation Foster Sustainable Corporate Governance?*, *Sustainability*, 13(21), 12316, s. 1 – 21.
- Pielichata, P. (2021), *New EU rules pose problems for institutions*, *Pensions & Investments*, s. 1 – 5.
- Porter, M. E. & Kramer, M. R. (2006), *Strategy & Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility*, *Harvard Business Review*, 84(12) s. 78 – 92.
- Saunders, M., Lewis, P. & Thornhill, A. (2016), *Research Methods for Business Students*, Pearson, 7. udgave.
- Suchman, M. C. (1995), *Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches*, *Academy of Management Review*, 20(3) s. 571 – 610.
- Sørensen, K. E., Nielsen, P. R. & Danielsen, J. H. (2014), *EU-retten*, Jurist- og Økonomiforbundets forlag, 6. udgave, 1. oplag.
- Tvarnø, C. D. & Nielsen, R. (2014), *Retskilder og retsteorier*, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, 4. udgave, 1. oplag.
- Van Caenegem, A. & Van de Werve, T. (2021), *Regulating Sustainability Communications in the Financial Services Sector: The Sustainable Finance Disclosure Regulation*, Jan Ronse Institute for Company & Financial Law, working paper no. 2021/3.
- Van Leeuwen, T. (2006), *Critical Discourse Analysis*, *Encyclopedia of Language & Linguistics*, 2. udgave, s. 290 – 294.

Van Leeuwen, T. (2007), *Legitimation in discourse and communication*, Discourse & Communication, 1(1), s. 91 – 112.

Viererbl, B. & Koch, T. (2022), *The paradoxical effects of communication CSR activities: Why CSR communication has both positive and negative effects on the perception of a company's social responsibility*, Public Relations Review, 48(1), s. 1 – 9.

Wodak, R. (2011), *Complex texts: Analysing, understanding, explaining and interpreting meanings*, Discourse Studies, 13(5), s. 623 – 633.

Wodak, R. (2013), *Critical Discourse Analysis: Challenges and Perspectives* i Wodak, R. (ed.) *Critical Discourse Analysis: Volume 1, Concepts, History, Theory*, Sage Publications Ltd, s. xix – xliii.

Wodak, R. (2001), *What CDA is About – a Summary of its History, Important Concepts and Its Developments* i Wodak, R. & Meyer, M. (ed.) *Methods of Critical Discourse Analysis*, Sage Publications Ltd, s. 1 – 10.

## 8.2. Dokumenter, rapporter og andet

Europa-Parlamentet, Mødedokument, *Betænkning om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om offentliggørelse af oplysninger om bæredygtige investeringer og bæredygtighedsrelaterede risici og om ændring af direktiv (EU) 2016/2341*, Økonomi- og Valutaudvalget, A8-0363/2018, 09/11/2018.

European Commission, *Better Regulation Toolbox*, November (2021).

European Commission, Commission staff working document, *Impact assessment, Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on disclosures relating to sustainable investments and sustainability risks and amending Directive (EU) 2016/2341, and Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 2016/1011 on low carbon benchmarks and positive carbon impact benchmarks*, Brussels 24/05/2018, SWD(2018) 264 final.

European Commission, Directorate-general for financial stability, financial services and capital markets union, *Subject: Application of Regulation (EU) 2019/2088 on the sustainability-related disclosures in the financial services sector*, Brussels, FISMA.C.4/LB/mp(2020)6185001, Ref. Ares(2020)5678036, 20/10/2020.

European Commission, Directorate-general for financial stability, financial services and capital markets union, *Subject: Information regarding regulatory technical standards under the Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088*, Brussels, FISMA.C.4/LB/mp(2021)8147227, Ref. Ares(2021)7263490, 25/11/2021.

European Commission, *FAQ: What is the EU Taxonomy and how will it work in practice?* 21/04/2021.

European Commission, *Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the operation of the European Supervisory Authorities (ESAs) and the European System of Financial Supervision (ESFS)*, Brussels, 08/08/2014, COM(2014) 509 final.

European Risk Forum (ERF), *The European Green Deal and Better Regulation – highlights note 13*, (2020), Brussels.

European Securities and Markets Authority (ESMA), *Om ESMA*, 9. April 2021.

European Securities and Markets Authority (ESMA), *Sustainable Finance Roadmap 2022-2024*, 10 February 2022, ESMA30-379-1051.

European Supervisory Authorities, *Final Report on draft Regulatory Technical Standard: with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a(3), Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088*, 2. February 2021, JC 2021 03.

European Supervisory Authorities, *Final Report on draft Regulatory Technical Standards: with regard to the content and presentation of disclosures pursuant to Article 8(4), 9(6), and 11(5) of Regulation (EU) 2019/2088*, 22. October 2021, JC 2021 50.

European Supervisory Authorities, *Joint ESA Supervisory Statement on the application of the Sustainable Finance Disclosure Regulation*, 25. February 2021, JC 2021 06.

European Supervisory Authorities, *Updated Joint ESA Supervisory Statement on the application of the Sustainable Finance Disclosure Regulation*, 24. March 2022, JC 2022 12.

Formuepleje, *Prospekt: Fælles prospekt for Afdeling EM Virksomhedsobligationer, Afdeling Global High Yield Afdeling Obligationer, Afdeling PensionPlanner Balance, Afdeling PensionPlanner Moderat (under fusion), Afdeling PensionPlanner Stabil (under fusion), Afdeling PensionPlanner Vækst, Afdeling Optimum, Afdeling LimiTellus, Afdeling Globale Aktier, Afdeling Globale Aktier – Akkumulerende, Afdeling Better World Environmental Leaders, Afdeling Better World Global Opportunities* (Offentliggjort den 18. marts 2022).

Investeringsforeningen Danske Invest Index, *Prospekt* (Offentliggjort den 17. marts 2022).

Investeringsforeningen Danske Invest Select, *Prospekt* (Offentliggjort den 29. april 2022).

Investeringsforeningen Nordea Invest, *Prospekt: Fællesprospekt for 42 afdelinger* (Prospektet er offentliggjort den 1. april 2022).

Investeringsforeningen Nykredit Invest, *Prospekt* (Offentliggjort den 7. marts 2022).

Investeringsforeningen Sparinvest (markedsføres også under binavnet Investeringsforeningen Sparindex), *Prospekt: Fælles prospekt for 38 afdelinger* (Offentliggjort den 5. april 2022).

Værdipapirfonden Sparinvest (markedsføres under binavnet Værdipapirfonden Sparindex), *Prospekt: Fælles prospekt for 10 afdelinger* (Offentliggjort den 31. maj 2021).

### 8.3. Internetkilder

Broome, J. (2022), *EU Taxonomy in Limbo – Reporting Alignment of Article 8 and 9 Funds in 2022*, Sustainalytics [online]. Tilgængelig på: <https://www.sustainalytics.com/esg-research/resource/investors-esg-blog/eu-taxonomy-alignment-of-article-8-and-9-funds-reporting> (besøgt d. 6. maj 2022).

Christiansen, S. L. (2021), *Danske Bank sælger sorte olieselskaber til klimabevidste kunder*, FinansWatch [online]. Tilgængelig på: <https://finanswatch.dk/article13457601.ece> (besøgt d. 23. april 2022).

Duarte, D. R. & Gama, M. T. (2021), *ESG Disclosure Regulation: a closer look at Article 8 and Article 9*, International Financial Law Review [online]. Tilgængelig på: <https://www.iflr.com/article/b1sp9f844s9p79/esg-disclosure-regulation-a-closer-look-at-article-8-and-article-9> (besøgt d. 10. april 2022).

Europa-Kommissionen (udateret), *Bedre regulering: hvorfor og hvordan?* [online]. Tilgængelig på: [https://ec.europa.eu/info/law/law-making-process/planning-and-proposing-law/better-regulation-why-and-how\\_da](https://ec.europa.eu/info/law/law-making-process/planning-and-proposing-law/better-regulation-why-and-how_da) (besøgt d. 10. marts 2022).

Europa-Kommissionen (udateret), *Den europæiske grønne pagt* [online]. Tilgængelig på: [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal\\_da](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_da) (besøgt d. 16. marts 2022).

Europa-Kommissionen (2019), *Den europæiske grønne pagt sigter mod at gøre Europa til det første klimaneutrale kontinent senest i 2050, skabe økonomisk vækst, øge borgernes sundhed og livskvalitet, tage hånd om naturen og ikke lade nogen i stikken* [online]. Tilgængelig på: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/da/IP\\_19\\_6691?fbclid=IwAR3bmCWRU\\_vloiE-eBrpW26WE2bzVa\\_NUf72Pt7j9A2ByDVS9y5VAmsOYp4Y](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/da/IP_19_6691?fbclid=IwAR3bmCWRU_vloiE-eBrpW26WE2bzVa_NUf72Pt7j9A2ByDVS9y5VAmsOYp4Y) (besøgt d. 16. marts 2022).

Europa-Kommissionen (udateret), *Overview of sustainable finance* [online]. Tilgængelig på: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance\\_da#documents](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_da#documents) (besøgt d. 11. marts 2022).

Europa-Kommissionen (udateret), *Sustainability-related disclosure in the financial services sector* [online]. Tilgængelig på: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector\\_da](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector_da) (besøgt d. 23. maj 2022).

Europa-Kommissionen (2021), *Questions and Answers: Corporate Sustainability Reporting Directive proposal* [online]. Tilgængelig på: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/da/QANDA\\_21\\_1806](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/da/QANDA_21_1806) (besøgt den 11. april 2022).

European Commission (2021), *Commissioner McGuinness' opening remarks at the ECON Committee Structured Dialogue* [online]. Tilgængelig på: [https://ec.europa.eu/commission/commissioners/2019-2024/mcguinness/announcements/commissioner-mcguinness-opening-remarks-econ-committee-structured-dialogue\\_en](https://ec.europa.eu/commission/commissioners/2019-2024/mcguinness/announcements/commissioner-mcguinness-opening-remarks-econ-committee-structured-dialogue_en) (besøgt d. 25. maj 2022).

European Securities and Market Authority (ESMA) (2022), *ESAs issue updated supervisory statement on the application of the sustainable finance disclosure regulation* [online]. Tilgængelig på: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-issue-updated-supervisory-statement-application-sustainable-finance> (besøgt d. 21. april 2022).

Finanstilsynet (2022), *Disclosureforordningen* [online]. Tilgængelig på: [https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Information-om-udvalgte-tilsynsomraader/Baeredygtig\\_finansiering/Disclosureforordningen](https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Information-om-udvalgte-tilsynsomraader/Baeredygtig_finansiering/Disclosureforordningen) (besøgt den 13. marts 2022).

Finanstilsynet (2021), *EU-Kommissionen udskyder anvendelsesdatoen for detailreguleringen til disclosureforordningen og visse dele af detailreguleringen til taksonomiforordningen* [online]. Tilgængelig på: <https://www.finanstilsynet.dk/Nyheder-og-Presse/Sektornyt/2021/detailreguleringUdskydelse> (besøgt d. 26. april 2022).

Finanstilsynet (2021), *Offentliggørelse af joint supervisory statement og endelig rapport med detailregulering til disclosureforordningen* [online]. Tilgængelig på: [https://www.finanstilsynet.dk/Nyheder-og-Presse/Pressemeddelelser/2021/Disclosureforordningen\\_030321](https://www.finanstilsynet.dk/Nyheder-og-Presse/Pressemeddelelser/2021/Disclosureforordningen_030321) (besøgt den 26. april 2022).

Madsen, L. B. & Madsen, P. H. (2022), *EU Taxonomy Regulation: Compliance obligations and value creation from a Danish perspective*, International Financial Law Review [online]. Tilgængelig på: <https://www.iflr.com/article/b1xcvx07bvhyrd/eu-taxonomy-regulation-compliance-obligations-and-value-creation-from-a-danish-perspective> (besøgt d. 17. april 2022).

Nykredit (2021), *Find vej i de tre nye kategorier for bæredygtige investeringer* [online]. Tilgængelig på: <https://www.nykredit.dk/dit-liv/formue/nyheder/2021/03/find-vej-i-de-tre-nye-kategorier-for-baeredygtige-investeringer/> (besøgt den 28. marts 2022).

Poul Schmith – Kammeradvokaten (2021), *Nyheder fra Europa-Kommissionen vedrørende regler om bæredygtig finansiering* [online]. Tilgængelig på: <https://poulschmith.dk/nyheder-viden/nyheder/2021/12/nyheder-fra-europa-kommissionen-vedroerende-regler-om-baeredygtig-finansiering> (besøgt d. 13. marts 2022).

Sarah Ophelia Møss (2021), *Sarah Ophelia Møss: Slut med tvivl om bæredygtige fonde*, Euroinvestor [online]. Tilgængelig på: <https://www.euroinvestor.dk/finanskommentar/sarah-ophelia-moess-slut-med-tvivl-om-baeredygtige-fonde> (besøgt d. 26. maj 2022).

#### 8.4. Retskilder

European Commission, Commissions delegated regulation (EU) .../... of 6.4.2022 supplementing Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the details of the content and presentation of the information in relation to the principle of ‘do no significant harm’, specifying the content, methodologies and presentation of information in relation to sustainability indicators and adverse sustainability impacts, and the content and presentation of the information in relation to the promotion of environmental or social characteristics and sustainable investment objectives in pre- contractual documents, on websites and in periodic reports, Brussels d. 06/04/2022, C(2022), 1931 final.

Europa-Kommissionen, Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 2013/34/EU, direktiv 2004/109/EF, direktiv 2006/43/EF og forordning (EU) nr.

537/2014 for så vidt angår virksomheders bæredygtighedsrapportering, Bruxelles 21/04/2021, COM(2021), 189 final.

Europa-Kommissionen, Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om fastlæggelse af en ramme til fremme af bæredygtige investeringer, Bruxelles d. 24/05/2018, COM(2018), 353 final.

Europa-Kommissionen, Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om offentliggørelse af oplysninger om bæredygtige investeringer og bæredygtighedsrelaterede risici og om ændring af direktiv (EU) 2016/2341, Bruxelles d. 24/05/2018, COM(2018), 354 final.

Europa-Kommissionen, Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget, *Bedre regulering: sammen om bedre lovgivning*, Bruxelles d. 29/04/2021, COM(2021), 219 final.

Europa-Kommissionen, Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Det Europæiske Råd, Rådet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget, *Den europæiske grønne aftale*, Bruxelles d. 11/12/2019, COM(2019), 640 final.

Europa-Kommissionen, Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget, *En ny EU-strategi 2011-2014 for virksomhedernes sociale ansvar*, Bruxelles d. 25/10/2011, KOM(2011), 681 endelig.

Europa-Kommissionen, Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Det Europæiske Råd, Rådet, Den Europæiske Centralbank, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget, *Handlingsplan for finansiering af bæredygtig vækst*, Bruxelles d. 08/03/2018, COM(2018), 97 final.

Europa-Kommissionen, Meddelelse fra Kommissionen til Europa-Parlamentet, Rådet, Det Europæiske Økonomiske og Sociale Udvalg og Regionsudvalget, *Investeringsplan for et bæredygtigt Europa, Investeringsplan for den europæiske grønne pagt*, Bruxelles d. 14/01/2020, COM(2020), 21 final.

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2013/34/EU af 26. juni 2013 om årsregnskaber, konsoliderede regnskaber og tilhørende beretninger for visse virksomhedsformer, om ændring af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/43/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 78/660/EØF og 83/349/EØF, EUT L 182.

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2013/34/EU af 26. juni 2013 om årsregnskaber, konsoliderede regnskaber og tilhørende beretninger for visse virksomhedsformer, om ændring af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/43/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 78/660/EØF og 83/349/EØF, konsolideret udgave [21/12/2021].

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU (omarbejdning), EUT L 173.

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2016/1011 af 8. juni 2016 om indeks, der bruges som benchmarks i finansielle instrumenter og finansielle kontrakter eller med henblik



på at måle investeringsfondenes økonomiske resultater, og om ændring af direktiv 2008/48/EF og 2014/17/EU samt forordning (EU) nr. 596/2014, EUT L 171.

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129 af 14. juni 2017 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, og om ophævelse af direktiv 2003/71/EF, EUT L 168.

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2019/2088 af 27. november 2019 om bæredygtighedsrelaterede oplysninger i sektoren for finansielle tjenesteydelser, EUT L 317.

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2019/2088 af 27. november 2019 om bæredygtighedsrelaterede oplysninger i sektoren for finansielle tjenesteydelser, konsolideret udgave [12/07/2020].

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2020/852 af 18. juni 2020 om fastlæggelse af en ramme til fremme af bæredygtige investeringer og om ændring af forordning (EU) 2019/2088, EUT L 198.

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1093/2010 af 24. november 2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Banktilsynsmyndighed), om ændring af afgørelse nr. 716/2009/EF og om ophævelse af Kommissionens afgørelse 2009/78/EF, EUT L 331.

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1094/2010 af 24. november 2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger), om ændring af afgørelse nr. 716/2009/EF og om ophævelse af Kommissionens afgørelse 2009/79/EF, EUT L 331.

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1095/2010 af 24. november 2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed), om ændring af afgørelse nr. 716/2009/EF og om ophævelse af Kommissionens afgørelse 2009/77/EF, EUT L 331.

Kommissionens delegerede forordning (EU) 2021/2139 af 4. juni 2021 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2020/852 for så vidt angår fastsættelse af de tekniske screeningskriterier til bestemmelse af de betingelser, hvorunder en økonomisk aktivitet kvalificeres som bidragende væsentligt til modvirkning af klimaændringer eller tilpasning til klimaændringer, og til fastlæggelse af, hvorvidt den pågældende økonomiske aktivitet i væsentlig grad skader nogle af de andre miljømål, EUT L 442.

Konsolideret udgave af traktaten om Den Europæiske Union, 26/10/2012, EUT C 326.

Konsolideret udgave af traktaten om den Europæiske Unions Funktionsområde, 26/10/2012, EUT C 326.