



Universiteit  
Leiden  
The Netherlands

## **Privaatrecht als regulering: civiele handhaving van de Transparantieverordening**

Haentjens, M.; Ohnesorge, L.G.L.

### **Citation**

Haentjens, M., & Ohnesorge, L. G. L. (2021). Privaatrecht als regulering: civiele handhaving van de Transparantieverordening. *Tijdschrift Voor Financieel Recht*, 2021(8/9), 303-313. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/3243942>

Version: Publisher's Version

License: [Leiden University Non-exclusive license](#)

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/3243942>

**Note:** To cite this publication please use the final published version (if applicable).

# Privaatrecht als regulering: civiele handhaving van de Transparantieverordening

*prof. mr. drs. M. Haentjens en mr. L.G.L. Ohnesorge<sup>1</sup>*

In dit artikel wordt besproken welke privaatrechtelijke middelen beschikbaar zouden kunnen zijn tegen een schending van de informatieverplichtingen die voortvloeien uit nieuwe Europese wetgeving op het gebied van sustainable finance. De auteurs richten zich daarbij met name op schending van artikel 6 van de Transparantieverordening, zorgplicht en onrechtmatige daad.

## 1. Inleiding

Om de transitie naar een duurzame samenleving te stimuleren, ontplooit de Europese wetgever een breed scala aan initiatieven.<sup>2</sup> Een aantal hiervan ziet op financiële dienstverlening. Zo tracht de Europese wetgever bestaande belemmeringen, zoals informatiegebreken, te reduceren om investeringen in duurzame projecten te stimuleren.<sup>3</sup> Hierdoor zou een florierende markt in duurzame investeringen moeten ontstaan. De initiatieven, gedeeltelijk reeds in regelgeving omgezet, zijn grotendeels publiekrechtelijk van aard. Het betreft namelijk voornamelijk verplichtingen tot het creëren en publiceren van informatie, die bestuursrechtelijk worden gehandhaafd. Recentelijk aangenomen instrumenten in dit verband zijn onder andere de Verordening betreffende informatieverstarring over duurzaamheid in de financiële dienstensector (hierna: de Transparantieverordening of de Verordening)<sup>4</sup>, de Taxonomieverordening<sup>5</sup>, en de Richtlijn niet-financiële informatie (NFRD)<sup>6</sup>, die waarschijnlijk aangevuld zal worden door de Richtlijn betreffende duurzaamheids-

rapportage door ondernemingen (CSRD).<sup>7</sup> Wij richten ons in dit artikel op de Transparantieverordening.

De Transparantieverordening verplicht tot informatieverstarring aan beleggers zodat zij duurzaamheidsoverwegingen in hun beleggingsbeslissingen zouden (moeten) kunnen meewegen. De Verordening bepaalt daarmee mede de verhouding tussen specifieke categorieën financiële ondernemingen en hun cliënten. Meer in het bijzonder volgt uit artikel 2 van Verordening dat zij (slechts) van toepassing is als een 'financiële marktdelnemer' of een 'financieel adviseur' een bepaalde dienst verleent. Een financiële marktdelnemer kan bijvoorbeeld een kredietinstelling zijn die vermogensbeheer verstrekt, en een financieel adviseur een kredietinstelling die beleggingsadvies verstrekt.<sup>8</sup> Hieruit volgt dat de Verordening hoofdzakelijk doorwerkt in vermogensbeheersovereenkomsten en adviesovereenkomsten tussen de kredietinstellingen en haar cliënten.

Dit artikel bespreekt de vraag in hoeverre het Nederlands privaatrecht kan bijdragen aan het realiseren van de beleidsdoelen die worden nagestreefd met de Transparantieverordening. In die context kan niet onbenoemd blijven dat in de afgelopen jaren de privaatrechtelijke handhavingsmogelijkheden voor milieudoelstellingen lijken te veruimen. Te denken valt bijvoorbeeld aan de recente uitspraak van de Rechtbank Den Haag in Vereniging Milieudefensie c.s. tegen Royal Dutch Shell Plc. In die zaak vulde de rechtbank de in artikel 6:162 BW bedoelde betamelijkheid mede in met het EVRM, de VN Guiding Principles en het Parijs Akkoord.<sup>9</sup> In dit artikel be-

1. Matthias Haentjens en Lara Ohnesorge zijn als hoogleeraar, respectievelijk promovenda verbonden aan het Hazelhoff Centre for Financial Law, Universiteit Leiden.

2. Bijvoorbeeld: Mededeling van de Commissie, *De Europese Green Deal*, COM(2019) 640 final.

3. Bijvoorbeeld: Communication from the Commission, *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*, COM(2021) 390 final.

4. Verordening (EU) 2019/2088 van het Europees Parlement en de Raad van 27 november 2019 betreffende informatieverstarring over duurzaamheid in de financiële dienstensector, *PbEU* 2019 L 317.

5. Verordening (EU) 2020/852 van het Europees Parlement en de Raad van 18 juni 2020 betreffende de totstandbrenging van een kader ter bevordering van duurzame beleggingen en tot wijziging van Verordening (EU) 2019/2088, *PbEU* 2020 L 198.

6. Richtlijn 2014/95/EU van het Europees Parlement en de Raad van 22 oktober 2014 tot wijziging van Richtlijn 2013/34/EU met betrekking tot de bekendmaking van niet-financiële informatie en informatie inzake diversiteit door bepaalde grote ondernemingen en groepen, *PbEU* 2014 L 330.

7. Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2013/34/EU, Richtlijn 2004/109/EG, Richtlijn 2006/43/EG en Richtlijn (EU) nr. 537/2014 betreffende duurzaamheidsrapportage door ondernemingen, COM(2021) 189 final.

8. Art. 2 lid 1 en lid 11 Transparantieverordening.

9. Rb. Den Haag 26 mei 2021, ECLI:NL:RBDHA:2021:5337 (*Milieudefensie e.a./Royal Dutch Shell*), r.o. 4.4.1-4.4.2 e.v.; meer hierover in ditzelfde nummer: M.R. Hoekstra, RDS-Milieudefensie; de opmaat naar *stakeholder litigation* op het gebied van duurzaamheid?

perken wij ons echter tot privaatrechtelijke handhaving van de Transparantieverordening. Deze Verordening speelt immers een centrale rol in de informatiestromen die nodig worden geacht om een efficiënte markt in duurzame investeringen op Europees niveau te realiseren. De Verordening koppelt namelijk de informatie die door uitgevende instellingen onder andere op grond van de NFRD wordt gegenereerd aan de eindbelegger, door financiële ondernemingen te verplichten beleggers over duurzaamheidsimpact en risico's van hun beleggingen te informeren.<sup>10</sup> Vanwege de centrale rol en de functie van financiële ondernemingen in dat verband is het volgens ons van belang de privaatrechtelijke handhaving ervan te onderzoeken, ook in het licht van de steeds verstrekker zorgplicht van financiële ondernemingen jegens hun cliënten.

Om de vraag te beantwoorden in hoeverre het Nederlands privaatrecht kan bijdragen aan het realiseren van de beleidsdoelen die worden nagestreefd met de Transparantieverordening zullen we allereerst stilstaan bij de beleidsdoelen van de Transparantieverordening (paragraaf 2) en welke verplichtingen uit de Verordening voortvloeien (paragraaf 3). In paragraaf 4 zullen wij twee voorbeelden introduceren, gevolgd door de bespreking van mogelijke privaatrechtelijke handhavingsmiddelen (paragraaf 5, 6, 7). Deze bespreking moet worden gezien als een eerste verkenning van mogelijke privaatrechtelijke remedies tegen het tekortschieten in informatieverplichtingen op het vlak van duurzaamheid, en is zeker niet bedoeld als uitputtend exposé. Paragraaf 8 bevat onze slotbeschouwingen.

## 2. Duurzaamheid en informatie: wat zijn de beleidsdoelen?

Zoals hierboven reeds gezegd, maakt de Transparantieverordening deel uit van een groter raamwerk van regulering dat de Europese wetgever recentelijk in het kader van verduurzaming heeft gelanceerd. Door deze gelaagde structuur zijn verschillende beleidsdoelen op verschillende niveaus te onderscheiden. Wij differentiëren tussen enerzijds beleidsdoelen waaraan de Transparantieverordening bijdraagt, namelijk het duurzaamheidsbeleid van de EU dat op een (nog) hoger niveau kan worden herleid tot het VN-akkoord van Parijs waarbij de EU als zodanig partij is, en anderzijds de beleidsdoelen van de Verordening zelf.

Het beleidsdoel van het Parijsakkoord is een maximale, wereldwijde temperatuurstijging van 2°C graden boven het pre-industriële niveau.<sup>11</sup> Meer in het bijzonder bevat het Parijsakkoord de verplichting om financieringsstromen in lijn te brengen met het doel van lage broeikasgasemissies en klimaatbestendige ontwikkelingen.<sup>12</sup>

Om aan de verplichtingen van het Parijsakkoord te kunnen voldoen, heeft de EU in de afgelopen jaren een breed scala aan initiatieven ontplooid. Een aantal hiervan ziet op het dichten van het huidige, jaarlijkse financieringstekort van EUR 350 miljard om de emissiedoelen in 2030 te halen.<sup>13</sup> Hiervoor is noodzakelijk dat de private sector wordt betrokken bij het financieren van de transitie.<sup>14</sup> In dat kader zijn drie specifiekere beleidsdoelen te onderscheiden, die volgen uit het *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, dat de Europese Commissie reeds in 2018 publiceerde:<sup>15</sup> 1) het bevorderen van investeringen in een duurzame economie; 2) het integreren van duurzaamheid in risicobeheersing; en 3) het bevorderen van transparantie en langetermijndenken bij financiële en economische activiteiten.

Meer in het bijzonder heeft de Transparantieverordening zelf als doel de informatieasymmetrie tussen 'financiële marktdeelnemers' en 'financieel adviseurs' enerzijds, en beleggers anderzijds te verminderen met betrekking tot: 1) de integratie van duurzaamheidsrisico's in beleggingsbeslissingen; 2) de mogelijk ongunstige effecten van beleggingen op duurzaamheid; en 3) het bevorderen van ecologisch, sociaal of anderszins duurzaam beleggen.<sup>16</sup> Dit is volgens de Europese wetgever nodig, omdat zonder harmonisatie het risico zou bestaan op marktfragmentatie, een ongelijk speelveld en belemmeringen in beleggingsbeslissingen.<sup>17</sup> Te verwachten is dat een aanzienlijk deel van de informatie die door financiële marktdeelnemers en adviseurs moet worden verstrekt op basis van de Transparantieverordening in de eerste plaats zal moeten worden gegenereerd door uitgevende instellingen op grond van de NFRD/CSDR. Deze nieuwe verplichting zal waarschijnlijk nieuwe aansprakelijkheidsrisico's voor uitgevende instellingen met zich brengen. Beschrijving van deze risico's gaat het bestek van dit artikel echter te buiten, omdat wij ons richten op de (aansprakelijkheids)risico's voor financiële ondernemingen.

Het verminderen van informatieasymmetrie dient behalve het creëren van een gelijk speelveld en het daarmee bevorderen van de mededinging ook een ander doel, te weten: beleggersbescherming. Als informatieasymmetrie wordt verminderd, krijgen beleggers immers meer informatie en zouden zo betere beleggingsbeslissingen moeten kunnen nemen. Indirect leidt beleggersbescherming dan weer tot een

10. Zie, uitgebreid, paragraaf 2 en 3.

11. Art. 2 (1) (a) VN-Klimaatakkoord van Parijs.

12. Art. 2 (1) (c) VN-Klimaatakkoord van Parijs.

13. Communication from the Commission, *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*, COM(2021) 390 final, p. 1. In eerdere documenten wordt het getal EUR 260 miljard genoemd, bijvoorbeeld in Communication from the Commission, *Sustainable Europe Investment Plan European Green Deal Investment Plan*, COM(2021) 21 final, p. 1.

14. Communication from the Commission, *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*, COM(2021) 390 final, p. 2.

15. Mededeling van de Commissie, *Actieplan: duurzame groei financieren*, COM(2018) 97 final.

16. Overweging 10 Transparantieverordening.

17. Overweging 9 Transparantieverordening.

toename in duurzame beleggingen, omdat de gedachte kennelijk is dat als beleggers beter zijn geïnformeerd, zij meer zullen beleggen in duurzame producten.<sup>18</sup> Beleggersbescherming kan derhalve worden gezien als middel of indirect beleidsdoel om de (hoofd)beleidsdoelen van de Transparantieverordening te bewerkstelligen.

Voor de vraag in hoeverre het Nederlands privaatrecht kan bijdragen aan het realiseren van de beleidsdoelen die worden nagestreefd met de Transparantieverordening, concentreren wij ons op het doel van beleggersbescherming. De andere doelen die met de Verordening, het *Action Plan* en het Parijsakkoord worden nagestreefd (waaronder een toename van duurzame beleggingen en de transitie naar een duurzame samenleving), laten wij buiten beschouwing in onze analyse. Van de beleidsdoelen van de Verordening past beleggersbescherming immers het best bij privaatrechtelijke handhaving. Als geconstateerd zou moeten worden dat het privaatrecht ongeschikt is dit beleidsdoel te bewerkstelligen, is dat voor de overige beleidsdoelen nog minder aannemelijk. Enige invloed van het privaatrecht op de andere beleidsdoelen is echter niet ondenkbaar. Als privaatrechtelijke handhaving in Nederland (en andere lidstaten) zou bijdragen aan het bewerkstelligen van een of meerdere beleidsdoelen van de Transparantieverordening, dan kan dit op zijn beurt weer bijdragen aan het realiseren van de beleidsdoelen op EU- en wereldwijd niveau.

### 3. Nieuwe informatieverplichtingen

De Transparantieverordening heeft een eigen terminologie, te vinden in artikel 2. Om onder het bereik van de Verordening en de daaruit voortvloeiende verplichtingen te vallen, moet een onderneming kwalificeren als een 'financiële marktdeelnemer' of 'financieel adviseur'. Financiële marktdeelnemers betreffen (onder andere) beleggingsondernemingen en kredietinstellingen die vermogensbeheer verstrekken.<sup>19</sup> Financieel adviseurs zijn gekwalificeerde instellingen, waaronder kredietinstellingen en beleggingsondernemingen die beleggingsadvies verstrekken.<sup>20</sup> Het toepassingsbereik van de Verordening is dus in beginsel breed.

In de Verordening vallen twee hoofdcategorieën verplichtingen te onderscheiden.<sup>21</sup> Ten eerste kent de Verordening verplichtingen op entiteitsniveau. Deze bestaan grotendeels uit verplichtingen voor financiële marktdeelnemers en financieel adviseurs om op

hun eigen websites informatie te publiceren. Het betreft informatie over gedragslijnen inzake de integratie van duurzaamheidsrisico's in beleggingsbeslissingen en advies (artikel 3), ongunstige effecten op duurzaamheidsfactoren op entiteitsniveau (artikel 4), en informatie met betrekking tot de relatie tussen het beloningsbeleid en de integratie van duurzaamheidsrisico's (artikel 5).

Ten tweede bevat de Verordening verplichtingen op productniveau. Centraal staat artikel 6, dat van financiële marktdeelnemers en financieel adviseurs eist dat zij in precontractuele informatie beschrijven hoe duurzaamheidsrisico's in hun beleggingsbeslissingen en advies worden geïntegreerd, en wat het waarschijnlijke effect van die duurzaamheidsrisico's op het rendement van de desbetreffende belegging zal zijn. In art. 6 lid 3 Verordening wordt voor verschillende typen instellingen die aan de Verordening zijn onderworpen, aansluiting gezocht bij het reeds bestaande, Europese raamwerk van informatieverschaffing. Voor beleggingsondernemingen en kredietinstellingen die vermogensbeheer of beleggingsadvies verstrekken (sub h, respectievelijk i), wordt bijvoorbeeld aansluiting gezocht bij art. 24 lid 4 MiFID II, in Nederland geïmplementeerd in art. 4:20 (1) en (2) Wft en art. 4:22 (1) Wft, en art. 58 en art. 58a Bgfo. De verplichtingen van art. 6 Verordening worden – afhankelijk van de diensten die de desbetreffende financiële onderneming verstrekt – aangevuld in art. 7, 8 en 9 Verordening. Deze bepalingen zien meer in het bijzonder op transparantie ten aanzien van ongunstige effecten op duurzaamheid, ten aanzien van het bevorderen van ecologische en sociale factoren en ten aanzien van duurzaam beleggen. Op grond van art. 10 Verordening moeten de aan de Verordening onderworpen ondernemingen op hun websites informatie verschaffen over de laatste twee categorieën (het bevorderen van ecologische en sociale factoren (artikel 8) en duurzaam beleggen (artikel 9)), en die informatie opnemen in hun periodieke verslagen (artikel 11).

De informatieverplichtingen van de Transparantieverordening zullen verder worden uitgewerkt in *regulatory technical standards*.<sup>22</sup> Bovendien dient de Verordening in samenhang te worden gelezen met de Taxonomieverordening, die de vereisten van de Transparantieverordening ten aanzien van precontractuele informatieverschaffing en periodieke verslagen aanvult en uitwerkt.<sup>23</sup> Het verdient opmerking dat de Transparantieverordening een "pas toe of leg uit" regeling kent: art. 6 Verordening schrijft voor dat als een financiële onderneming duurzaamheidsrisico's niet relevant acht voor de desbetreffende precontractuele informatie en die risico's daarin derhalve niet verwerkt, een korte uitleg volstaat van waarom de risico's niet relevant zijn.

18. Vgl. L. Ohnesorge & E. Rogge, 'Europe's Green Policy: Towards a Climate Neutral Economy by Way of Investors' Choice', *European Company Law* 2021/18-1, p. 34-39.

19. Art. 2 sub 1 Transparantieverordening bevat nog meer ondernemingsvormen die zijn weggelaten uit de hoofdtekst.

20. Art. 2 sub 11 Transparantieverordening bevat nog meer ondernemingsvormen die zijn weggelaten uit de hoofdtekst.

21. D. Busch, 'Sustainable Finance Disclosure in the EU Financial Sector', *EBI Working Paper Series* 5 April 2021, p. 14, 20.

22. Joint Consultation Paper, ESG Disclosures, Draft regulatory technical standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a, Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088, 2020, JC 2020 16.

23. Overweging 19, 55 Taxonomieverordening.

Aangezien artikel 6 een spilfunctie heeft in de toepassing van andere vereisten van de Verordening heeft deze "pas toe of leg uit" regel een groter toepassingsbereik dan men op het eerste oog wellicht zou denken.

#### 4. De Verordening en privaatrechtelijke rechtsverhoudingen: twee casus

##### 4.1. Wisselwerking bestuursrecht – privaatrecht

De Transparantieverordening moet hoofdzakelijk als publiekrechtelijke regelgeving worden beschouwd, omdat nationale (financiële) toezichthouders zijn belast met het toezicht op de naleving ervan.<sup>24</sup> In Nederland is dat de AFM. Dergelijke, publiekrechtelijke handhaving past bij de eerder besproken beleidsdoelen die met de Verordening worden nagestreefd, te weten: het verminderen van informatieasymmetrie tussen financiëlemarktdelnemers en financieel adviseurs enerzijds en beleggers anderzijds, en het (aldus) stimuleren van duurzame beleggingen. Zo bezien is beleggersbescherming slechts een middel, en niet het (uiteindelijke) doel van de Verordening. Desalniettemin staat buiten twijfel dat de uit de Verordening voortvloeiende informatieverplichtingen doorwerken, zo niet vorm geven aan privaatrechtelijke rechtsverhoudingen. Deze informatieverplichtingen normeren immers het gedrag van partijen, zowel vóór, als gedurende hun overeenkomst.<sup>25</sup>

Als gezegd verplicht de Transparantieverordening tot het verschaffen van informatie – op de website van de financiëlemarktdelnemer of financieel adviseur, en in de precontractuele verhouding op productniveau. Wij richten ons met name op de laatstgenoemde categorie (artikelen 6, 7, 8 en 9). Deze precontractuele informatieverplichting bepaalt immers (mede) de (privaatrechtelijke) rechtsverhouding tussen partijen.

Een voorbeeld van een schending van de uit de Verordening voortvloeiende verplichtingen die doorwerkt in de contractuele rechtsverhouding tussen financiëlemarktdelnemer of financieel adviseur enerzijds, en hun cliënten anderzijds, betreft het geval waarin de door de financiëlemarktdelnemer of de op basis van het financieel advies gedane belegging andere kenmerken bevat dan de belegger op grond van de in het kader van de Verordening

verstrekte informatie zou hebben mogen verwachten. Informatietekorten veroorzaakt door een uitgevende instelling, zoals greenwashing<sup>26</sup>, lijken overigens uitgesloten van (privaatrechtelijke handhaving op basis van) de Transparantieverordening. In dat geval zou immers niet de financiëlemarktdelnemer of financieel adviseur verantwoordelijk zijn voor de onvolledige of ontbrekende informatie, maar de uitgevende instelling – en daarmee niet binnen het bereik van de Transparantieverordening vallen.

Wij schetsen het voorbeeld van beleggers A en B. Beide beleggers hebben een vermogensbeheersovereenkomst met hun bank gesloten, waardoor hun (rechts)verhouding met de bank in beginsel onder het bereik van de Verordening valt. In (Nederlands) privaatrechtelijke zin gaat het hier om een overeenkomst van opdracht in de zin van 7:400 e.v. BW, meer specifiek om lastgeving.<sup>27</sup> Belegger A lijdt vermogensschade doordat zijn vermogen risicovoller blijkt te zijn belegd dan dat hij op basis van de hem verstrekte informatie zou hebben kunnen begrijpen. Belegger B lijdt geen vermogensschade, maar zijn belegging blijkt minder groen dan dat hij had kunnen afleiden uit de hem verstrekte informatie. Voor onze bespreking laten wij overtreding van andere, nationale en Europese regelgeving (zoals MiFID), buiten beschouwing.

##### 4.2. Belegger A: rampenobligaties

Stel, een bank treedt op als beleggingsonderneming en belegt het vermogen van belegger A in zogeheten 'rampenobligaties'. Met rampenobligaties kan een verzekeraar de door hem verzekerde rampen (zoals overstromingen en bosbranden) in zekere zin 'herverzekeren' bij een SPV. De SPV financiert deze herverzekering door obligaties uit te geven. Als zich een *trigger event* (de overstroming of bosbrand) voordoet, keert de SPV uit aan de verzekeraar. Afhankelijk van de omvang van het door de verzekeraar aan zijn polishouders uit te keren bedrag, verliezen de obligatiehouders hun aanspraak op rente of (een deel van) de hoofdsom. Bovendien zal de waarde van de obligatie dalen als het *trigger event* materialiseert. Voordat de bank vermogen van belegger A in rampenobligaties belegt, moet de bank A informeren over de waarschijnlijke effecten van duurzaamheidsrisico's op (het rendement van) die rampenobligaties.<sup>28</sup> Hierbij speelt met name een rol hoe groot de kans is dat een *trigger event* zich voordoet. In beginsel wordt die kans berekend aan de hand van historische gegevens, maar door klimaatverandering kan

24. Art. 14 Transparantieverordening; *Stb.* 2021, 124.

25. Cherednychenko noemt deze categorie regelgeving 'European financial supervision private law', zie: O. Cherednychenko, 'Two Side of the Same Coin: EU Financial Regulation and Private Law', *European Business Organization Law Review* 2021/22, p. 147-172.

26. Zie ook: A.L. Vytupil & F.M. Verburg, 'Aansprakelijkheid in verband met 'greenwashing'? Over oneerlijke handelspraktijken en wettelijk (on)verplichte MVO-verklaringen', *TvOB* 2017-2, p. 46-55.

27. Zie: Asser/De Serière 2-IV 2017/729; Asser/Tjong Tjin Tai 7-IV 2018/279.

28. Art. 6 jo. 2 (22) Transparantieverordening.

het zo zijn dat de historische kans op weegerelateerde rampen geen goede graadmeter voor de toekomstige kans is.<sup>29</sup> Zoals de maand juli heeft laten zien, valt het immers te verwachten dat overstromingen en andere natuurrampen in frequentie en hevigheid zullen toenemen.<sup>30</sup> Als de bank heeft nagelaten belegger A hierover deugdelijk te informeren en een *trigger event* zich voordoet, zal A de bank allicht willen aanspreken voor de door hem aldus geleden schade. Ditzelfde geldt voor de situatie dat de ondeugdelijke voorlichting niet ziet op het *trigger event* (maar op andere elementen van de rampenobligatie), en zelfs ook voor anderssoortige obligaties waarbij de bank een informatieverplichting heeft geschonden die voortvloeit uit de Transparantieverordening. In al die gevallen kan sprake zijn van door beleggers geleden schade die zij niet zouden hebben geleden als zij correct zouden zijn voorgelicht en op basis van die juiste informatie de obligaties niet zouden hebben aangeschaft omdat die hen dan te risicovol zouden zijn.

#### 4.3. *Belegger B: sustainability-linked bonds*

Belegger B wil uitsluitend duurzaam beleggen. De als beleggingsonderneming optredende bank belegt B's vermogen in zogeheten *sustainability-linked bonds* (SLBs). SLB's zijn obligaties die, anders dan *green bonds*, niet zijn gebonden aan een specifieke duurzame belegging, maar waarvan de opbrengsten van de uitgifte ook voor andere doeleinden kunnen worden gebruikt.<sup>31</sup> De voorwaarden van SLBs bevatten over het algemeen *Key Performance Indicators* (KPIs), waaraan een of meer *Sustainable Performance Targets* (SPTs) zijn verbonden. SLBs stellen uitgevende instellingen in staat gedurende de looptijd van de obligatie projecten te zoeken om de SPTs te behalen. De uitgevende instelling committeert zich dus (slechts) om de opbrengst (gedeeltelijk) duurzaam te gebruiken, zonder de uiteindelijke investering(en) te specificeren. Als het niet lukt een SPT te halen, treedt een contractuele sanctie in werking, zoals een verhoogde rente.

Voor de activistisch ingestelde belegger B kan een SLB teleurstellend blijken. Ten eerste ontbreekt op dit moment een wettelijk raamwerk met specifieke (minimum) vereisten voor de (selectie van) KPIs en SPTs.<sup>32</sup> De duurzaamheidsambitie van de geselecteerde KPIs en SPTs zou dan ook niet bijzonder hoog kunnen zijn. Daarnaast wordt een SLB gekenmerkt door een specifieke *moral hazard*: de belegger profiteert juist als de duurzaamheidsdoelstelling niet

wordt behaald. SLBs nodigen daarmee uit te speculeren op het verbreken van de duurzaamheidsbelofte. Artikel 9 van de Transparantieverordening schrijft voor dat als een financieel product duurzame belegging(en) tot doel heeft, de te verschaffen informatie een toelichting moet bevatten over de wijze waarop dat doel moet worden bereikt (lid 2).<sup>33</sup> Dat kan informatie over de geselecteerde KPIs en SPTs zijn, maar ook informatie over de structuur van SLBs op zichzelf. In ons voorbeeld heeft de bank die informatie niet aan B verstrekt en blijkt de SLB in kwestie uiteindelijk minder duurzaam dan B mocht verwachten. Belegger B heeft geen vermogensschade geleden. Sterker nog, omdat de STPs niet zijn gehaald, heeft hij winst gemaakt. Toch wil B de bank aanspreken, omdat zij minder duurzaam heeft belegd dan hij mocht verwachten.

## 5. **Contractuele aansprakelijkheid en dwaling**

### 5.1. *Palet*

In de zojuist gepresenteerde voorbeelden is de bank steeds tekortgeschoten in haar informatieverplichtingen. Deze tekortkoming kan ertoe leiden dat de bank risicovoller belegt dan de belegger op grond van de hem verstrekte informatie mocht verwachten (belegger A, rampenobligaties) of minder duurzaam belegt dan de belegger op grond van de hem verstrekte informatie mocht verwachten (belegger B, SLBs). Het palet aan acties dat de belegger hiertegen in stelling zou kunnen brengen, bestaat uit nakoming, ontbinding, schadevergoeding wegens wanprestatie, en vernietiging op grond van dwaling.<sup>34</sup> Wij lopen deze acties achtereenvolgens langs om hun kans op succes te onderzoeken, maar beginnen met dwaling. Als dat beroep slaagt, is achteraf gezien immers nooit sprake geweest van een overeenkomst en komt men aan de andere mogelijke acties ook niet toe.

De 'tekortkoming' die de bank zou kunnen worden verweten verdient precisering. Als een beroep op dwaling wordt gedaan, betreft dat haar mededelingsplicht. Zoals hierna nader zal worden besproken, hangt de omvang van die mededelingsplicht af van de omstandigheden van het geval, maar zou mede kunnen worden bepaald door de informatieverplichtingen die voortvloeien uit de Transparantieverordening. Voor nakoming, ontbinding en schadevergoeding wegens wanprestatie zou een beroep kunnen worden gedaan op de (bijzondere) zorgplicht, die de bank op grond van artikel 6:248 BW, artikel 2 Algemene Bankvoorwaarden en artikel 7:401 BW jegens cliënten in acht dient te nemen. De omvang en inhoud van die zorgplicht hangen af van de omstandigheden van het geval, maar ook die zorgplicht zou mede kunnen worden bepaald door

29. K. Demers-Bélangier & V. Son Lai, 'Diversification Benefits of Cat Bonds: An In-Depth Examination', *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 2020/29-5, p. 166.

30. C. Morana & G. Sbrana, 'Climate change implications for the catastrophe bonds market: An empirical analysis', *Economic Modelling*, 2019/81, p. 274-294.

31. ICMA, *Sustainability-Linked Bond Principles Voluntary Process Guidelines*, 2020, p. 2.

32. ICMA, *Sustainability-Linked Bond Principles Related questions*, 2021, p. 8-9.

33. Aanvullende vereisten worden gesteld in hoofdstuk 3 van de Taxonomieverordening.

34. Zie: Asser/Sieburgh 6-I 2020/380.

de informatieverplichtingen die voortvloeien uit de Transparantieverordening.<sup>35</sup>

## 5.2. Dwaling en vernietiging

Gedupeerde beleggers vernietigen geregeld hun overeenkomsten met hun bank, op de grond dat zij de desbetreffende overeenkomst(en) niet zouden zijn aangegaan als zij vooraf adequaat zouden zijn geïnformeerd over de (mogelijke consequenties van) die overeenkomsten (dwaling in de zin van art. 6:228 BW).<sup>36</sup> Vernietiging heeft ingevolge art. 3:53 BW terugwerkende kracht, zodat dit een aantrekkelijke actie voor belegger A zou kunnen zijn. Anders dan bij de schadevergoeding, waarbij de omvang van de vergoeding hoofdzakelijk samenhangt met de waarde-daling van de obligatie na het *trigger event*, moet bij vernietiging op grond van dwaling in beginsel (maar hierover later meer) het volledige aankoopbedrag worden gerestitueerd.

Voor een geslaagd beroep op dwaling moet aan de volgende vereisten worden voldaan. Ten eerste moet sprake zijn van een onjuiste voorstelling van omstandigheden.<sup>37</sup> In ons voorbeeld zou dat zijn dat de belegging veiliger of duurzamer werd geacht dan deze bleek te zijn. Ten tweede is causaal verband vereist tussen de totstandkoming van de desbetreffende overeenkomst en de dwaling.<sup>38</sup> Dit vereiste causaal verband is vergelijkbaar met het causaal verband tussen schade en tekortkoming dat hierna uitgebreid zal worden besproken. Ten derde moet ingevolge art. 6:228 lid 1 sub a, b, of c BW de dwaling te wijten zijn aan, respectievelijk, de inlichtingen van de wederpartij, moet de wederpartij haar mededelingsplicht hebben geschonden of moeten beide partijen hebben gedwaald.<sup>39</sup> Ten slotte moet de dwaling ingevolge art. 6:228 lid 2 BW niet voor rekening

van de dwalende zelf komen.<sup>40</sup> Bij dit laatste vereiste staan wij hier nader stil.

Of dwaling voor rekening van de belegger moet blijven, hangt ervan af of de omstandigheid waaromtrent werd gedwaald, valt binnen de mededelingsplicht van de bank (art. 6:228 lid 1 sub b BW) of de onderzoeksplicht van de belegger (art. 6:228 lid 2 BW). De Hoge Raad lijkt ervan uit te gaan dat bij het aanbieden van een financieel product aan een partij zonder specifieke deskundigheid, de te verstrekken informatie in ieder geval de wezenlijke kenmerken van het product moet omvatten.<sup>41</sup> Het gaat dan om informatie waarvan voor de aanbieder kenbaar dient te zijn dat zij van doorslaggevende betekenis moet zijn voor de belegger.<sup>42</sup>

Laten wij dit nader uitwerken ten aanzien van belegger B. Belegger B is een activistische belegger die duurzaam wil beleggen. Welke informatie betreft dan wezenlijke kenmerken die hem zouden moeten worden medegedeeld? Is dat slechts de structuur van de desbetreffende SLB, op grond waarvan renteverhoging de contractuele sanctie is als de (duurzaamheids)doelen niet worden gehaald? Of betreft het bijvoorbeeld ook informatie over de geselecteerde KPIs en SPTs? Het antwoord op deze vragen zal afhangen van de omstandigheden van het geval, maar het zou kunnen zijn dat zowel de structuur van SLBs alsook de gekozen KPIs en SPTs als wezenlijke kenmerken hebben te gelden voor belegger B. Zowel de structuur van het product als de KPIs en SPTs zijn immers essentiële elementen voor de duurzaamheid van het product, hetgeen voor belegger B doorslaggevend zijn beleggingsbeslissing bepaalt. Hiertegenover staat de onderzoeksplicht van belegger B, die meebrengt dat hij zich een redelijke inspanning getroost om te voorkomen dat hij onder invloed van onjuiste veronderstellingen contracteert. Voor cliënten geldt ieder geval dat zij bij financiële transacties met hun bank: (i) kennisnemen van de inhoud van de overeenkomst en de daaraan vooraf verstrekte schriftelijke informatie zoals brochures; (ii) die stukken aandachtig en oplettend bestuderen; en (iii) aandachtig kennis nemen van mondelinge toelichtingen.<sup>43</sup>

In zijn noot bij HR 28 juni 2019 (rentederivaat ABN AMRO) schrijft Hijma dat van een cliënt die een renteswap wil afsluiten om eventuele rentestijgingen op te vangen, mag worden verwacht dat hij zich, naar zijn mogelijkheden, degelijk oriënteert.<sup>44</sup> Hoe de

35. De vraag of de informatieplicht een afzonderlijke rechtsplicht is waarvan nakoming kan worden gevorderd, kunnen we hier dan ook laten rusten. Zie daarover: AG Castermans, De mededelingsplicht in de onderhandelingsfase, diss. Leiden 1992, o.a. p. 45-46. Dat schending van verplichtingen voortvloeiend uit de Transparantieverordening niet noodzakelijkerwijs altijd tot schending van de bancaire zorgplicht leidt, kan worden afgeleid uit, bijv. HR 22 november 2019, ECLI:NL:HR:2019:1830, waarin in een spiegelbeeldig geval werd overwogen dat naleving van (bestuursrechtelijke) gedragsregels niet noodzakelijkerwijs betekent dat op de bank geen verdergaande informatieplicht rust op grond van het transparantievereiste (als geïmplementeerd in art. 6:238 lid 2 BW).

36. Zie: Asser/Sieburgh 6-III 2018/8.2 e.v.; Jac. Hijma, *GS Verbintissenrecht*, art. 6:228 BW, aant. 1.1 e.v., (online, bijgewerkt 15 november 2019).

37. Zie: Asser/Sieburgh 6-III 2018/218; Jac. Hijma, *GS Verbintissenrecht*, art. 6:228 BW, aant. 3, (online, bijgewerkt 15 november 2019).

38. Zie: Asser/Sieburgh 6-III 2018/222; Jac. Hijma, *GS Verbintissenrecht*, art. 6:228 BW, aant. 4, (online, bijgewerkt 15 november 2019).

39. Zie: Asser/Sieburgh 6-III 2018/228, 230, 233; Jac. Hijma, *GS Verbintissenrecht*, art. 6:228 BW, aant. 5-7, (online, bijgewerkt 15 november 2019).

40. Zie: Asser/Sieburgh 6-III 2018/241; Jac. Hijma, *GS Verbintissenrecht*, art. 6:228 BW, aant. 9, (online, bijgewerkt 15 november 2019).

41. HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815, NJ 2012/182, m.nt. J.B.M. Vranken (*Effectenlease Dexia, De Treek/Dexia*).

42. HR 28 juni 2019, ECLI:NL:HR:2019:1046, NJ 2020/257, m.nt. Jac. Hijma (*rentederivaat ABN AMRO*), noot para 3.

43. Vgl. HR 28 juni 2019, ECLI:NL:HR:2019:1046, NJ 2020/257, m.nt. Jac. Hijma (*rentederivaat ABN AMRO*), r.o. 3.5.4, 3.5.5; zie ook: HR 5 juni 2009, ECLI:NL:HR:2009:BH2815, NJ 2012/182, m.nt. J.B.M. Vranken (*Effectenlease Dexia, De Treek/Dexia*), r.o. 4.4.4, 4.4.5.

44. HR 28 juni 2019, ECLI:NL:HR:2019:1046, NJ 2020/257, m.nt. Jac. Hijma (*rentederivaat ABN AMRO*), noot para. 4.

maatstaf voor 'degelijk oriënteren' in een specifiek geval moet worden ingevuld, zal afhangen van de omstandigheden.<sup>45</sup> Van particuliere beleggers zal allicht kunnen worden verwacht dat zij zich informeren over de essentiële elementen van een SLB, zoals dat deze geen gebonden "use of proceeds" kent, maar dat is wellicht anders waar dwaling betrekking heeft op de KPIs en SPTs. De *Key Performance Indicators* en *Sustainable Performance Targets* raken weliswaar aan de kern van een SLB, maar zijn – zeker gezien het ontbreken van een regelgevend raamwerk – moeilijk te doorgronden voor een particuliere belegger zonder specialistische kennis of ervaring. Betreft de onjuiste voorstelling van omstandigheden dus KPIs of SPTs, dan lijkt het ons aannemelijker dat een beroep op dwaling kans van slagen heeft.

Zoals gezegd moet bij vernietiging op grond van dwaling in beginsel het volledige aankoopbedrag van de SLBs worden gerestitueerd. De rechtsgrond is immers komen te ontvallen aan de betaling, die derhalve onverschuldigd is verricht.<sup>46</sup> Uiteraard is ook de rechtsgrond van jegens belegger B verrichte prestaties ontvallen, inclusief de uitbetaling van de boeterente na het niet behalen van de SPTs. Aangezien belegger B winst heeft gemaakt met de SLB, zal bij verrekening van de over en weer verschuldigde bedragen de netto uitkomst negatief voor belegger B uitpakken.<sup>47</sup>

### 5.3. Nakoming

Minder radicaal dan vernietiging op grond van dwaling, is de actie tot nakoming. Mits niet blijvend onmogelijk, kan nakoming van een verbintenis worden gevorderd.<sup>48</sup> Voor belegger A, voor wie is belegd in rampenobligaties, is dat niet meer mogelijk. Zijn bank heeft immers reeds inadequaaf (dat wil zeggen: in weerwil van de verplichtingen die uit de Verordening voortvloeien en daarmee in weerwil van haar zorgplicht) geïnformeerd en vervolgens anders belegd dan de cliënt verwachtte. De bank kan deze tekortkomingen allicht nog herstellen door alsnog volledig en adequaat te informeren en in andere rampenobligaties te beleggen, maar het leed is al geleden omdat de bank haar zorgplicht reeds heeft geschonden en op die basis onjuiste obligaties heeft aangekocht.

Voor belegger B geldt iets vergelijkbaars. Ook voor hem geldt dat zijn bank hem inadequaaf heeft geïnformeerd en vervolgens anders heeft belegd dan hij verwachtte. Ook deze tekortkomingen zou de bank kunnen rectificeren door alsnog volledig en

adequaaf te informeren en in meer duurzame beleggingsinstrumenten te beleggen, maar nakoming is blijvend onmogelijk geworden, in ieder geval ten aanzien van de periode dat de bank minder duurzaam heeft belegd dan belegger B mocht verwachten.

### 5.4. Ontbinding

Zowel belegger A als belegger B kunnen wellicht hun overeenkomsten (van opdracht) met de bank ontbinden, omdat voor ontbinding een tekortkoming van voldoende gewicht in beginsel volstaat.<sup>49</sup> Schade is geen constitutief vereiste voor een (geslaagd) beroep op ontbinding. Belegger B, die geen vermogensschade heeft geleden (in tegendeel!), kan derhalve ook van dit middel gebruikmaken. Ontbinding heeft ingevolge art. 6:269 BW geen terugwerkende kracht, maar biedt op grond van art. 6:277 BW wel een grondslag voor een eis tot schadevergoeding.<sup>50</sup> De kansen op een succesvolle schadevergoedingsvordering bespreken wij in de volgende paragraaf.

### 5.5. Wanprestatie en schadevergoeding

#### 5.5.1. Schade

Zowel beleggers A als B kunnen schadevergoeding wegens wanprestatie vorderen (art. 6:74 e.v. BW).<sup>51</sup> Hiervoor is namelijk vereist dat sprake is van een tekortkoming, dat de schade toerekenbaar is, dat de schuldeiser schade heeft geleden en dat een causaal verband bestaat tussen de tekortkoming en de schade. In de gegeven voorbeelden zal aan de vereisten van tekortkoming (in dit geval: van een contractuele zorgplicht) en toerekenbaarheid waarschijnlijk relatief eenvoudig kunnen worden voldaan.<sup>52</sup> Wij besteden dan ook meer aandacht aan de vereisten van schade en causaal verband.

Alleen geleden schade in de zin van afdeling 6.1.10 BW komt voor vergoeding in aanmerking.<sup>53</sup> Volgens art. 6:95 BW wordt zowel vermogensschade als 'ander nadeel' als schade aangemerkt.<sup>54</sup> Vermogensschade omvat ingevolge art. 6:96 BW zowel geleden verlies als gederfde winst.<sup>55</sup> De schade die belegger A lijdt door de voltrekking van het *trigger event*, bestaat (hoofdzakelijk) uit de waardedaling van de

45. Vgl. HR 28 juni 2019, ECLI:NL:HR:2019:1046, NJ 2020/257, m.nt. Jac. Hijma (*rentederivaat ABN AMRO*), r.o. 3.5.4-3.5.5.

46. Zie: R. Koolhoven, in: *GS Verbintenissenrecht*, art. 6:203 BW, (online, bijgewerkt 4 december 2020).

47. Zie: R.J.Q. Klomp, in: *GS Verbintenissenrecht*, art. 6:127 BW, (online, bijgewerkt 25 september 2019).

48. Zie: Asser/Sieburgh 6-I 2020/380.

49. Asser/Sieburgh 6-III 2018/684; vgl. HR 28 september 2018, ECLI:NL:HR:2018:1810 (*Eigen Haard*).

50. Asser/Sieburgh 6-III 2018/699; Asser/Sieburgh 6-III 2018/710.

51. Asser/Sieburgh 6-I 2020/381; H.J.S.M. Langbroek, in: *GS Verbintenissenrecht*, art. 6:74 BW, aant. 1.1 e.v. (online, bijgewerkt 15 maart 2020).

52. Zie ook: H.J.S.M. Langbroek, in: *GS Verbintenissenrecht*, art. 6:74 BW, aant. 1.1 e.v. (online, bijgewerkt 15 maart 2020).

53. Zie: R. de Graaff, in: *GS Onrechtmatige daad* III.3.6.2 (online, bijgewerkt 24 december 2020).

54. S.D. Lindenbergh, in: *T&C BW 2021*, art. 6:95 BW, aant. 2; Asser/Sieburgh 6-II 2017/13.

55. Asser/Sieburgh 6-II 2017/25.



obligatie en het verlies van toekomstige rentebetalen en hoofdsom. Deze schade valt, hoewel allicht niet altijd gemakkelijk te berekenen, zonder meer te kwalificeren als geleden verlies en gederfde winst en daarmee als mogelijk te vergoeden vermogensschade. Ook zonder voltrekking van het *trigger event* kan sprake zijn van schade (in de vorm van geleden verlies of gederfde winst) als de belegger bijvoorbeeld zou kunnen stellen dat hij de obligatie van de hand zou hebben gedaan als het ware risico ervan hem duidelijk zou zijn gemaakt.

Lastiger ligt dit voor belegger B. De schade die door hem is geleden heeft immers betrekking op het onstoffelijk nadeel dat hij heeft ondervonden doordat zijn vermogen minder duurzaam is belegd dan hij had beoogd en mocht verwachten. Dit nadeel lijkt niet te kunnen worden gekwalificeerd als vermogensschade, maar valt ook buiten het bereik van art. 6:106 BW. In die laatste bepaling wordt 'nadeel dat niet in vermogensschade bestaat' immers beperkt tot gevallen waarin de aansprakelijke persoon opzettelijk nadeel heeft toegebracht, de benadeelde in zijn persoon is aangetast, of het de aantasting van de nagedachtenis van een dierbare betreft.<sup>56</sup> Belegger B zal dan ook in ieder geval geen vergoeding van immateriële schade in de zin van art. 6:106 BW kunnen vorderen.<sup>57</sup>

Het begrip 'vermogensschade' moet echter ruim worden begrepen, zo leert ons bijvoorbeeld het arrest Burger/Brouwer.<sup>58</sup> In het feitencomplex dat aan dit arrest ten grondslag lag, huurde Burger een motorfiets van Brouwer Motors met het doel om deel te nemen aan de Dakarrally. Door een defect aan de motor, werd (succesvolle) deelname aan de rally echter onmogelijk en moest Burger voortijdig afhaken. Burger vorderde daarom vergoeding van alle met de deelname aan de rally gemoeide kosten, inclusief die kosten die hij had gemaakt met het oog op uitrijden van de rally. Het hof oordeelde dat alleen de kosten die door het gebrek aan de motor, en door het vroegtijdig moeten beëindigen van de rally waren ontstaan, aan Brouwer konden worden toegerekend.<sup>59</sup> De Hoge Raad oordeelde anders: 'Indien iemand uitgaven heeft gedaan ter verkrijging van een op zichzelf niet op geld waardeerbaar onstoffelijk voordeel en hij dit voordeel heeft moeten missen, zal met het oog op het begroten van de door hem geleden schade — die als vermogensschade moet worden aangemerkt — als uitgangspunt hebben te gelden dat de waarde van het gemiste voordeel moet

worden gesteld op de voor het verkrijgen daarvan gedane uitgaven die hun doel hebben moeten missen.'<sup>60</sup> Aanknopingspunt voor de schadebegroting zijn dus de nutteloos gebleken kosten.<sup>61</sup> Mits toerekenbaar, zullen die in beginsel moeten vergoed.<sup>62</sup> In Pollen/Linssen Yachts bevestigde en nuanceerde de Hoge Raad zijn aldus ingezette lijn.<sup>63</sup> In die zaak had Pollen een plezierjacht gekocht die gebrekkig bleek, waardoor hij minder snel en minder ver kon varen dan beoogd. Dit veroorzaakte reparatiekosten en het jacht kon enige tijd niet worden gebruikt. Pollen vorderde vergoeding van de gemaakte kosten, inclusief de waardevermindering van het jacht over de tijd dat het niet kon worden gebruikt zoals beoogd — een waardevermindering die ook zou zijn opgetreden als het jacht niet gebrekkig zou zijn geweest. De Hoge Raad bevestigde dat in het licht van het beoogde voordeel nutteloos gedane uitgaven als vermogensschade moeten worden aangemerkt en dat deze, mits toerekenbaar, moeten worden vergoed.<sup>64</sup> Als de uitgaven hun doel echter niet geheel hebben gemist, dan kunnen ook niet alle gemaakte kosten als geleden vermogensschade worden aangemerkt.<sup>65</sup> Bovendien komt geringe genotsderving niet als vergoedbare schade in aanmerking en geldt: 'ergernis is geen vermogensschade.'<sup>66</sup>

Belegger B zou kunnen betogen dat hij voor zijn immateriële belang (te weten: bijdragen aan duurzaamheid) heeft betaald in de vorm van (de aankoop van) SLBs. Aldus bezien zou zijn schade op geld kunnen worden gewaardeerd en derhalve ook worden gekwalificeerd als vermogensschade die mogelijk voor vergoeding in aanmerking komt.<sup>67</sup> Belegger B kan dus geen vergoeding van zijn onstoffelijk nadeel vorderen, maar allicht wel van de tevergeefs gemaakte kosten. Mede in het licht van de zojuist besproken arresten zullen de door B gemaakte kosten — het aankoopbedrag — in ieder geval met twee soorten posten moeten worden verminderd. Ten eerste met de kosten die niet tevergeefs waren.<sup>68</sup> Om te

56. Zie: Asser/Sieburgh 6-II 2017/139-148.

57. Waarin immateriële schade wordt beperkt tot gevallen waarin de aansprakelijke persoon opzettelijk nadeel heeft toegebracht, de benadeelde in zijn persoon is aangetast, of het de aantasting van de nagedachtenis van een dierbare betreft.

58. HR 28 januari 2005, ECLI:NL:HR:2005:AR6460, NJ 2008/55, m.nt. Jac. Hijma (*Burger/Brouwer Motors, Dakar-rally*); HR 05 december 2008, ECLI:NL:HR:2008:BF1042, NJ 2010/579, m.nt. Jac. Hijma (*Pollen/Linssen Yachts*).

59. HR 28 januari 2005, ECLI:NL:HR:2005:AR6460, NJ 2008/55, m.nt. Jac. Hijma (*Burger/Brouwer Motors, Dakar-rally*), r.o. 5.7 van het hof.

60. HR 28 januari 2005, ECLI:NL:HR:2005:AR6460, NJ 2008/55, m.nt. Jac. Hijma (*Burger/Brouwer Motors, Dakar-rally*), r.o. 3.3.1.

61. HR 28 januari 2005, ECLI:NL:HR:2005:AR6460, NJ 2008/55, m.nt. Jac. Hijma (*Burger/Brouwer Motors, Dakar-rally*), r.o. 3.3.2; Vgl. M.Th. Beumers, 'Schadevergoeding voor genotsderving en teleurstelling. En wat het Engelse recht ons daarover kan leren', *NTBR* 2016/25-6, p. 169-178.

62. HR 28 januari 2005, ECLI:NL:HR:2005:AR6460, NJ 2008/55, m.nt. Jac. Hijma (*Burger/Brouwer Motors, Dakar-rally*), r.o. 3.3.1.

63. HR 05 december 2008, ECLI:NL:HR:2008:BF1042, NJ 2010/579, m.nt. Jac. Hijma (*Pollen/Linssen Yachts*), r.o. 3.5.

64. HR 05 december 2008, ECLI:NL:HR:2008:BF1042, NJ 2010/579, m.nt. Jac. Hijma (*Pollen/Linssen Yachts*), r.o. 3.5.

65. HR 05 december 2008, ECLI:NL:HR:2008:BF1042, NJ 2010/579, m.nt. Jac. Hijma (*Pollen/Linssen Yachts*), r.o. 3.6.

66. HR 05 december 2008, ECLI:NL:HR:2008:BF1042, NJ 2010/579, m.nt. Jac. Hijma (*Pollen/Linssen Yachts*), r.o. 3.7.

67. M.Th. Beumers, *De bescherming van immateriële contractuele belangen in het schadevergoedingsrecht*, Boom juridisch, 2021, p. 28-30.

68. Vgl. HR 05 december 2008, ECLI:NL:HR:2008:BF1042, NJ 2010/579, m.nt. Jac. Hijma (*Pollen/Linssen Yachts*), r.o. 3.6.

kunnen begroten welk deel van de kosten tevergeefs is gemaakt, zal het aankoopbedrag van de SLB's als aankooppunt dienen, verminderd met die kosten die niet tevergeefs waren. In Burger/Brouwer werd uiteindelijk bijvoorbeeld 85% van de gemaakte kosten in rekening gebracht bij de verhuurder van de motor, omdat Burger ongeveer 15% van de rally wel had kunnen rijden en 15% van de kosten dus niet als tevergeefs konden worden aangemerkt.<sup>69</sup> Voor belegger B moet dus worden vastgesteld in hoeverre zijn kosten tevergeefs waren: in welke mate hebben de desbetreffende SLBs wel degelijk bijgedragen aan duurzaamheid? Deze berekening zal niet gemakkelijk zijn, met name niet omdat het uiteindelijke bestedingsdoel bij SLBs niet specifiek is. Belegger B heeft immers niet betaald voor een speciek doel (zoals de Dakarrally rijden), maar voor een obligatie die de uitgevende instelling vrij laat in de keuze van het uiteindelijke bestedingsdoel.

Ten tweede zal de door B geleden schade moeten worden verrekend met de 'winst' die hij heeft gemaakt nu de SPTs niet zijn behaald. Schade en voordeel komen immers voort uit 'een zelfde gebeurtenis' zoals bedoeld in 6:100 BW, te weten het niet behalen van de duurzaamheidsdoelen.<sup>70</sup> Daarnaast is voor deze voordeelstoerekening vereist dat een causaal verband bestaat tussen de normschending en het voordeel.<sup>71</sup> Het oorzakelijk verband tussen het niet behalen van de duurzaamheidsdoelstellingen en de door B gemaakt winst zal niet makkelijk succesvol door B kunnen worden betwist. Netto blijft dan geen verhaalbare schade over.

### 5.5.2. Causaal verband

Voor schadevergoeding op grond van wanprestatie is ingevolge art. 6:74 BW ook causaliteit vereist.<sup>72</sup> De benadeelde moet derhalve aantonen dat een *condicio sine qua non* verband bestaat tussen de tekortkoming en de schade.<sup>73</sup> Belegger A en belegger B moeten dus stellen, en zonedig bewijzen dat zij niet zouden hebben geïnvesteerd in de rampenobligaties, respectievelijk SLBs in kwestie, als zij juist zouden zijn geïnformeerd over het duurzaamheidsrisico, respectievelijk duurzaamheidsimpact ervan.<sup>74</sup> Dit betekent dat belegger A moet stellen dat

hij meer risico-avers is dan zou passen bij een product dat in hoge mate is blootgesteld aan (klimaat)risico's. Hierbij zal een belangrijke rol kunnen spelen welke afspraken belegger A en zijn bank hebben gemaakt ten aanzien van zijn risicoprofiel. Belegger B zal moeten stellen, en zonedig bewijzen, dat (een bepaalde mate van) duurzaamheid een bepalende factor is geweest voor zijn beleggingsbeslissing(en). Hij zou kunnen betogen dat uit onderzoek blijkt dat beleggers hogere risico's en lager rendement accepteren om duurzaam te investeren,<sup>75</sup> en dat uit het door hem met de SLBs behaalde voordeel niet kan worden afgeleid dat hij dezelfde SLBs zou hebben aangekocht als hij wel volledig en adequaat zou zijn geïnformeerd. Geldelijke overwegingen zijn met andere woorden niet doorslaggevend voor duurzaam beleggen.

### 6. Delictuele aansprakelijkheid: onrechtmatige daad

Een gedupeerde belegger kan ook met delictuele aansprakelijkheid de door hem geleden schade trachten te verhalen op zijn wederpartij.<sup>76</sup> Daarnaast is het mogelijk een verklaring voor recht te vorderen.<sup>77</sup> Voor een succesvolle schadevergoedingsvordering op grond van onrechtmatige daad is ten eerste een normschending vereist.<sup>78</sup> Bij overtreding van de Transparantieverordening, die immers direct doorwerkt in de rechtsverhouding tussen partijen, is sprake van strijd met een 'wettelijke plicht' in de zin van art. 6:162 lid 2 BW.<sup>79</sup> Nu er met de Transparantieverordening en de daarmee samenhangende regelgeving een breed scala aan gedetailleerde informatieverplichtingen rechtstreeks van toepassing zijn in de Nederlandse rechtsorde, is een schending van een dergelijke verplichting relatief gemakkelijk vast te stellen. Ook het relativiteitsvereiste lijkt geen belemmering te vormen: de Verordening strekt immers volgens haar overwegingen ter bescherming van de eindbelegger.<sup>80</sup> Toerekening is evenmin bezwaarlijk, zolang het gaat om een fout die is gemaakt door de financiële marktdeelnemer of de adviseur, en niet om een informatiegebrek dat (deels) te wijten valt aan de uitgevende instelling.<sup>81</sup> Voor het causaliteitsvereiste zullen de beleggers het verband tussen

69. Hof 's-Hertogenbosch 7 maart 2006, ECLI:NL:GHSHE:2006:BC3648, r.o. 2.9, 2.16.

70. Zie: S.D. Lindbergh, *T&C BW 2021*, art. 6:100 BW.

71. Zie: S.D. Lindbergh, *T&C BW 2021*, art. 6:100 BW, aant. 4.

72. Zie Asser/Sieburgh 6-II 2017/47; H.J.S.M. Langbroek, in: *GS Verbintissenrecht*, art. 6:74 BW, aant. 4.3, (online, bijgewerkt 15 maart 2020).

73. Zie Asser/Sieburgh 6-II 2017/47; H.J.S.M. Langbroek, in: *GS Verbintissenrecht*, art. 6:74 BW, aant. 4.3, (online, bijgewerkt 15 maart 2020).

74. Stellen en, zo nodig, bewijzen ingevolge de hoofdregel uit art. 177 Rv, in de context van schadevergoeding op grond van art. 6:74 BW. Zie ook: H.J.S.M. Langbroek, in: *GS Verbintissenrecht*, art. 6:74 BW, (online, bijgewerkt 15 maart 2020).

75. Bijvoorbeeld: G. Puylaert & W. Zijlstra 'Consumers accept more risk and lower returns on sustainable investments', 1 September 2020, AFM publicatie.

76. Art. 6:162 BW; andere gekwalificeerde vormen van de onrechtmatige daad kunnen ook als grondslag dienen zoals oneerlijke handelspraktijken 6:193a BW en misleidende reclame 6:194 BW.

77. Zie: Asser/Sieburgh 6-IV 2019/152.

78. Zie: Asser/Sieburgh 6-IV 2019/39 e.v.

79. Voor de doorwerking van Europese regelgeving in privaatrechtelijke verhoudingen zie Asser/Sieburgh 6-IV 2019/44.

80. Zie: Asser/Sieburgh 6-IV 2019/3.4; Overweging 10, 35 Transparantieverordening.

81. Zie: Asser/Sieburgh 6-IV 2019/3.2.

de onvolledige of onjuiste informatie en de door hen geleden schade moeten aantonen.<sup>82</sup>

Het lastigste criterium bij aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad lijkt, zoals ook bij contractuele aansprakelijkheid, het schadecriterium te zijn, in ieder geval waar het niet draait om geldelijk verlies.<sup>83</sup> Belegger B zal moeten beargumenteren dat de door hem geleden schade, die niet bestaat uit een waardevermindering van zijn obligatie, toch kwalificeert als vermogensschade. Hiervoor verwijzen wij naar hetgeen reeds is besproken in paragraaf 5.5.1.

## 7. *Privaatrechtelijke middelen waarschijnlijk voor beide beleggers in beperkte mate beschikbaar*

Uit bovenstaande analyse blijkt dat zowel voor belegger A als belegger B privaatrechtelijke middelen beschikbaar zijn als hun bank (dat wil zeggen: financiële marktdeelnemer of adviseur in de zin van de Transparantieverordening) een op haar rustende en uit de Verordening voortvloeiende informatieplicht schendt. Een tweetal nuanceringen geven die (allicht wat te algemene) observatie kleur.

Ten eerste valt op dat de Transparantieverordening onze beide voorbeeldbeleggers weinig 'nieuwe' privaatrechtelijke bescherming biedt. Belegger A, die onvoldoende (volledig) was geïnformeerd over het risico waaraan zijn belegging bloot stond, zou allicht ook vóór invoering van de Transparantieverordening bescherming hebben gevonden. Zo zou hij ook op grond van reeds bestaande regelgeving volledig en juist moeten worden ingelicht over de risico's van zijn belegging. Men denke aan de algemene informatieplicht voortvloeiend uit de (bijzondere) zorgplicht,<sup>84</sup> maar ook aan de publiekrechtelijke precontractuele informatieplichten op grond waarvan informatie moet worden verstrekt die de cliënt in staat stelt om de aard van de risico's van het aangeboden product te begrijpen.<sup>85</sup>

Belegger B moet op grond van de Transparantieverordening weliswaar waarschijnlijk preciezer worden voorgelicht over de duurzaamheidsimpact van zijn belegging(en) dan voorheen, maar heeft weinig middelen ter beschikking als dat niet gebeurt.<sup>86</sup>

Hem rest immers slechts een vordering tot nakoming of ontbinding van de overeenkomst, terwijl zijn schade zal moeten worden verrekend met het door hem genoten (geldelijk) voordeel.

Ten tweede brengen de Transparantieverordening en de daarmee samenhangende regelgeving gedetailleerde informatieverplichtingen mee, die direct doorwerken in de verhoudingen tussen partijen. Bij een duidelijke schending van een dergelijke regel zal het relatief eenvoudig zijn om een normschending als vereist voor aansprakelijkheid uit hoofde van onrechtmatige daad aan te nemen. Dit kan betekenen dat geen beroep hoeft te worden gedaan op de open norm van de (bijzondere) zorgplicht. De keerzijde van de duidelijke normomschrijving van de Verordening is echter dat het minder waarschijnlijk is geworden (maar geenszins valt uit te sluiten<sup>87</sup>) dat de civiele rechter geen normschending zal aannemen in gevallen waarin aan de vereisten van de Verordening zal zijn voldaan.

## 8. *Conclusie*

De centrale vraag in dit artikel was: hoe kan het Nederlands privaatrecht bijdragen aan het behalen van de beleidsdoelen van nieuwe EU regelgeving ten aanzien van duurzaamheid in financiële markten? Wij hebben hiervoor de blik gericht op de Transparantieverordening, die is ingevoerd om duurzame beleggingen te stimuleren. Dat doet de Verordening door financiëlemarktdeelnemers en financieel adviseurs te verplichten informatie over de duurzaamheid en duurzaamheidsrisico's van financiële producten (in brede zin) te verschaffen. Beleggers kunnen op grond van die informatie een meer weloverwogen beleggingsbeslissing maken, zo is de kennelijke gedachte van de wetgever geweest.

Om de doelen die met de Verordening worden nagestreefd te behalen, is het van belang dat de verplichtingen van de Verordening worden nageleefd door de financiële ondernemingen die daaraan zijn onderworpen. Voor het toezicht op die naleving is in de eerste plaats de nationale toezichthouder verantwoordelijk. Daarnaast biedt het privaatrecht middelen om naleving te sanctioneren. Ingeval van vermogensschade bestaat een gereede kans dat beleggers reeds bescherming genieten op grond van bestaande regelgeving, maar kan het door de invoering van direct tussen belegger en financiële onderneming werkende normen van de Verordening relatief eenvoudig zijn om een normschending aan te nemen. Voor de activistische belegger die geen vermogensschade lijdt, biedt de doorwerking van de Transparantieverordening weinig handvatten voor handhaving langs privaatrechtelijke weg. De conclusie lijkt dan ook te moeten zijn dat voor het privaatrecht

82. Zie: Asser/Sieburgh 6-IV 2019/3.3.

83. Het gaat immers om schade in de zin van afdeling 6.1.10 BW; zie ook: K.J.O. Janssen, in: *GS Onrechtmatige daad*, art. 6:162 BW, aant. 2.1, (online, bijgewerkt 1 december 2020).

84. Zie: Asser/De Serië 2-IV 2017/729.

85. Art. 4:20 Wft; zie ook: F.R.H. van der Leeuw, in: *GS Toezicht Financiële Markten*, art. 4:20 Wft, aant. 6, (online, bijgewerkt 24 december 2013).

86. Op grond van het ken-uw-client beginsel uit art. 4:23 Wft is het niet uitgesloten dat de informatieverstrekking aan beleggers met duurzaamheidsdoelstellingen ook adequate informatie op dat vlak moet omvatten. Zie ook: K.W.H. Broekhuizen, in: *GS Toezicht Financiële Markten*, art. 4:23 Wft, aant. 5 (online, bijgewerkt 1 oktober 2008).

87. Voor een uitspraak waarin werd overwogen dat schending van een publiekrechtelijke norm niet noodzakelijkerwijs tot privaatrechtelijke aansprakelijkheid leidt, zie, bijvoorbeeld: Rechtbank Amsterdam, 4 november 2020, ECLI:NL:RBAMS:2020:5408 (Hypotheek Visie).

een beperkte rol is weggelegd waar het gaat om het bereiken van de beleidsdoelen van de Transparantieverordening. Vice-versa (en positiever geformuleerd), voegt de Verordening dus weinig toe aan het reeds bestaande, privaatrechtelijke arsenaal voor beleggersbescherming