

De Europese sustainable-finance-regelgeving: beleggersbescherming, efficiëntie en verduurzaming

Lara Hartman-Ohnesorge*

De Europese sustainable-finance-wetgeving vergroot de transparantie omtrent duurzaamheid in kapitaalmarkten. Hierdoor kunnen beleggers duurzaamheidsaspecten makkelijker meenemen in hun beleggingsbeslissing. De EU hoopt op deze manier een toename van duurzame investeringen teweeg te brengen. De wetgeving roept vragen op over de verhouding tussen beleggersbescherming, efficiëntie en verduurzaming.

1 Inleiding

Artikel 2(1)(c) van het Parijsakkoord van de Verenigde Naties (VN) bevat de doelstelling om financieringsstromen te laten overeenkomen met de transitie naar een broeikasgasarme en klimaatresistente wereld.¹ Om dit doel te verwezenlijken, heeft de Europese Unie (EU) wetgeving in het leven geroepen die ervoor moet zorgen dat er duurzamer wordt geïnvesteerd. In deze bijdrage wordt duurzaam investeren aangeduid met de term *sustainable finance*. Het belangrijkste mechanisme waarmee de Europese sustainable-finance-regelgeving duurzaam beleggen tracht te stimuleren, is het beter informeren van beleggers over de duurzaamheidsrisico's waar hun beleggingen aan blootstaan en over de impact die hun beleggingen hebben op duurzaamheidsfactoren. Hierdoor kunnen beleggers een weloverwogen beleggingsbeslissing nemen.

Informatieverplichtingen staan vaak centraal in financiële regelgeving. Het idee is dat goed geïnformeerde beleggers hun

eigen belang beter kunnen behartigen en een hoger rendement behalen dan niet goed geïnformeerde beleggers. Daarmee is ook de algemene economische vooruitgang gediend. Het individu in staat stellen om zijn eigen belang te behartigen, is zodoende een manier om het publieke belang te waarborgen. De Europese sustainable-finance-regelgeving lijkt hierop voort te bouwen; terwijl het vooral regelgeving bevat ter bescherming van de belegger, zijn twee andere beleidsdoelen namelijk het bevorderen van efficiënte markten en verduurzaming. Dit artikel staat stil bij de vraag hoe de drie genoemde beleidsdoelen (beleggersbescherming, efficiënte markt en verduurzaming) zich tot elkaar verhouden.

De Europese Unie heeft wetgeving in het leven geroepen die ervoor moet zorgen dat er duurzamer wordt geïnvesteerd

* Mr. L.G.L. Hartman-Ohnesorge is als promovenda verbonden aan het Hazelhoff Centre for Financial Law van de Universiteit Leiden en is redacteur van dit blad.

¹ De officiële Nederlandse vertaling is 'de Overeenkomst van Parijs van de Verenigde Naties', *PbEU* 2016, L 282/4. In dit stuk wordt de term 'Parijsakkoord' gebezigd.



Foto: Manon Heinsman
© Ars Aequi

© Ars Aequi. Verspreiding onder toestemming van de uitgeverij. Niet te verspreiden op andere manieren.
Zie [arsaequi.nl/open-access](https://www.arsaequi.nl/open-access)

In paragraaf 2 wordt de verhouding tussen de financiële sector en de reële economie uiteengezet, waarna in paragraaf 3 de achtergrond van de sustainable-finance-regelgeving wordt toegelicht. In paragraaf 4 worden de hoofdverplichtingen van de duurzame financiële regelgeving behandeld. In paragraaf 5 wordt de verhouding tussen beleggersbescherming, efficiënte markten en verduurzaming onderzocht. Paragraaf 6 bevat de conclusie.

Het is primair de reële economie die moet verduurzamen. De financiële sector speelt hierin desalniettemin een cruciale rol; omdat beleggers bepalen in welke bedrijven wordt geïnvesteerd, hebben zij de macht om de reële economie te vormen

2 De rol van de financiële sector ten aanzien van de reële economie

De financiële sector wordt vaak onderscheiden van de reële economie. De reële economie heeft betrekking op de productie en het verkeer van goederen en diensten, terwijl de financiële sector betrekking heeft op het verkeer van kapitaal.² In deze visie dient de financiële sector de reële economie: via de financiële markten stroomt kapitaal dat anders niet optimaal wordt benut naar plekken waar het wel optimaal wordt benut.³ Het is bijvoorbeeld niet optimaal als partij A het geld dat zij overhoudt, spaart, terwijl er op andere plekken in de economie vraag is naar financiering. Als het spaargeld van partij A wordt geïnvesteerd in het bedrijf van partij B, kan er met dat geld meer vooruitgang worden geboekt dan wanneer het op de spaarrekening van A blijft staan. Dat is voordelig voor partij B, wier bedrijf met het extra kapitaal kan groeien, en voor partij A, die een hoger rendement op het geld behaalt dan wanneer enkel wordt gespaard. Financiële markten faciliteren deze kapitaalstroom omdat zij beleggers in staat stellen makkelijk hun geld te investeren. De financiële sector draagt zo bij aan groei in de reële economie.⁴

In deze dichotomie tussen de financiële en de reële sector ligt het kernprobleem van klimaatverandering in de reële economie.

Productie en dienstverlening veroorzaken immers uitstoot van broeikasgassen, niet de handel in financiële instrumenten. Het is dan ook primair de reële economie die moet verduurzamen. De financiële sector speelt hierin desalniettemin een cruciale rol; omdat beleggers bepalen in welke bedrijven wordt geïnvesteerd, hebben zij de macht om de reële economie te vormen. De juridische infrastructuur die beleggers faciliteert bij hun beleggingskeuze kan daarin een sleutelrol spelen, omdat die infrastructuur het makkelijker kan maken om duurzamer te beleggen.

3 Achtergrond

Op internationaal niveau heeft klimaatfinanciering sinds de jaren zeventig van de vorige eeuw aandacht gekregen. Zo werd financiering in de VN-Stockholmdeclaratie van 1972 als een belangrijke factor voor het behoud en de verbetering van het milieu in minder ontwikkelde landen geïdentificeerd.⁵ Hierop volgde de oprichting van het Environment Fund⁶ en is klimaatfinanciering een vast onderdeel van klimaatpolitiek op VN-niveau geworden.⁷ Artikel 11 van het VN-Klimaatverdrag uit 1992 legt dan ook het financieel mechanisme vast op basis waarvan financiële middelen worden verstrekt middels leningen en subsidies.⁸ De financiering die in het kader van artikel 11 VN-Klimaatverdrag tot stand komt, wordt beïnvloed door artikel 3(2) van het verdrag, dat het beginsel van gemeenschappelijke maar gedifferentieerde verantwoordelijkheden bevat.⁹ Dit beginsel houdt in dat weliswaar alle landen worden geraakt door klimaatverandering, maar dat de verantwoordelijkheid om het probleem op te lossen zwaarder rust op ontwikkelde landen dan op minder ontwikkelde landen.¹⁰ De ontwikkelde landen hebben immers de meeste broeikasgasuitstoot veroorzaakt en hebben tegelijkertijd het meest geprofiteerd van niet-duurzame activiteiten.¹¹ De afspraken die worden gemaakt in het kader van artikel 11 VN-Klimaatverdrag zien daarom voor een groot deel op hoe ontwikkelde landen (financieel) bijdragen aan adaptatie en mitigatiemaatregelen in minder ontwikkelde landen. Hoe dat precies gebeurt, wordt tijdens klimaatoppen vastgelegd; het VN-Klimaatverdrag zelf is namelijk slechts een raamwerkconventie die hoofdzakelijk algemene doelstellingen, procedures en verklaringen bevat.¹² Bij de klimaatop van Kopenhagen in 2009 beloofden ontwikkelde landen bijvoorbeeld om vanaf 2020

2 In de reële economie kan de waarde van een transactie worden uitgedrukt in zowel geldelijke termen als niet-geldelijke termen, zoals een aantal uren werk of een aantal producten. In de financiële sector bestaat het product zelf uit een vermogensrechtelijke aanspraak en niet uit een tastbaar product of een dienst.

3 J. Armour e.a., *Principles of Financial Regulation*, Oxford: Oxford University Press 2016, p. 24-27, 66-67.

4 Armour e.a. 2016, p. 24-27.

5 Principle 9 Stockholm Declaration benadrukt de noodzaak van financiële steun aan minder ontwikkelde landen ter voorkoming van 'environmental deficiencies' veroorzaakt door een laag niveau aan ontwikkeling. Principle 12 Stockholm Declaration benoemt de noodzaak van financiële steun ter behoud en verbetering van het milieu in minder ontwikkelde landen.

6 Stockholm Declaration and Action Plan 1972, Part I, Chapter III, Resolution on International and Financial Arrangements, section III Environment Fund.

7 Bijvoorbeeld: VN Brundtland Rapport 1987.

8 United Nations Framework Convention on Climate Change 1992 (UNFCCC).

9 Zie ook: Considerans Klimaatverdrag.

10 Zie ook: C.D. Stone, 'Common but Differentiated Responsibilities in International Law', *American Journal of International Law* (98) 2004, afl. 2, p. 276-301.

11 Zie ook: P.G. Harris, 'Common But Differentiated Responsibilities: The Kyoto Protocol and United States Policy', *NYU Environmental Law Journal* (7) 1999, p. 27-28.

12 Art. 11 en 7 Klimaatverdrag; Zie ook: J. Kuyper, H. Schroeder & B. Linnér, 'The Evolution of the UNFCCC', *Annual Review of Environment and Resources* 2018, afl. 43, p. 343-368.

13 Par. 8 Kopenhagen Akkoord (Decision 2/CP.15).

14 Art. 2(1)(a) Parijsakkoord.

15 Origineel: 'Making finance flows consistent with a pathway towards low greenhouse gas emissions and climate-resilient development'.

16 C. Watson & H. Schindler, *Financing the transition from brown to green. How to track country performance toward low carbon, climate-resilient economies*, Berlijn: Overseas Development Institute/Humboldt-Viadrina Governance Platform 2017, p. 8.

17 EU Technical Expert Group, *Report on Climate-related Disclosures*, 2019; Mededeling van de Commissie, Sustainable Europe Investment Plan – European Green Deal Investment Plan, COM(2020)21 final; Mededeling van de Commissie, De Europese Green Deal, COM(2019)640 final.

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

19 European Commission, 'Fact-sheet: Financing sustainable growth', 2019, beschikbaar op: https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200108-financing-sustainable-growth-factsheet_en.pdf.

20 Communication from the Commission, *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*, COM(2021)390 final, p. 1.

21 Verordening (EU) 2020/852 betreffende de totstandbrenging van een kader ter bevordering van duurzame beleggingen, *PbEU* 2020, L 198/13 (Taxonomieverordening); Verordening (EU) betreffende informatieverzorging over duurzaamheid in de financiële dienstensector, *PbEU* 2019, L 317/1 (SFDR); Verordening (EU) 2019/2089 tot wijziging van Verordening (EU) 2016/1011 inzake EU klimaattransitiebenchmarks en op de Overeenkomst van Parijs afgestemde EU-benchmarks en informatieverzorging over duurzaamheid over benchmarks, *PbEU* 2019, L 317/17.

22 Voorstel voor een Richtlijn tot wijziging van Richtlijn 2013/34/EU, Richtlijn 2004/109/EG, Richtlijn 2006/43/EG en Richtlijn (EU) 537/2014 betreffende duurzaamheidsrapportage door ondernemingen, COM(2021)189 final; Voorstel voor een Verordening betreffende Europese groene obligaties, COM(2021)391 final. Daarnaast zal er nog veel gedelegeerde regelgeving verschijnen om de vereisten uit bijvoorbeeld de Taxonomieverordening en de Sustainable Finance Disclosure Regulation verder te verfijnen.

23 Beleidsdoel beleggersbescherming: Overweging 4, 5, 9, 10 SFDR; Overweging 8, 12, 18, 28, 46, 50 CSRD; Overweging 6, 9, 13, 18, 21 Taxonomieverordening.

24 Beleidsdoel markt: overweging 2, 9 SFDR; overweging 1, 2, 12 CSRD; overweging 1, 6, 9 Taxonomieverordening.

25 Beleidsdoel duurzame beleggingen: overweging 1, 2, 3 e.v. SFDR; overweging 1, 2, 3 e.v. CSRD; overweging 1, 2, 3, 4 e.v. Taxonomieverordening.

jaarlijks \$ 100 miljard beschikbaar te stellen voor mitigatie- en adaptatiemaatregelen in ontwikkelingslanden.¹³

De klimaatop van 2015 in Parijs heeft geleid tot het Parijsakkoord, waarin werd vastgelegd dat de aarde niet meer dan 2 graden Celsius mag opwarmen ten opzichte van het pre-industriële tijdperk.¹⁴ In artikel 2(1)(c) van het Parijsakkoord is een nieuwe doelstelling ten aanzien van klimaatfinanciering geformuleerd: financieringsstromen overeen laten komen met de transitie naar een broeikasgasarme en klimaatresistente wereld.¹⁵ Dit artikel brengt tot uiting dat het niet voldoende is om adaptatie- en mitigatiemaatregelen in minder ontwikkelde landen te financieren, waarin wordt voorzien middels het financieel mechanisme uit artikel 11 Klimaatverdrag. Het effectief tegengaan van de uitstoot van broeikasgassen vergt dat de hele economie bijstelt naar een circulair model, en dat vergt dan weer dat de financieringsstromen die economische ontplooiing mogelijk maken zich ook voegen naar dat model. Er moet dus meer financiering voor duurzame ondernemingen komen én minder financiering voor niet-duurzame ondernemingen.¹⁶

Het Action Plan on Financing Sustainable Growth bevat verschillende strategieën om privaat kapitaal te heroriënteren naar een duurzame economie. Dat dit nodig is, blijkt uit het huidige jaarlijkse financieringstekort ten aanzien van duurzame ondernemingen om in 2050 klimaatneutraal te worden

Na het Parijsakkoord zijn er op Europees niveau meerdere beleidsstukken op het vlak van *sustainable finance* verschenen.¹⁷ Een centraal stuk hierin is het in 2018 verschenen Action Plan on Financing Sustainable Growth (hierna: Action Plan), dat verschillende strategieën bevat om privaat kapitaal te heroriënteren naar een duurzame economie, in lijn met het doel uit artikel 2(1)(c) Parijsakkoord.¹⁸ Dat dit nodig is, blijkt uit het huidige jaarlijkse financieringstekort ten aanzien van duurzame ondernemingen om in 2050 klimaatneutraal te worden, dat

door de Europese Commissie wordt geschat op € 175 tot 290 miljard.¹⁹ Het jaarlijkse tekort om de 2030 klimaatdoelen te behalen, is nog hoger, namelijk € 350 miljard.²⁰ Veel van de ideeën uit het Action Plan zijn dan ook omgezet in wetgeving: de Taxonomieverordening, de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) en Verordening ten aanzien van de EU klimaattransitiebenchmarks en de op de Overeenkomst van Parijs afgestemde EU-benchmarks zijn inmiddels in werking getreden.²¹ De Corporate Sustainable Reporting Directive (CSRD) en de EU Green Bond Standard Regulation bevinden zich thans in verschillende fases van het wetgevingsproces.²² Tezamen moet deze regelgeving ervoor zorgen dat meer privaat kapitaal duurzaam wordt geïnvesteerd, zoals in paragraaf 4 nader wordt toegelicht. Deze toename aan duurzame beleggingen zou moeten bijdragen aan de verduurzaming van de reële economie.

4 Het sustainable finance framework van de EU

De Europese regelgeving die in deze paragraaf wordt besproken, zal worden aangeduid als het *sustainable finance framework*. Dit *framework* bestaat hoofdzakelijk uit openbaarmakingsverplichtingen die rusten op uitgevende instellingen, te vinden in het jaarrekeningenrecht (paragraaf 4.1), de transparantieplichtingen die rusten op financiële intermediairs uit hoofde van de Sustainable Finance Disclosure Regulation (paragraaf 4.2) en de Taxonomieverordening (paragraaf 4.3). Regelgeving die ziet op specifieke financiële producten of transacties, zoals de EU klimaattransitiebenchmarks, de op de Overeenkomst van Parijs afgestemde EU-benchmarks en de Verordening betreffende Europese groene obligaties, worden buiten beschouwing gelaten vanwege hun beperktere toepassingsbereik.

Bestudering van de overwegingen bij de verschillende stukken wetgeving wijst uit dat het *sustainable finance framework* een aantal doelstellingen met elkaar tracht te combineren: (1) het waarborgen van een hoge graad aan beleggersbescherming;²³ (2) een efficiënte interne markt en het waarborgen van economische groei;²⁴ en (3) een toename aan private investeringen in duurzame projecten, teneinde de overgang naar een klimaatneutrale samenleving te bewerkstelligen.²⁵ Hiertoe gebruikt de EU hoofdzakelijk informatieregulering:

het *sustainable finance framework* reguleert het openbaar maken en stroomlijnen van informatievoorziening.

4.1 Doorlopende openbaarmakingsverplichtingen voor uitgevende instellingen

Een belangrijke voorwaarde voor een toename in kapitaalstromen richting duurzame ondernemingen is een grotere beschikbaarheid van duurzaamheidsinformatie over de bedrijven waarin wordt belegd. In financieelrechtelijk jargon worden deze bedrijven de uitgevende instellingen genoemd: zij trekken financiering aan door aandelen en andere financiële instrumenten uit te geven.²⁶ Deze uitgevende instellingen zijn aan regelgeving onderworpen die bepaalt welke informatie zij openbaar moeten maken. Op het moment dat de onderneming aandelen wil gaan uitgeven, moet er bijvoorbeeld een prospectus worden gemaakt dat gedetailleerde informatie over de onderneming en de uit te geven aandelen bevat.²⁷ Als een onderneming zich op dat moment als bijzonder milieuvriendelijk in de markt zet, zal daarover gedetailleerde informatie in het prospectus moeten worden opgenomen.

Een belangrijke voorwaarde voor een toename in kapitaalstromen richting duurzame ondernemingen is een grotere beschikbaarheid van duurzaamheidsinformatie over de bedrijven waarin wordt belegd

Om duurzaamheid in de beleggingsbeslissingen een grotere rol te laten spelen, is het van belang dat deze informatie ten aanzien van zoveel mogelijk bedrijven beschikbaar is. Daarnaast moet deze informatie doorlopend beschikbaar zijn omdat de invloed van duurzaamheid op de onderneming, en de invloed van de onderneming op duurzaamheid door de tijd heen verandert. Die behoefte aan doorlopende informatie bestaat niet alleen ten aanzien van duurzaamheidsinformatie; met name op het vlak van financiële informatie zoals de winstgevendheid van ondernemingen bestaan er al lange tijd doorlopende openbaarmakingsverplichtingen in het jaarrekeningenrecht. Deze zijn op Europees niveau

geharmoniseerd middels de Jaarrekeningenrichtlijn, die ondernemingen verplicht om een jaarrekening en een bestuursverslag op te stellen.²⁸ Sinds 2014 wordt deze Jaarrekeningenrichtlijn aangevuld met de Richtlijn niet-financiële informatie.²⁹ Artikel 19bis van deze richtlijn verplicht grote ondernemingen om in hun bestuursverslag informatie op te nemen die noodzakelijk is voor een goed begrip van 'de ontwikkeling, de resultaten en de positie van de onderneming alsmede van de effecten van haar activiteiten, die minstens betrekking heeft op milieu-, sociale en personeelsaangelegenheden, eerbiediging van mensenrechten en de bestrijding van corruptie en omkoping'.³⁰ Deze verplichting rust enkel op grote ondernemingen die van openbaar belang zijn met meer dan 500 werknemers³¹ en is bovendien breed geformuleerd, waardoor onduidelijk blijft wat precies moet worden opgenomen in het bestuursverslag.³² Als er al op basis van de richtlijn informatie in bestuursverslagen wordt opgenomen, sluit deze daardoor vaak niet goed aan bij de behoefte vanuit de markt.³³ Daarom heeft de EU in 2021 een voorstel gepubliceerd voor de Richtlijn betreffende duurzaamheidsrapportage door ondernemingen, in dit stuk aangeduid met de Engelse afkorting CSRD (Corporate Sustainable Reporting Directive).³⁴ Net als de Richtlijn niet-financiële informatie vult de CSRD de regelgeving uit de Jaarrekeningenrichtlijn aan. In het voorstel voor de CSRD worden de informatieverplichtingen ten aanzien van duurzaamheidsrisico's en -impact uitgebreid naar alle grote ondernemingen en alle beursgenoteerde kleine en middelgrote ondernemingen.³⁵ Daarnaast is preciezer omschreven hoe over de verschillende onderwerpen moet worden gerapporteerd.³⁶ Bovendien laat het voorgestelde artikel 19ter ruimte voor de Europese Commissie om nadere standaarden vast te stellen ten aanzien van duurzaamheidsrapportage. Ook moeten de bestuursverslagen op basis van de CSRD worden opgesteld in het Europese uniform elektronisch verslagleggingsformaat, dat is ingevoerd voor het digitaal markeren van financiële informatie.³⁷ Hierdoor kunnen de verslagen digitaal worden geraadpleegd. Door invoering van de CSRD zou er dus ten aanzien van meer ondernemingen duurzaamheidsinformatie beschikbaar worden, die bovendien makkelijker toegankelijk, begrijpelijker en makkelijker vergelijkbaar zou moeten zijn.

26 Een uitgevende instelling is volgens art. 1:1 Wft een ieder die effecten heeft uitgegeven of voornemens is effecten uit te geven.

27 Verordening (EU) 2017/1129 (Prospectusverordening).

28 Het jaarrekeningrecht wordt geharmoniseerd met de Richtlijn 2013/34/EU en is in het Nederlandse recht voor een groot deel terug te vinden in Boek 2 BW Titel 9.

29 Richtlijn 2014/95/EU (NFI-richtlijn).

30 Art. 19bis NFI-richtlijn.

31 Art. 19bis NFI-richtlijn.

32 European Commission, *Inception Impact Assessment*, Ares(2020)580716.

33 European Commission, *Inception Impact Assessment*, Ares(2020)580716, p. 2.

34 Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement 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.

35 Voor de laatste twee zouden de voor hen relevante verplichtingen eerst op 1 januari 2026 in werking treden, mits het voorstel wordt aangenomen. Het voorstel bevat uitzonderingen voor micro-ondernemingen met minder dan 10 werknemers en een omzet van minder dan 2 miljoen per jaar.

36 Art. 19bis lid 2 a t/m g CSRD.

37 Overweging 48 Voorstel voor Richtlijn COM(2021)189 final (CSRD); duurzaamheidsrapportage wordt gemarkeerd overeenkomstig art. 3 Gedelegeerde Verordening (EU) 2019/815.

Door invoering van de CSRD zou er ten aanzien van meer ondernemingen duurzaamheidsinformatie beschikbaar worden, die bovendien makkelijker toegankelijk, begrijpelijker en makkelijker vergelijkbaar zou moeten zijn

4.2 Transparantieverplichtingen voor intermediairs

Het voorstel tot de CSRD beoogt dat er meer duurzaamheidsinformatie ten aanzien van de uitgevende instellingen beschikbaar wordt, maar (particuliere) beleggers investeren hun kapitaal zelden direct in een bedrijf. Intermediairs helpen beleggers bijvoorbeeld met beleggingsdiensten, zoals het verlenen van advies, het uitvoeren van orders voor beleggers of het beheren van het vermogen van beleggers.³⁸ Dit soort intermediairs kunnen een grote invloed hebben op de individuele beleggers, voor wie het moeilijk kan zijn om een goede beleggingsbeslissing te nemen. Dat ligt enerzijds aan externe factoren, zoals de grote overvloed aan informatie die beschikbaar is doch die niet door één individu verwerkt kan worden.³⁹ Anderzijds spelen interne factoren een rol; beleggers schatten bijvoorbeeld hun eigen kansen irrationeel goed in en beschikken niet altijd over voldoende inzicht in hun eigen financiële situatie, waardoor zij risico's nemen die zij niet kunnen overzien.⁴⁰ Intermediairs kunnen beleggers helpen door de informatie die uitgevende instellingen verstrekken te verwerken tot makkelijker begrijpbare data, en bovendien kunnen zij met de belegger nagaan welk risicoprofiel bij hem past.⁴¹

Door hun positie tussen de uitgevende instelling en de eindbelegger hebben intermediairs een grote invloed op de belegger en is het niet verbazingwekkend dat hun handelen sterk is gereguleerd.⁴² Ook ten aanzien van duurzaamheidsinformatie reguleert de Europese wetgever het handelen van intermediairs. Hierbij is de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) het voornaamste instrument. De SFDR is van toepassing is op zogenoemde financiëlemarktdeelnemers en financieel adviseurs.⁴³ De eerste groep betreft een breed palet aan instellingen die allerlei diensten

verlenen, zoals banken die vermogensbeheer aanbieden.⁴⁴ Financieel adviseurs verstrekken hoofdzakelijk beleggingsadvies.⁴⁵ Het gaat hier dus om partijen tussen uitgevende instellingen en beleggers, die veel invloed hebben op de beleggingsbeslissing. Een van de belangrijkste verplichtingen uit de SFDR is dat in precontractuele informatie die aan de belegger wordt verschaft, moet worden beschreven hoe duurzaamheidsrisico's in beleggingsbeslissingen worden geïntegreerd, wat de effecten van duurzaamheidsrisico's op het rendement van de belegging zijn, en wat de effecten van de belegging op duurzaamheid zijn.⁴⁶ Daarnaast gelden er extra informatieverplichtingen ten aanzien van beleggingen die bijzonder milieuvriendelijk zouden zijn; hiervoor moet uitvoerig worden beschreven aan welk doel de belegging bijdraagt en hoe wordt getracht dat doel te bereiken.⁴⁷

Intermediairs hebben een grote invloed op de belegger en het is niet verbazingwekkend dat hun handelen sterk is gereguleerd. Ook ten aanzien van duurzaamheidsinformatie reguleert de Europese wetgever het handelen van intermediairs

De SFDR sluit aan op de realiteit dat een particuliere belegger vaak niet in staat is om zelf duurzaamheidsinformatie van uitgevende instellingen op een zinvolle manier te waarderen en dat beleggers bovendien zelden zonder tussenkomst van een derde partij beleggen.⁴⁸ Door de intermediair te verplichten om de belegger afdoende voor te lichten over duurzaamheidsaspecten van de belegging, kan de belegger een weloverwogen beslissing nemen.

4.3 De Taxonomieverordening

Een groot obstakel voor het bereiken van meer bereidheid om duurzamer te investeren, was dat er geen geharmoniseerd duurzaamheidsjargon bestond; termen zoals 'duurzaam', 'groen' en 'ecologisch' waren ongereguleerd.⁴⁹ Onduidelijkheid over de vraag in hoeverre een product daadwerkelijk zo duurzaam is als wordt beweerd,

38 Zie art. 1:1 Wft onder 'verlenen van een beleggingsdienst'.

39 Zie ook: Armour e.a. 2016, p. 60-61.

40 Zie ook: Armour e.a. 2016, p. 60-61.

41 Zie ook: de geschiktheidstoets uit art. 4:23 Wft en de passendheidstoets uit art. 4:24 Wft.

42 Bijvoorbeeld MiFID bevat veel wetgeving over hoe intermediairs zich ten opzichte van (particuliere) beleggers moeten gedragen, in Nederland grotendeels geïmplementeerd in de Wft, zoals de hierboven genoemde geschiktheidstoets uit art. 4:23 Wft en passendheidstoets uit art. 4:24 Wft.

43 Art. 1 SFDR.

44 Art. 2 sub 1 SFDR.

45 Art. 2 sub 11 SFDR.

46 Art. 6 SFDR; overigens kan hiervan worden afgezien als de risico's niet relevant worden geacht. Art. 7 SFDR over transparantie ten aanzien van de effecten op de duurzaamheid op financieel productniveau wordt pas vanaf 30 december 2022 van kracht.

47 Art. 8-10 SFDR.

48 Zie ook: Armour e.a. 2016, p. 60-61.

49 Overweging 5 Taxonomieverordening.

leidt tot negatieve selectieproblemen: als de belegger de informatie mist om de echt duurzame producten te onderscheiden van onwaarschijnlijke producten die slechts beweren duurzaam te zijn, zou hij minder bereid zijn om voor een duurzaam product te kiezen dan wanneer hij zeker weet dat het zo duurzaam is als wordt beloofd.⁵⁰ Daarnaast ondermijnt ‘greenwashing’, het duurzamer voordoen van een product dan het is, zowel het vertrouwen in de markt als de duurzaamheidsdoelstelling zelf.⁵¹ Dit probleem wordt voorkomen door het duurzaamheidsjargon wettelijk te verankeren.

Door informatie over duurzaamheid op de financiële markten te reguleren, draagt de Taxonomieverordening bij aan het beperken van greenwashing, hetgeen bevorderlijk is voor het vertrouwen in de markt

De Taxonomieverordening introduceert een uniform classificatiesysteem voor ecologisch duurzame activiteiten.⁵² Zij is van toepassing op financiële marktdeelnemers in de zin van de SFDR en op uitgevende instellingen die financiële producten uitgeven als ecologisch duurzaam.⁵³ Hierdoor vallen de activiteiten die onder de CSRD en de SFDR gereguleerd worden, ook onder de Taxonomieverordening. De verordening bevat zoals gezegd een classificatiesysteem waarmee de betekenis van bepaalde, aan duurzaamheid gerelateerde termen wettelijk wordt verankerend. Zo krijgt bijvoorbeeld de term ‘ecologisch duurzame belegging’ een wettelijke betekenis. Om als ‘ecologisch duurzame belegging’ te kwalificeren, moet het gaan om een belegging in economische activiteiten die als ‘ecologisch duurzaam’ worden aangemerkt in de zin van artikel 3.⁵⁴ Dat artikel bepaalt dat het een activiteit moet betreffen die bijdraagt aan de milieudoelstellingen uit artikel 9.⁵⁵ Artikel 9 bevat een lijst met milieudoelstellingen, zoals de mitigatie en adaptatie van klimaatverandering.⁵⁶ In artikelen 10-16 is vervolgens uitgewerkt hoe die doelstellingen behaald moeten worden, waarbij nadere invulling via gedelegeerde wetgeving plaatsvindt.⁵⁷ Dit betekent dat de Europese Commissie verdere regels vaststelt over bijvoorbeeld

de technische screeningscriteria. Door deze structuur is de Taxonomieverordening een ingewikkeld kader. Desalniettemin draagt de verordening bij aan de betrouwbaarheid van duurzaamheidsinformatie op financiële markten. De populariteit van duurzame financiële producten werkt *greenwashing* in de hand.⁵⁸ Door informatie over duurzaamheid op de financiële markten te reguleren, draagt de Taxonomieverordening bij aan het beperken van *greenwashing*, hetgeen bevorderlijk is voor het vertrouwen in de markt.⁵⁹ Dit zou het effect moeten hebben dat beleggers sneller voor een duurzaam beleggingsproduct kiezen, omdat er meer zekerheid bestaat dat het product zijn duurzame belofte waarmaakt.⁶⁰

Het sustainable finance framework streeft drie overkoepelende beleidsdoelen na: (1) beleggersbescherming, (2) een efficiënt werkende interne markt, en (3) een toename aan duurzame investeringen

5 Hoe dit raamwerk te duiden?

Uit de overwegingen bij de regelgeving uit het *sustainable finance framework* blijkt dat het *framework* drie overkoepelende beleidsdoelen nastreeft: (1) beleggersbescherming, (2) een efficiënt werkende interne markt, en (3) een toename aan duurzame investeringen.⁶¹ Het beleidsdoel beleggersbescherming streeft ernaar de eindbelegger in staat te stellen een weloverwogen beleggingsbeslissing te nemen middels de beschikbaarstelling van informatie.⁶² Wat precies wordt beoogd met het tweede doel is onduidelijk: volgens de overwegingen moeten inefficiënties in de werking van de interne markt worden voorkomen,⁶³ moet de efficiënte werking van de sociale markteconomie worden gewaarborgd,⁶⁴ en moet kapitaal op een efficiënte manier naar duurzame beleggingen stromen.⁶⁵ Tegelijkertijd streeft alle regelgeving naar economische groei, een doel dat ook nauw aansluit bij efficiënte marktwerking.⁶⁶ Het derde beleidsdoel is daarentegen wel helder: het verhogen van duurzame investeringen teneinde de transitie naar een duurzamere samenleving vorm te geven.⁶⁷

50 Dit wordt ook wel aangeduid als het ‘lemon problem’ naar G. Akerlofs essay over negatieve selectieproblemen, zie: G.A. Akerlof, ‘The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism’, *The Quarterly Journal of Economics* (84) 1970, afl. 3, p. 488, 488-492.

51 Overweging 11 Taxonomieverordening.

52 Art. 1 Taxonomieverordening.

53 Art. 1 Taxonomieverordening.

54 Zie hiervoor definitie in art. 2 (1) jo. art. 3.

55 Art. 3 Taxonomieverordening.

56 Art. 9 Taxonomieverordening sub a en b respectievelijk.

57 Zie art. 10 lid 3, art. 11 lid 3, art. 12 lid 2, art. 13 lid 2, art. 14 lid 2 en art. 15 lid 2 Taxonomieverordening.

58 G. Puylaert & W. Zijlstra, *Consument accepteert meer risico en lager rendement voor duurzame belegging* (AFM-rapport), AFM 2020, p. 4-5.

59 Overweging 11 Taxonomieverordening.

60 Overweging 11, 12, 13 Taxonomieverordening.

61 Op grond van art. 296 VWEU moeten rechtshandelingen van de EU, zoals wetgeving, worden voorzien van redenen. Hiertoe strekken de overwegingen bij Europese regelgeving, die derhalve als bron kunnen worden gebruikt om de door de EU beoogde beleidsdoelen te achterhalen.

62 Beleidsdoel beleggersbescherming: overweging 4, 5, 9, 10 SFDR; overweging 8, 12, 18, 28, 46, 50 CSRD; overweging 6, 9, 13, 18, 21 Taxonomieverordening.

63 Overweging 9 SFDR.

64 Overweging 12 CSRD.

65 Overweging 9 Taxonomieverordening.

66 Overweging 1, 6 Taxonomieverordening; overweging 1, 2 CSRD; overweging 2 SFDR.

67 Beleidsdoel duurzame investeringen: overweging 1, 2, 3 e.v. SFDR; overweging 1, 2, 3 e.v. CSRD; overweging 1, 2, 3, 4 e.v. Taxonomieverordening.

Zoals in de vorige paragraaf is besproken, bestaat de regelgeving zelf voornamelijk uit informatieregulering, waarmee zij nauw aansluit bij het beleidsdoel van beleggersbescherming. De vraag is of dat voldoende is om ook de andere twee beleidsdoelen te behalen: bouwen beleggersbescherming, marktwerking en verduurzaming als een drietrapsraket op elkaar voort of sluiten marktwerking en duurzaamheid elkaar uit? Of zorgt een toename in duurzame beleggingen juist voor een beter werkende markt?

De verplichtingen uit het *sustainable finance framework* moeten de belegger in staat stellen om een ‘weloverwogen beleggingsbeslissing te nemen’ en zodoende zijn eigen belang te beheren.⁶⁸ Een weloverwogen beleggingsbeslissing kan in beginsel gelijk worden gesteld met de beslissing die het hoogste rendement oplevert, aangezien in dat geval de belegger zijn kapitaal maximaal heeft benut.⁶⁹ Als individuele beleggers investeren in de ondernemingen die de grootste economische groei sorteren, zal dat ook op collectief niveau resulteren in economische groei. De gedachtegang hierachter kan worden herleid tot Adam Smiths ideeën over de ‘onzichtbare hand’: wanneer individuen in hun eigen belang handelen, zal dit via de markt leiden tot algemene economische vooruitgang.⁷⁰ De markt is in dat geval efficiënt: hij maakt het mogelijk dat het kapitaal van individuen met een overschot eraan, stroomt naar de ondernemingen die dit kapitaal het meest productief benutten.⁷¹ Dit wordt ook wel allocatieve efficiëntie genoemd.⁷² Cruciaal voor de stap van individuele nutsmaximalisatie naar een efficiënte markt is dat de belegger in staat is om zijn eigen belang goed te behartigen. Hiervoor moet hij over voldoende informatie beschikken, zodat hij een weloverwogen beleggingsbeslissing kan nemen. Het *sustainable finance framework* voorziet in de beschikbaarheid van die informatie ten aanzien van duurzaamheidsaspecten.

De stap van beleggersbescherming naar het beleidsdoel van marktwerking is snel gezet. De stap naar verduurzaming is lastiger. Als bescherming van private beleggersbelangen via marktwerking moet leiden tot een toename aan duurzame investeringen, dan moet duurzaamheid in het verlengde liggen van het belang van de belegger. Dat zou zo zijn als duurzame ondernemingen het hoogste rendement opleveren. Onderzoeken naar het verband tussen duurzaamheid en rendement komen echter tot ver-

schillende conclusies. Een studie uit 2015 die de uitkomsten in kaart bracht van meer dan 2000 empirische onderzoeken naar het verband tussen *environmental, social and governance (ESG) performance* en financiële *performance*, kwam tot de bevinding dat in 90% van de geanalyseerde onderzoeken geen negatief verband tussen een goede *ESG-performance* en financieel rendement werd aangetoond, en dat een groot deel van de onderzoeken een positief verband aantoonde.⁷³ Een studie naar dezelfde relatie bij op de beurs verhandelde fondsen ten tijde van de Covid-19-pandemie wijst uit dat hoge *ESG-performance* geen betere bescherming biedt tegen financiële tegenslagen ten tijde van economische neergang.⁷⁴ Een studie naar de relatie tussen het openbaar maken van duurzaamheidsinformatie bij bedrijven in de aandelenindex S&P 500 en het rendement op eigen vermogen en op activa, toonde een negatieve relatie tussen duurzaamheidsopenbaarstellingen en rendement aan.⁷⁵ Of duurzaam ondernemen het meest rendabel is, is dus niet duidelijk. Er kan daarom niet zomaar worden aangenomen dat een belegger die in zijn eigen belang handelt, duurzaam belegt. Allocatieve efficiëntie is hier dus niet het mechanisme waarmee beleggersbescherming leidt tot een toename in duurzame investeringen.

Uit onderzoek blijkt dat particuliere beleggers genoeg nemen met minder rendement én meer risico als daartegenover staat dat de belegging bijdraagt aan een duurzaam doel

Dit betekent echter niet dat het uitgesloten is dat het *sustainable finance framework* private investeringen in verduurzaming kan vergroten. Uit onderzoek van de Autoriteit Financiële Markten blijkt dat particuliere beleggers genoeg nemen met minder rendement én meer risico als daartegenover staat dat de belegging bijdraagt aan een duurzaam doel.⁷⁶ Als door het *sustainable finance framework* meer informatie ten aanzien van de duurzaamheidsimpact van beleggingen openbaar wordt gemaakt, is het dus aannemelijk dat beleggers duurzamer beleggen, ook als het rendement op die beleggingen lager is.

68 Overweging 19 SFDR.

69 In de rationele-keuze-theorie gaat het immers erom dat het individu streeft naar nutsmaximalisatie.

70 A. Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 1776.

71 Het gaat in dat geval om allocatieve efficiëntie, dus een optimale verdeling van kapitaal via de markt. Zie ook: Armour e.a. 2016, p. 53-54.

72 Armour e.a. 2016, p. 53-54.

73 G. Friede, T. Busch & A. Bassen, ‘ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies’, *Journal of Sustainable Finance & Investment* (5) 2015, afl. 4, p. 210-233.

74 Z. Folger-Laronde e.a., ‘ESG ratings and financial performance of exchange-traded funds during the COVID-19 pandemic’, *Journal of Sustainable Finance & Investment* (12) 2022, afl. 2, p. 490-496.

75 B.A. Alareeni & A. Hamdan, ‘ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms’, *Corporate Governance* (20) 2020, afl. 7, p. 1409-1428.

76 Puylaert & Zijlstra 2020.

Als de reden waarom beleggers duurzaam beleggen niet in het rendement van de belegging is gelegen, maar in morele overwegingen, dan geeft dit een andere betekenis aan de ‘weloverwogen beleggingsbeslissing’ die wordt nagestreefd met de bovenbeschreven regelgeving. De term ‘weloverwogen’ lijkt breder dan ‘het hoogst mogelijke rendement behalen’. Maar als het *sustainable finance framework* een ‘weloverwogen beleggingsbeslissing’ mogelijk maakt die inhoudt dat de particuliere belegger zijn morele overtuiging en financiële belangen tegen elkaar afweegt, dan levert dat een zekere spanning op met de markt doelstelling zoals die aansluit bij de visie waarin het najagen van individueel belang leidt tot collectieve vooruitgang.⁷⁷

Als het *sustainable finance framework* een ‘weloverwogen beleggingsbeslissing’ mogelijk maakt die inhoudt dat de particuliere belegger zijn morele overtuiging en financiële belangen tegen elkaar afweegt, dan levert dat een zekere spanning op met de markt doelstelling zoals die aansluit bij de visie waarin het najagen van individueel belang leidt tot collectieve vooruitgang

Moet er dan geconcludeerd worden dat het *sustainable finance framework* via beleggersbescherming streeft naar het verwezenlijken van twee tegenstrijdige doelen? Dat hangt ervan af hoe het markt doel wordt begrepen. Zolang wordt vastgehouden aan de visie dat een efficiënte markt draait om de hoogst mogelijke financiële resultaten, bestaat er inderdaad een zekere tegenstrijdigheid met verduurzaming. Een efficiënte markt is echter een breed begrip. Terwijl in de alinea’s hierboven ervan werd uitgegaan dat het efficiënt is als beleggers investeren in de hoogst renderende bedrijven, kan efficiëntie ook zien op het verminderen van negatieve externaliteiten.⁷⁸ Negatieve externaliteiten zijn kosten die niet worden gedragen door de partijen die de kosten veroorzaken.⁷⁹ Schade aan het milieu is zo

een externaliteit: door broeikasgassen uit te stoten, belasten bedrijven de samenleving als geheel met de gevolgen daarvan.⁸⁰ Het idee dat het nastreven van eigen belang door beleggers bijdraagt aan efficiëntere markten en algemene economische vooruitgang gaat dan niet meer op.

Ter illustratie, volgens onderzoek van het Impact Institute wordt bij de productie van één jeansbroek ongeveer dertig euro aan milieu- en sociale kosten geëxternaliseerd.⁸¹ In zekere zin ontvangt de producent per broek dus een subsidie van dertig euro omdat hij niet zelf voor de kosten opdraait. Hierdoor kan het bedrijf hogere financiële resultaten realiseren, hetgeen gunstig is voor beleggers. In dat geval draagt het nastreven van eigenbelang door beleggers echter niet bij aan een efficiëntere markt, omdat de kosten van het product gedeeltelijk worden afgewenteld op de maatschappij. Zo bekeken is het dus inefficiënt om via de kapitaalmarkten geld naar goed renderende doch vervuilende ondernemingen te laten stromen. Als beleggers door de toename aan duurzaamheidsinformatie op grond van het *sustainable finance framework* vaker ervoor kiezen om in duurzame in plaats van in vervuilende bedrijven te beleggen, dan zou dat juist dus bijdragen aan een efficiëntere markt. Immers, er zou in dat geval minder maatschappelijke schade door vervuilende activiteiten worden veroorzaakt. De drietrapsraket zou dan zijn dat beleggersbescherming leidt tot een toename aan duurzame investeringen, hetgeen leidt tot een beter werkende markt.

Op de vraag hoe de beleidsdoelen van het *sustainable finance framework* – beleggersbescherming, markt, duurzaamheid – zich tot elkaar verhouden, kan eigenlijk geen bevredigend antwoord worden gevonden. Dat ligt enerzijds eraan dat duurzaamheid en economische vooruitgang historisch gezien op gespannen voet met elkaar staan en dat duurzaam ondernemen niet per se gelijk kan worden gesteld met zo rendabel mogelijk ondernemen. Anderzijds houdt dit verband met de onzekerheid ten aanzien van het markt doel dat deze regelgeving beoogt. Wordt met termen zoals ‘efficiënte markt’ en ‘economische groei’ bedoeld op het hoogst mogelijke financiële rendement? Of moet dit begrip breder worden opgevat zodat ook de kosten van vervuiling een rol spelen in onze voorstelling van maatschappelijke progressie? Zinsneden zoals ‘overgang naar een meer duurzame, koolstof-

⁷⁷ Zie hierover in consumentenrechtelijke context: C. Pavillon, ‘Herijking van consumentencontractenrecht: duurzaamheid als nieuw ijkpunt?’, in: C. Pavillon & W. Van Boom, *Privaatrechtelijke bescherming herijkt*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2021, p. 14-103.

⁷⁸ Armour e.a. 2016, p. 57-59.

⁷⁹ Zie: R.H. Coase, ‘The Problem of Social Costs’, *The Journal of Law & Economics* (3) 1960, p. 1-44.

⁸⁰ P.E. Graves, *Environmental Economics*, London: Taylor & Francis 2013; R.U. Ayres & A.V. Kneese, ‘Production, Consumption, and Externalities’, *The American Economic Review* (59) 1969, afl. 3, p. 282-297.

⁸¹ Impact Institute, *The True Price of Jeans*, 2019, beschikbaar op: <https://trueprice.org/wp-content/uploads/2019/06/Impact-Institute-Report-True-Price-of-Jeans.pdf>.

arme, hulpbronnefficiënte en circulaire economie',⁸² 'een moderne, hulpbronnefficiënte en concurrerende economie'⁸³ en 'duurzame en inclusieve groei'⁸⁴ duiden er in ieder geval op dat de Europese markt streeft naar meer dan in geld waardeerbare vooruitgang.

Concepten zoals 'weloverwogen beleggingsbeslissing' en 'efficiënte markt' lijken niet meer enkel op het hoogste financiële rendement te duiden, maar passen zich aan aan de behoefte zich rekenschap te geven van de schade die wordt veroorzaakt met niet-duurzame economische activiteiten

6 Conclusie

Klimaatverandering dwingt ons om onze productieprocessen en dienstverlening te verduurzamen. Hierin speelt de financiële sector een essentiële rol: bij elkaar opgeteld

bepalen de keuzes van individuele beleggers waar kapitaal heen stroomt en dus hoe onze economie vorm wordt gegeven. Om die kapitaalstromen te leiden naar duurzame bestemmingen, heeft de EU regelgeving opgesteld die beleggers moet informeren over de duurzaamheidsrisico's en impact van hun beleggingen. Hiermee bouwt de EU voort op het klassieke idee dat ten grondslag ligt aan informatie-regulering en beleggersbescherming: de belegger die zijn eigen belang nastreeft en genoeg informatie heeft, zal de beste keuzes maken. Bij elkaar opgeteld zullen al die individuele keuzes de grootste maatschappelijke vooruitgang sorteren. Zo bekeken is de sustainable-finance-regelgeving dus niet bijzonder vernieuwend; zij bouwt immers voort op dezelfde redeneringen als klassieke financiële regelgeving. De innovatie lijkt besloten in een verschuiving van de invulling van de kernelementen van de efficiënte-markttheorie: concepten zoals 'weloverwogen beleggingsbeslissing' en 'efficiënte markt' lijken niet meer enkel op het hoogste financiële rendement te duiden, maar passen zich aan aan de behoefte zich rekenschap te geven van de schade die wordt veroorzaakt met niet-duurzame economische activiteiten.

82 Overweging 2 SFDR.

83 Overweging 1 CSRD.

84 Overweging 6 SFDR.

**MAKE
LOVE
THE LAW**

STOP ECOCIDE  **WORD EEN
AARDE
BESCHERMER**