

Mr. R.M. de Galan \* en mr. drs. A.C.W. Pijls \*\*

# Het civiel effect van de Taxonomie- en Transparantieverordening

In deze bijdrage staat het civiel effect van de Taxonomieverordening en Transparantieverordening (SFDR) centraal. Na een weergave van de opkomende trend van duurzaam beleggen en de risico's daarvan, bespreken wij de relevante Europese duurzaamheidsregelgeving. Vervolgens gaan wij in op de kernvraag of een gedupeerde belegger een vordering tot schadevergoeding kan instellen wanneer een financiële instelling de Taxonomie- en/of Transparantieverordening schendt. Wij bespreken in dit verband de verhouding tussen het Europees financieel toezichtrecht en het nationaal privaatrecht aan de hand van twee modellen van zorgplichten, het *subordination model* en het *complementarity model*. Wij sluiten onze bijdrage af met een toepassing van deze modellen op de Taxonomie- en Transparantieverordening.



## 1. Inleiding

*‘Our house is on fire. I am here to say, our house is on fire. According to the IPCC we are less than 12 years away from not being able to undo our mistakes. In that time, unprecedented changes in all aspects of society need to have taken place. (...) I want you to act as if you would in a crisis. I want you to act as if our house is on fire, because it is.’*<sup>1</sup>

Op de *annual meeting* van het World Economic Forum in 2019 probeerde de negentienjarige Zweedse klimaatactiviste Greta Thunberg op deze manier de noodzaak van de problemen rondom klimaatverandering te benadrukken. In 2021 heeft moeder natuur ons meerdere malen een voorproefje gegeven van datgene waartoe zij in staat is: overstromingen in China<sup>2</sup> en de Benelux<sup>3</sup>, bosbranden in Turkije<sup>4</sup> en Siberië<sup>5</sup> en vrieskou in Brazilië.<sup>6</sup> Deze extreme weersomstandigheden<sup>7</sup> hebben ons (nog meer) op

scherp gezet en vandaag de dag wordt daarom gesproken

van een klimaatcrisis. Om bij te dragen aan het bestrijden van de klimaatcrisis heeft de Europese Commissie in 2018 het Actieplan: duurzame groei financieren<sup>8</sup> (hierna: ‘Actieplan’) gepubliceerd. In twee belangrijke initiatieven uit dit Actieplan, Verordening (EU) 2020/852<sup>9</sup> (hierna: ‘Taxonomieverordening’) en Verordening (EU) 2019/2088<sup>10</sup> (hierna: ‘Transparantieverordening’, ook wel: Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)), beoogt de Europese wetgever een eenduidig begrip van duurzaamheid vast te stellen en verplichtingen rondom informatievoorziening over duurzame beleggingen te verduidelijken. Ondanks deze nieuwe duurzaamheidsregelgeving kan *greenwashing* optreden: beleggingen worden duurzamer aangetreft dan deze in werkelijkheid zijn. Beleggers kunnen hierdoor schade lijden. In zowel de Taxonomie- als Transparantieverordening is niets opgenomen over eventuele civielrechtelijke aansprakelijkheid van financiële marktdeelnemers en financieel advi-

\* Mr. R.M. de Galan heeft recent de master Ondernemingsrecht aan Erasmus School of Law (‘ESL’) afgerond en volgt momenteel de master Financieel recht aan ESL. Dit artikel is gebaseerd op haar afstudeerscriptie voor de master Ondernemingsrecht.

\*\* Mr. drs. A.C.W. Pijls is universitair hoofddocent Ondernemingsrecht en Financieel recht aan ESL.

1. G. Thunberg, speech tijdens de annual meeting van World Economic Forum 2019, bekijk de speech via: [youtube.com/watch?v=M7dVF9xy-law](https://www.youtube.com/watch?v=M7dVF9xy-law).
2. ‘Zware overstromingen in China, reizigers vast in ondergelopen metro’s’, *NOS Nieuws* 21 juli 2021.
3. Collectie Watersnood, *NOS Nieuws* 21 juli 2021.
4. ‘Evacuaties in Turkije, Griekenland en Italië om bosbranden, hitte houdt voorlopig aan’, *NOS Nieuws* 31 juli 2021.
5. ‘Bosbranden in koudste deel Rusland, correspondent Iris de Graaf ging erheen’, *NOS Nieuws* 29 juli 2021.
6. ‘Vorst in Brazilië jaagt koffieprijs naar hoogste niveau in zeven jaar’, *FD* 26 juli 2021.
7. Niet met zekerheid kan worden gezegd dat de in de hoofdtekst genoemde gebeurtenissen in direct verband staan met klimaatverandering. Wel bestaat de gedeelde mening dat extreme weersomstandigheden een van de gevolgen van klimaatverandering zijn. Zie bijvoorbeeld IPCC Report, *AR6 Climate Change 2021: The Physical Science Basis*, zie: [ipcc.ch/report/ar6/wg1/](https://www.ipcc.ch/report/ar6/wg1/).
8. Actieplan: duurzame groei financieren 2018, COM(2018)097 final, 8 maart 2018.
9. 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).
10. Verordening (EU) 2019/2088 van het Europees Parlement en de Raad van 27 november 2019 betreffende informatieverschaffing over duurzaamheid in de financiële dienstensector (*PbEU* 2019, L 317). Ook wel: Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR).

seurs (hierna: ‘financiële instellingen’)<sup>11</sup> bij schending van een of meer bepalingen van deze verordeningen. In deze bijdrage wordt onderzocht welke betekenis een civiele rechter in het kader van een vordering tot schadevergoeding aan schending van de Taxonomie- en/of Transparantieverordening kan toekennen. De titel en insteek van deze bijdrage zijn geïnspireerd op een discussie in de literatuur over het civiel effect van verschillende andere wetgevingsdocumenten op het terrein van het Europese kapitaalmarktenrecht, zoals de Prospectusverordening<sup>12</sup>, de Marktmissbruikverordening<sup>13</sup> (MAR) en de *Markets in Financial Instruments Directive I*<sup>14</sup> (MiFID I). In de Nederlandse literatuur hebben met name Busch<sup>15</sup>, Wallinga<sup>16</sup> en De Serière<sup>17</sup> zich in deze discussie geroerd. Wij willen met dit artikel een bijdrage leveren aan het debat over de invloed van het Europees financieel toezichtrecht op het nationale aansprakelijkheidsrecht en een eerste aanzet geven voor deze discussie in het kader van de Taxonomie- en Transparantieverordening.

Deze bijdrage is als volgt opgebouwd. In paragraaf 2 zetten wij eerst de trend van het duurzaam beleggen uiteen en gaan wij nader in op *greenwashing*. In paragraaf 3 lichten wij het doel en enkele kernbepalingen uit het Actieplan, de Taxonomieverordening en de Transparantieverordening toe. In paragraaf 4 gaan wij in op de verhouding tussen het Europees financieel toezichtrecht en het nationaal privaatrecht. In paragraaf 5 bespreken wij twee modellen waarbinnen verschillend over de zojuist genoemde verhouding wordt gedacht. Deze modellen passen wij tot slot toe op de Taxonomie- en Transparantie-

verordening. In paragraaf 6 sluiten wij af met een conclusie.

## 2. Duurzaam beleggen

### 2.1. De trend van het duurzaam beleggen

Duurzaamheid omvat zowel milieuaspecten (*environment*), sociale aspecten (*social*) als governance-aspecten (ESG-factoren).<sup>18</sup> De laatste jaren is de aandacht voor ESG-factoren in de financiële sector sterk toegenomen.<sup>19</sup> In de breedste zin is een belegging duurzaam wanneer zij bijdraagt aan een van de ESG-factoren en tegelijkertijd geen afbreuk doet aan (een van) de overige ESG-factoren.<sup>20</sup> Het aantal duurzame financiële producten is flink gestegen en daarnaast worden zowel binnen de eigen onderneming als bij portefeuillebedrijven effecten van activiteiten op het milieu meegenomen in beleidsoverwegingen.<sup>21</sup> De duurzaamheidstransitie is inmiddels duidelijk waarneembaar: in 2019 is het totaal beheerd vermogen van duurzame fondsen met 56% gestegen,<sup>22</sup> in 2020 is 41,6% van het totaal belegd vermogen in Europa duurzaam belegd.<sup>23</sup>

Om duurzaam beleggen te stimuleren zijn verschillende initiatieven tot stand gekomen. Zo ontwikkelde de Verenigde Naties (VN) in 2006 de *Principles for Responsible Investment*<sup>24</sup> (PRI). Bijna 3300 financiële instellingen met gezamenlijk ruim 11 biljoen dollar belegd vermogen ondertekenden deze principes en committeerden zich daarmee in hun beleggings- en stembeleid oog te houden voor ESG-aspecten.<sup>25</sup> Een kleine tien jaar later stelde de VN een ontwikkelingsagenda vast voor de periode 2015-

11. De Taxonomieverordening en Transparantieverordening zijn beide van toepassing op financiële marktdeelnemers en de Transparantieverordening is daarnaast ook van toepassing op financieel adviseurs (zie art. 1 lid 2 sub b jo. art. 2 lid 2 Taxonomieverordening en art. 1 jo. art. 2 lid 1 en lid 11 Transparantieverordening). In het vervolg van deze bijdrage duiden wij deze partijen gezamenlijk aan als ‘financiële instellingen’. In deze bijdrage heeft dit begrip dus een andere betekenis dan het begrip ‘financiële instelling’ in de Wet op het financieel toezicht (Wft).
12. Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG (*PbEU* 2017, L 168).
13. Verordening (EU) 2014/596 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmissbruik (Verordening marktmissbruik) en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie (*PbEU* 2014, L 173).
14. Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad (*PbEU* 2004, L 145).
15. D. Busch, ‘Het civiel effect van de Marktmissbruikverordening’, *FR* 2016/12; D. Busch, ‘Het “civiel effect” van MiFID: Europese invloed op aansprakelijkheid van vermogensbeheerders’, *Ondernemingsrecht* 2012/12; D. Busch, ‘De invloed van de Europese prospectusregels op het privaatrecht’, *FR* 2019/11.
16. M.W. Wallinga, *EU investor protection regulation and private law: A comparative analysis of the interplay between MiFID & MiFID II and liability for investment losses* (diss. Rijksuniversiteit Groningen), Groningen: University of Groningen 2018; M.W. Wallinga, ‘Privaatrechtelijke aansprakelijkheid bij schending MiFID II: complementariteit en beleggersbescherming’, *SEW* 2020, afl. 1; M.W. Wallinga & A.C.W. Pijls, ‘De wisselwerking tussen Europees financieel toezichtrecht en nationaal privaatrecht’, *RMThemis* 2018, afl. 1, p. 12.
17. V.P.G. de Serière, ‘Het spanningsveld tussen het Europese toezichtrecht en het burgerlijk recht. De Unierechtelijke dimensie van de zorgplicht in de financiële sector’, *WPNR* 2021/7342.
18. F. Beekhoven van den Boezem, C. Jansen & B.A. Schuijling (red.), *Sustainability and financial markets* (Law of Business and Finance volume 17), Deventer: Wolters Kluwer 2019, p. 1-2.
19. R.J. Gruijters & J. Hogenbirk, ‘Gedragstoezicht en de duurzaamheidstransitie in de financiële sector’, *TvCo* 2018/4, p. 250-251.
20. Art. 2 lid 17 Transparantieverordening.
21. R.J. Gruijters & J. Hogenbirk, ‘Gedragstoezicht en de duurzaamheidstransitie in de financiële sector’, *TvCo* 2018/4, p. 250; R. Abma en R.J. Gruijters, ‘Duurzaam beleggen in het licht van Europese regelgeving’, *FR* 2020/10, p. 479.
22. ‘Populariteit duurzame beleggingsfondsen stuwt kapitaalinstroom naar recordhoogte’, *FD* 5 februari 2020.
23. Global Sustainable Investment Alliance, *Global Sustainable Investment Review 2020 en 2021*.
24. Verenigde Naties, Principles for Responsible Investment, zie: unpri.org/.
25. R. Abma & R.J. Gruijters, ‘Duurzaam beleggen in het licht van Europese regelgeving’, *FR* 2020/10, p. 480.

2030 en nam daarin zeventien duurzame ontwikkelingsdoelen op, de ‘Sustainable Development Goals’<sup>26</sup> (hierna: ‘SDG’). Deze SDG worden door financiële instellingen veelal als kader voor het eigen duurzaamheidsbeleid gebruikt.<sup>27</sup> Ook werd in 2015 het Klimaatakkoord van Parijs (hierna: ‘Parijs-akkoord’) ontwikkeld. In dit internationale verdrag spreken 196 partijen af te streven naar een CO<sub>2</sub>-reductie die verenigbaar is met een opwarming van de aarde die beperkt blijft tot 2 graden Celsius en met een maximale opwarming van 1,5 graden Celsius. Na het verschijnen van het Parijs-akkoord heeft Nederland in 2019 een eigen Klimaatakkoord<sup>28</sup> en een Klimaatwet<sup>29</sup> opgesteld, met daarin vergelijkbare doelen als in het Parijs-akkoord. Later in 2019 hebben meer dan 50 financiële instellingen in de *Commitment van de financiële sector* toegezegd te zullen bijdragen aan het behalen van de doelen uit het Parijs-akkoord en het Klimaatakkoord.<sup>30</sup>

## 2.2. Greenwashing

‘Duurzaam’ en ‘groen’ zijn geen beschermde termen, waardoor financiële producten groener of duurzamer kunnen worden aangeprezen dan zij daadwerkelijk zijn.<sup>31</sup> De belegger die investeert in een product dat minder duurzaam is dan het is gepresenteerd, kan vermogensschade en reputatieschade lijden.<sup>32</sup> Verschillende toezichthouders hebben dergelijke *greenwashing* inmiddels in het vizier.<sup>33</sup> Volgens de Autoriteit Financiële Markten (AFM) doet *greenwashing* afbreuk aan het belang van de klant en holt misbruik van termen als ‘duurzaam’ en ‘groen’ op lange termijn de toegevoegde waarde van duurzame kenmerken uit.<sup>34</sup> De beschikbaarheid en kwaliteit van informatie zijn cruciale randvoorwaarden voor verantwoord duurzaam beleggen. Uit onderzoek van de AFM blijkt echter dat een gebrek aan zulke informatie bestaat en dat dit een belangrijke belemmering voor effectief duurzaam beleggen is. ‘Vanwege het gebrek aan een gedeelde definitie van duurzaamheid blijft het moeilijk om aan te tonen of te controleren wat de bijdrage is van een

financieel product aan de duurzaamheidstransitie’, aldus de AFM.<sup>35</sup>

## 3. Europese regelgeving

### 3.1. Actieplan: duurzame groei financieren

Op de eerste pagina van het op 8 maart 2018 gepubliceerde Actieplan stelt de Europese Commissie:

‘Omdat we steeds vaker geconfronteerd worden met rampzalige en onvoorspelbare gevolgen van de klimaatverandering en uitputting van hulpbronnen, zijn dringende maatregelen nodig om het overheidsbeleid aan deze nieuwe realiteit aan te passen. Het financiële stelsel speelt hierbij een sleutelrol. (...) Om particulier kapitaal naar duurzamere investeringen te heroriënteren, moet een grootscheepse omschakeling worden gemaakt in de wijze waarop het financiële stelsel functioneert. Dit is noodzakelijk als de EU meer duurzame economische groei wil ontwikkelen (...).’

De Europese Commissie beoogt de financiële sector te verduurzamen door middel van een aantal acties. Zo dient allereerst een classificatiesysteem voor duurzame activiteiten te worden opgezet. De Europese Commissie stelt dat een verschuiving van kapitaalstromen naar duurzame economische activiteiten moet worden gestoeld op een gedeeld begrip van wat ‘duurzaam’ inhoudt.<sup>36</sup> Naar aanleiding van deze actie is de Taxonomieverordening opgesteld. Daarnaast moeten de verplichtingen van institutionele beleggers en vermogensbeheerders worden verduidelijkt. Volgens de Europese Commissie was de wetgeving over de plicht om bij een beleggingsbesluit rekening te houden met duurzaamheidsfactoren niet voldoende duidelijk. Hierdoor kon de situatie ontstaan dat de cliënt (onbewust) niet over alle informatie beschikte die nodig was voor het nemen van een duurzaamheid-gerelateerde beleggingsbeslissing.<sup>37</sup> Tot slot worden de regels voor

26. Verenigde Naties, *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*, 21 oktober 2015, zie: [sdgs.un.org/2030agenda](https://sdgs.un.org/2030agenda).

27. C.H.A. van Oostrum, ‘Groene begripsverwarring: de Taxonomieverordening nader onderzocht’, *Ondernemingsrecht* 2020/131, p. 751.

28. Klimaatakkoord Nederland, 28 juni 2019, zie: [klimaatakkoord.nl/klimaatakkoord](https://klimaatakkoord.nl/klimaatakkoord).

29. Wet van 2 juli 2019, houdende een kader voor het ontwikkelen van beleid gericht op onomkeerbaar en stapsgewijs terugdringen van de Nederlandse emissies van broeikasgassen teneinde wereldwijde opwarming van de aarde en de verandering van het klimaat te beperken (Klimaatwet), *Stb.* 2019, 253.

30. Commitment van de financiële sector om een bijdrage te leveren aan de uitvoering van het Akkoord van Parijs en het Klimaatakkoord, 10 juli 2019, voor meer informatie zie: [klimaatakkoord.nl/documenten/publicaties/2019/07/10/commitment-van-de-financiele-sector](https://klimaatakkoord.nl/documenten/publicaties/2019/07/10/commitment-van-de-financiele-sector).

31. Interessant in dit verband is een Amerikaans onderzoek naar het daadwerkelijke ESG-gehalte van ESG-fondsen. Uit dit onderzoek blijkt dat ESG-fondsen wel degelijk anders zijn samengesteld dan ‘gewone’ fondsen en dat zowel in de portfoliosamenstelling als in het stemgedrag rekening wordt gehouden met ESG-aspecten. Bovendien volgt uit dit onderzoek dat beleggers door het kiezen voor deze ESG-fondsen er financieel gezien niet op achteruitgaan. Zie: A.Z. Robertson, J.E. Fisch & Q. Curtis, ‘Do ESG Mutual Funds Deliver on Their Promises?’, *European Corporate Governance Institute*, Law Working Paper N.586/2021, juni 2021.

32. E.S. Sijmons, ‘Klimatrisico’s in de financiële sector: over “groene zwanen” en een uniform kader tegen “greenwashing”’, *O&F* 2020/2.5, p. 65.

33. Zoals de European Central Bank (ECB), die in een brief aan het Europees Parlement laat weten dat *climate-related financial risks* onder haar mandaat vallen, zie: ‘Letter from the ECB President to several MEPs, on climate change’, 26 maart 2021; de Autoriteit Consument & Markt (ACM), die vuistregels heeft opgesteld om misleiding met duurzaamheidsclaims te voorkomen, zie: ACM, ‘Om misleiding met duurzaamheidsclaims te voorkomen stelt de ACM regels op’, 22 september 2020; de Britse financiële toezichthouder Financial Conduct Authority (‘FCA’), die haar zorgen uit over schade bij ESG-ratings doordat geen eenduidig begrip van ‘duurzaam’ bestaat, zie: P. Brassier, ‘Britse toezichthouder ziet potentiële schade bij ESG-ratings’, *FD* 23 juni 2021.

34. AFM Onderzoek ‘Consument accepteert meer risico en lager rendement voor duurzame belegging’, 1 september 2020, p. 4.

35. AFM Trendzicht 2020, 10 oktober 2019, p. 21.

36. Actieplan: duurzame groei financieren, COM(2018)97 final, Brussel, 8 maart 2018, p. 4.

37. Actieplan: duurzame groei financieren, COM(2018)97 final, Brussel, 8 maart 2018, p. 9-10.

openbaarmaking over duurzaamheid versterkt.<sup>38</sup> Naar aanleiding van deze laatste twee acties is de Transparantieverordening opgesteld.

Op 8 april 2020 heeft de Europese Commissie een voorstel voor een opvolger van het Actieplan gepubliceerd, de *Renewed Sustainable Finance Strategy*<sup>39</sup> (RSFS). De strategie in de RSFS is nog ambitieuzer dan die in het Actieplan.<sup>40</sup> De definitieve RSFS is op 6 juli 2021 gepubliceerd en wordt in deze bijdrage verder niet meegenomen.

### 3.2. Taxonomieverordening

De Taxonomieverordening is op 12 juli 2020 in werking getreden, maar de eerste artikelen zijn pas sinds 1 januari 2022 van toepassing. In de considerans wordt overwogen dat:

‘[v]oorschriften voor het in de markt zetten van financiële producten of bedrijfsobligaties als ecologisch duurzame beleggingen, (...) [ertoe strekken] het beleggersvertrouwen en het bewustzijn over de milieueffecten van die financiële producten of bedrijfsobligaties te vergroten, zichtbaarheid te creëren en bezorgdheden in verband met “greenwashing” aan te pakken.’<sup>41</sup>

Volgens de Europese Commissie heeft slechts een aantal lidstaten momenteel regelingen voor het toekennen van duurzaamheidslabels, die bovendien allemaal op verschillende classificatiesystemen berusten. Hierdoor kunnen beleggingsmogelijkheden moeilijk met elkaar worden vergeleken, hetgeen beleggers kan ontmoedigen over de grens heen te beleggen.<sup>42</sup> Om dit tegen te gaan, worden in de Taxonomieverordening criteria vastgesteld om te bepalen of een economische activiteit als ecologisch duurzaam kan worden aangemerkt, met het oog op het bepalen van de mate waarin een belegging ecologisch duurzaam is.<sup>43</sup>

De Taxonomieverordening is niet alleen van toepassing op financiële instellingen, maar ook op lidstaten en de Europese Unie wanneer zij maatregelen omtrent (ecologisch duurzame) financiële producten opstellen. Daarnaast is de verordening van toepassing op bepaalde grote moederondernemingen.<sup>44</sup> Artikel 3 Taxonomieverordening bevat vier criteria (sub a-d) waarmee kan worden bepaald of een economische activiteit ecologisch duurzaam is. Allereerst dient een economische activiteit substantieel bij te dragen aan minimaal een van de in artikel 9 Taxonomieverordening genoemde milieudoelstellingen (sub a). Daaronder vallen bijvoorbeeld de mitigatie van klimaatverandering, de adaptatie aan klimaatverandering en de transitie naar een circulaire economie.<sup>45</sup> Daarnaast mag de economische activiteit geen ernstige afbreuk doen aan een van de (andere) milieudoelstellingen (sub b),<sup>46</sup> ook wel het *do no significant harm* (DNSH) principe genoemd.<sup>47</sup> Ten derde moet de activiteit worden verricht met inachtneming van de minimumstandaarden uit artikel 18 Taxonomieverordening (sub c), zoals mensenrechten en arbeidsomstandigheden.<sup>48</sup> Tot slot dient de activiteit te voldoen aan de technische screeningcriteria (sub d), waarin wordt geconcretiseerd of, en zo ja, de mate waarin, een specifieke economische activiteit ‘substantieel bijdraagt’ of ‘ernstige afbreuk doet aan’ de milieudoelstellingen.<sup>49</sup>

Op 4 juni 2021 heeft de Europese Commissie een eerste ‘groene lijst’ aangenomen, die de technische screeningcriteria bevat voor economische activiteiten die substantieel bijdragen aan de eerste milieudoelstelling (mitigatie van klimaatverandering) en de tweede milieudoelstelling (adaptatie aan klimaatverandering).<sup>50</sup> In deze groene lijst zijn bijvoorbeeld wind- en zonne-energie opgenomen. Deze activiteiten worden daarmee geacht bij te dragen zowel aan de mitigatie van, als de adaptatie aan klimaatverandering.<sup>51</sup> Met deze lijst wordt dus duidelijk gemaakt welke economische activiteiten groen zijn en welke niet, hetgeen volgens vicevoorzitter van de Europese Commis-

38. Actieplan: duurzame groei financieren, COM(2018)97 final, Brussel, 8 maart 2018, p. 12.

39. Europese Commissie, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy, COM(2021)390 final, Straatsburg, 6 juli 2021.

40. Onderdeel van de RSFS is onder meer een centrale databank voor duurzaamheidsdata, het (nog verder) uitbreiden van het kader van normen en labels voor duurzame financiering (o.a. door een aanvullende Gedelegeerde Taxonomieverordening) en het onderzoeken van mogelijkheden tot verbetering van de toegang tot duurzame financiering voor burgers, bijvoorbeeld door middel van groene leningen of hypotheeken (zie RSFS p. 8 en p. 13).

41. Considerans Taxonomieverordening, overweging 11.

42. Considerans Taxonomieverordening, overweging 11.

43. Art. 1 lid 1 Taxonomieverordening.

44. Art. 1 lid 2 sub c Taxonomieverordening. Deze categorie luidt: ‘ondernemingen die zijn onderworpen aan de verplichting een (geconsolideerde) niet-financiële verklaring openbaar te maken op grond van artikel 19 bis of 29 bis Jaarrekeningenrichtlijn’ (Richtlijn 2013/34/EU). Dit zijn voornamelijk grote moederondernemingen, zie C.H.A. van Oostrum, ‘Groene begripsverwarring: de Taxonomieverordening nader onderzocht’, *Ondernemingsrecht* 2020/131, p. 749.

45. Zie achtereenvolgens milieudoelstelling 1, 2 en 4. In art. 10-15 Taxonomieverordening wordt per milieudoelstelling uitgewerkt wat wordt verstaan onder een substantiële bijdrage.

46. In art. 17 Taxonomieverordening wordt per milieudoelstelling uitgewerkt wat wordt verstaan onder ‘ernstig afbreuk doen aan’.

47. R.J. Gruijters, ‘De Europese Taxonomieverordening’, *MvO* 2020/10.3, par. 3.1.

48. C.H.A. van Oostrum, ‘Groene begripsverwarring: de Taxonomieverordening nader onderzocht’, *Ondernemingsrecht* 2020/131, p. 748.

49. De technische screeningcriteria zijn op grond van art. 19 Taxonomieverordening terug te vinden in lid 2 dan wel lid 3 van art. 10-15 Taxonomieverordening. De technische screeningcriteria zijn een explicitering van hetgeen al uit het eerste en tweede criterium voor een ecologisch duurzame activiteit volgt, zie daarover R.J. Gruijters, ‘De Europese Taxonomieverordening’, *MvO* 2020/10.3, par. 3.1.

50. Uitvoeringsverordening Taxonomieverordening, COM(2021)2800 final, Brussel, 4 juni 2021.

51. Uitvoeringsverordening Taxonomieverordening, COM(2021)2800 final, Brussel, 4 juni 2021, bijlage 1, p. 75-77 en bijlage 2, p. 99-104.

sie Dombrovskis een essentiële stap is voor het inzetten van privaat geld voor duurzaamheid.<sup>52</sup>

De Taxonomieverordening bevat een aantal verplichtingen die kunnen worden aangemerkt als transparantieverplichtingen. De Taxonomieverordening dient daarom in nauwe samenhang te worden gelezen met de Transparantieverordening.<sup>53</sup> Op grond van de Taxonomieverordening dienen de lidstaten of de Europese Unie bij het opstellen van nationale voorschriften voor ecologisch duurzame financiële producten het systeem van de taxonomie toe te passen.<sup>54</sup> Financiële instellingen dienen daarnaast in hun informatieverschaffing over promotie- of doelproducten gebruik te maken van de taxonomie.<sup>55</sup> Zo moet bijvoorbeeld duidelijk worden gemaakt aan welke milieudoelstelling het financiële product een bijdrage levert.<sup>56</sup> De grote moederondernemingen zijn tot slot verplicht hun niet-financiële verklaring aan te vullen met informatie over hoe en in welke mate de ondernemingsactiviteiten verband houden met ecologisch duurzame activiteiten.<sup>57</sup>

### 3.3. Transparantieverordening

De Transparantieverordening is deels van toepassing geworden op 10 maart 2021. Volgens het eerste artikel worden met deze verordening geharmoniseerde regels vastgesteld over transparantie met betrekking tot de integratie van duurzaamheidsrisico's en het in aanmerking nemen van ongunstige effecten op de duurzaamheid in procedures, en de verstrekking van informatie over duurzaamheid met betrekking tot financiële producten. De Transparantieverordening is van toepassing op een groot aantal financiële instellingen.<sup>58</sup> Voor deze financiële instellingen gelden verschillende soorten verplichtingen. Op entiteitsniveau moeten duurzaamheidsrisico's worden geïntegreerd in het beleggingsbeleid, het due diligencebeleid<sup>59</sup> en het beloningsbeleid.<sup>60</sup> Op hun website dienen de financiële instellingen informatie op te nemen over de gedragslijn in deze integratie. Op productniveau geldt voor *alle* financiële producten dat in de precontractuele informatie van het product moet worden opgenomen op welke wijze duurzaamheidsrisico's in de beleggingsbeslis-

sing worden geïntegreerd. Ook moet worden vermeld wat het effect van de duurzaamheidsrisico's is op de rendementen van de financiële producten. Daarnaast gelden voor *duurzame* financiële producten aanvullende vereisten. Deze duurzame financiële producten worden onderverdeeld in:

1. *promotieproducten*, die op grond van artikel 8 Transparantieverordening een ecologisch of sociaal kenmerk promoten; en
2. *doelproducten*, die op grond van artikel 9 Transparantieverordening duurzame beleggingen tot doel hebben.

Uit de *Regulatory Technical Standards* (RTS) van de European Supervisory Authorities (ESA's) blijkt dat snel sprake is van een promotieproduct: namelijk wanneer informatie wordt verschaft waarbij duurzaamheidsfactoren worden genoemd.<sup>61</sup> Door deze ruime definitie is het toepassingsbereik van de Transparantieverordening groot.<sup>62</sup> Over promotie- en doelproducten moet bijvoorbeeld op de website informatie worden verschaft over de promotie van de kenmerken of het nastreven van het doel en ook dient te worden vermeld hoe dit wordt beoordeeld.<sup>63</sup>

## 4. Wisselwerking tussen Europees toezichtrecht en nationaal privaatrecht

### 4.1. Gevolgen van schending van de Taxonomie- en/of Transparantieverordening

De Taxonomie- en Transparantieverordening bevatten aldus een groot scala aan verplichtingen waaraan lidstaten, de Europese Unie en verschillende private partijen moeten voldoen. In de verordeningen wordt gesteld dat de bevoegde autoriteit erop moet toezien dat de verplichtingen uit de verordeningen worden nageleefd.<sup>64</sup> De lidstaten dienen ervoor te zorgen dat de bevoegde autoriteit over voldoende toezichts- en onderzoeksbevoegdheden beschikt om de regels te kunnen handhaven.<sup>65</sup> Deze bepalingen zijn publiekrechtelijk van aard en strekken primair ter toezichtrechtelijke handhaving. Hoewel de regels gelden in de financieel toezichtrechtelijke verhouding

52. 'EU komt met groene lijst voor beleggers, besluiten over gas en kernenergie doorgeschoven', *NOS Nieuws* 21 april 2021.

53. Considerans Taxonomieverordening, overweging 36; R.J. Gruijters, 'De Europese Taxonomieverordening', *MvO* 2020/10.3, par. 3.2.0.

54. Art. 4 Taxonomieverordening.

55. Art. 5 en 6 Taxonomieverordening jo. art. 8 en 9 Transparantieverordening.

56. R.J. Gruijters, 'De Europese Taxonomieverordening', *MvO* 2020/10.3, par. 3.2.2.

57. Art. 8 Taxonomieverordening.

58. Zie art. 1 jo. art. 2 lid 1 en lid 11 Transparantieverordening voor een uitgebreide lijst.

59. De verplichting om deze informatie over het due diligencebeleid openbaar te maken, geldt alleen indien de financiële instelling ervoor kiest om niet alleen rekening te houden met duurzaamheidsrisico's, maar ook met de ongunstige effecten van haar beleggingsbeslissingen op duurzaamheidsfactoren. Kleine en middelgrote partijen hebben de keuzemogelijkheid om geen rekening te houden met deze ongunstige effecten. Zie art. 4 Transparantieverordening en B.T.B. Siemers, 'Informatieverschaffing over duurzaamheid voor beleggingsinstellingen', *FR* 2021/1/2, p. 20.

60. Art. 3-5 Transparantieverordening.

61. European Supervisory Authorities, Final Report on draft Regulatory Technical Standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a(3) Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088, 2 februari 2021, overweging 21. De inwerkingtreding van de RTS is inmiddels driemaal uitgesteld en momenteel staat inwerkingtreding gepland op 1 januari 2023, zie Brief van de Europese Commissie aan het Europees Parlement en de Raad van 25 november 2021, zie: [esma.europa.eu/sites/default/files/library/com\\_letter\\_to\\_ep\\_and\\_council\\_sfd\\_rts-j.berrigan.pdf](https://esma.europa.eu/sites/default/files/library/com_letter_to_ep_and_council_sfd_rts-j.berrigan.pdf).

62. S.A.M. Vermeulen & F.W.J. van der Eerden, 'Sustainability sells?', *MvO* 2020/11, p. 396.

63. Art. 10 Transparantieverordening.

64. Art. 21 lid 1 eerste volzin Taxonomieverordening en art. 14 lid 1 eerste volzin Transparantieverordening.

65. Art. 21 lid 1 tweede volzin Taxonomieverordening en art. 14 lid 1 tweede volzin Transparantieverordening.

tussen de financiële instelling en de toezichthouder, hebben de regels ook invloed op de verhouding tussen de financiële instelling en de belegger. Wanneer een belegger een financieel product van een financiële instelling afneemt, ontstaat tussen deze partijen namelijk een civielrechtelijke, contractuele verhouding. Met de Taxonomie- en Transparantieverordening wordt juist beoogd deze civielrechtelijke verhouding tussen de financiële instelling en de belegger te normeren. De belegger is ook degene die in de eerste plaats schade lijdt als een financiële instelling de Taxonomie- en/of Transparantieverordening schendt, omdat hem bijvoorbeeld niet voldoende informatie is verschaft of omdat hij onjuist is ingelicht over het duurzame karakter van een financieel product.<sup>66</sup> In beide verordeningen wordt echter gezwegen over eventuele civielrechtelijke handhaving van de regels. Op dit punt rijst de vraag wat de invloed is van schending van een of meer bepalingen van de Taxonomie- en/of Transparantieverordening op de verhouding tussen de financiële instelling en de belegger.

#### 4.2. Invloed van het Europees recht op civielrechtelijke aansprakelijkheid

De zojuist beschreven problematiek speelt niet alleen bij de Taxonomie- en Transparantieverordening. Dit spanningsveld tussen het (Europees) financieel toezichtrecht en het nationaal privaatrecht doet zich – zoals in de inleiding al opgemerkt – bijvoorbeeld ook voor bij de *Markets in Financial Instruments Directive II*<sup>67</sup> (MiFID II), de Prospectusverordening en de MAR.<sup>68</sup> Cherednychenko duidt de (Europeesrechtelijke) toezichtnormen aan als financieel ‘toezichtprivaatrecht’, waaronder kan worden verstaan: ‘(...) [de] bestuursrechtelijke gedragsregels inzake zorgvuldige financiële dienstverlening aan (potentiële) cliënten die aan financiële ondernemingen worden opgelegd als bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden behorend tot het financiële toezichtrecht’.<sup>69</sup>

In de loop der tijd zijn in de literatuur twee stromingen over deze kwestie ontstaan. Met name in het kader van MiFID I/MiFID II is hierover in de literatuur stevig gedebatteerd.<sup>70</sup> In MiFID II gaat het primair om regels van financieel toezichtrecht, maar met de regels wordt tevens de civielrechtelijke verhouding tussen de financiële instelling en de belegger genormeerd. In de artikelen 67, 69 en 70 MiFID II is vastgelegd dat lidstaten bevoegde autoriteiten dienen aan te wijzen die toezien op de naleving van de richtlijn en dat zij doeltreffende sancties in het nationale recht moeten implementeren. Verder wordt niet ingegaan op de civielrechtelijke dimensie van deze regels. Een dergelijke bepaling ontbrak ook in MiFID I. De Europese Commissie erkende in 2010 dat geen mogelijkheden voor gedupeerde beleggers openstonden om beleggingsondernemingen<sup>71</sup> aan te spreken voor geleden schade en stelde zich op het standpunt dat ‘[i]ntroducing a principle of civil liability of investment services providers would be essential for ensuring an equal level of investor protection in the EU’. Vervolgens heeft zij input gevraagd over een *principle of civil liability*.<sup>72</sup> Dit beginsel zou privaatrechtelijke handhaving in de vorm van civielrechtelijke aansprakelijkheid mogelijk moeten maken. Het *principle of civil liability* is uiteindelijk verworpen.<sup>73</sup> In artikel 69 lid 2 *in fine* MiFID II is daarna wel opgenomen dat de lidstaten een mechanisme in het nationale recht dienen te implementeren op basis waarvan compensatie wordt betaald of een andere herstelmaatregel wordt genomen voor verlies of schade als gevolg van een schending van MiFID II. De meningen zijn verdeeld over de vraag hoe deze bepaling dient te worden opgevat. Sommigen<sup>74</sup> betogen dat deze bepaling zich niet uitstrekt tot civielrechtelijke aansprakelijkheid, omdat het is opgenomen in een bepaling over toezichtrechtelijke bevoegdheden van bevoegde autoriteiten. Anderen<sup>75</sup> lezen in deze tekst toch een aanwijzing voor de civiele rechter.

66. Zie de interessante bijdrage van Haentjens en Ohnesorge over de verschillende manieren waarop een belegger schade kan lijden als de Transparantieverordening wordt geschonden en over de civielrechtelijke handhavingsmogelijkheden die in dat geval bestaan, M. Haentjens & L.G.L. Ohnesorge, ‘Privaatrecht als regulering: civiele handhaving van de Transparantieverordening’, *FR* 2021/8-9.

67. Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (*PbEU* 2014, L 173). Zie bijvoorbeeld: M. Tison, ‘The civil law effects of MiFID in a comparative law perspective’, in: S. Grundmann e.a. (red.), *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag*, Berlijn: De Gruyter 2010; V.P.G. de Serière, *Asser 2-IV Effectenrecht. Mr. C. Assers Handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. 2. Rechtspersonenrecht. Deel IV. Effectenrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2018; M.W. Wallinga & A.C.W. Pijls, ‘De wisselwerking tussen Europees financieel toezichtrecht en nationaal privaatrecht’, *RMThemis* 2018, afl. 1, p. 12.

68. Zie voetnoot 15 voor relevante literatuur over het civiel effect van de Prospectusverordening en de MAR.

69. O.O. Cherednychenko, ‘Het private in het publiek recht: over de opmars van het financiële “toezichtprivaatrecht” en zijn betekenis voor het verbintennisrecht’, *RMThemis* 2012, afl. 5, p. 223.

70. M.W. Wallinga, ‘Financiële dienstverlening, publiekrechtelijke gedragsregels en privaatrechtelijke normstelling: lessen uit Duitsland en Europa’, *NTBR* 2014/35, par. 2.

71. MiFID I en MiFID II zijn alleen van toepassing op beleggingsondernemingen. De begrippen ‘financiële marktdeelnemer’ en ‘financieel adviseur’ uit de Taxonomie- en Transparantieverordening zijn ruimer dan het begrip ‘beleggingsonderneming’ uit MiFID I en MiFID II (zie art. 2 lid 1 en 2 lid 11 Transparantieverordening respectievelijk art. 4 lid 1 punt 1 MiFID II).

72. Europese Commissie, Public Consultation: Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), 8 december 2010, te raadplegen via: [ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mifid/docs/consultation\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/mifid/docs/consultation_paper_en.pdf), p. 63.

73. M.W. Wallinga, ‘Privaatrechtelijke aansprakelijkheid bij schending MiFID II: complementariteit en beleggersbescherming’, *SEW* 2020, afl. 1, p. 13.

74. M.W. Wallinga & A.C.W. Pijls, ‘De wisselwerking tussen Europees financieel toezichtrecht en nationaal privaatrecht’, *RMThemis* 2018, afl. 1, p. 14-15.

75. D. Busch, *MiFID II/MiFIR: nieuwe regels voor beleggingsondernemingen en financiële markten*, Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 209 e.v.

Terug naar de twee stromingen. Het zojuist genoemde meningsverschil raakt de kern van de discussie binnen de twee stromingen. De aanhangers van de eerste stroming,<sup>76</sup> die Wallinga ook wel aanduidt als het *subordination model* (of het ‘achterstellingsmodel’),<sup>77</sup> gaan uit van de suprematie van het EU-recht, in die zin dat de Europeesrechtelijke zorgplichten zoals in verordeningen en richtlijnen vervat, de omvang van de civielrechtelijke normen (mede) invullen. Aanhangers van de tweede stroming,<sup>78</sup> die Wallinga ook wel aanduidt als het *complementarity model* (of het ‘complementariteitsmodel’),<sup>79</sup> zijn daarentegen van mening dat het civiele recht autonoom is. Volgens hen is sprake van twee min of meer gescheiden werelden waardoor een stelsel van dubbele zorgplichten ontstaat. De EU-regels kunnen het nationaal privaatrecht weliswaar beïnvloeden, maar het privaatrecht wordt niet volledig door deze regels bepaald.

## 5. Civielrechtelijke aansprakelijkheid bij schending van de Taxonomie- en/of Transparantievereordering

In deze paragraaf gaan wij nader in op het *subordination model* en het *complementarity model* en passen wij beide modellen vervolgens toe op de Taxonomie- en Transparantievereordering.

### 5.1. Subordination model

In het *subordination model* wordt ervan uitgegaan dat de civiele rechter uitvoering moet geven aan de normen opgenomen in het EU-recht door financiële instellingen te verplichten beleggers te compenseren voor de schade die zij hebben geleden als gevolg van de schending van een EU-regel. Wanneer een belegger in dat geval een vordering tot schadevergoeding instelt, mogen nationale aansprakelijkheidsvereisten – zoals relativiteit of causaliteit – geen al te grote hindernis vormen bij het aannemen van aansprakelijkheid. Het nationale aansprakelijkheidsrecht is in die zin volgens het *subordination model* ondergeschikt aan EU-recht.<sup>80</sup>

### 5.1.1. Het Europeesrechtelijke effectiviteitsbeginsel

Een eerste argument dat kan worden genoemd ter ondersteuning van het *subordination model* is gelegen in het Europeesrechtelijke effectiviteitsbeginsel. Lidstaten zijn verplicht de volle werking en het nuttig effect van het EU-recht – en daarmee de effectiviteit van het EU-recht – te garanderen.<sup>81</sup> In de context van beleggingsschade betekent dit dat de voorwaarden waaronder een belegger die schade heeft geleden als gevolg van de schending van een EU-regel (of een nationale regel met Europese herkomst) een financiële instelling aansprakelijk kan stellen, niet van dien aard mogen zijn dat een succesvolle actie onmogelijk of uiterst moeilijk is. In het arrest *Genil/Bankinter*<sup>82</sup> heeft het Hof van Justitie van de Europese Unie (hierna: Hof van Justitie) zich uitgelaten over de civielrechtelijke gevolgen van MiFID I:

‘In dit verband moet erop worden gewezen dat artikel 51 van richtlijn 2004/30 weliswaar bepaalt dat administratieve maatregelen of administratieve sancties worden opgelegd aan de verantwoordelijke personen indien de ter uitvoering van deze richtlijn vastgestelde bepalingen niet worden nageleefd, maar dat deze bepaling noch precieseert dat de lidstaten contractuele gevolgen moeten vaststellen voor gevallen waarin overeenkomsten worden gesloten waarbij de verplichtingen van de bepalingen van nationaal recht ter omzetting van artikel 19, leden 4 en 5, van richtlijn 2004/39 niet worden nagekomen, noch duidelijk aangeeft welke gevolgen daaraan kunnen worden verbonden. Bij ontstentenis van een Unieregeling is het een aangelegenheid van het interne recht van elke lidstaat om de contractuele gevolgen van de niet-nakoming van deze verplichtingen vast te stellen, met inachtneming van het gelijkwaardigheids- en doeltreffendheidsbeginsel.’<sup>83</sup>

Het Hof van Justitie laat zich dus zelf niet uit over de invloed van MiFID I op civielrechtelijke aansprakelijkheid, maar verwijst hiervoor naar het nationale recht van de lidstaten. In de uitspraak *Immofinanz/Alfred Hirmann*<sup>84</sup> van het Hof van Justitie is een vergelijkbare overweging te vinden, maar dan met betrekking tot de

76. Zie bijvoorbeeld Busch en Janssen in: D. Busch, ‘Het “civiel effect” van MiFID: Europese invloed op aansprakelijkheid van vermogensbeheerders’, *Ondernemingsrecht* 2012/12, par. 4.1; D. Busch, ‘Het civiel effect van de Marktmissbruikverordening’, *FR* 2016/12, par. 2-3; D. Busch, ‘De invloed van de Europese prospectusregels op het privaatrecht’, *FR* 2019/11, par. 4.1-4.2; I.P.M.J. Janssen, *De civielrechtelijke zorgplicht van de beleggingsdienstverlener jegens de niet-particuliere cliënt* (Onderneming en recht nr. 101), Nijmegen: Wolters Kluwer 2017, p. 285 e.v.

77. M.W. Wallinga, *EU investor protection regulation and private law: A comparative analysis of the interplay between MiFID & MiFID II and liability for investment losses* (diss. Rijksuniversiteit Groningen), Groningen: University of Groningen 2018, p. 65 e.v. Zie daarover ook: V.P.G. de Serière, ‘Het spanningsveld tussen het Europese toezichtrecht en het burgerlijk recht. De Unierechtelijke dimensie van de zorgplicht in de financiële sector’, *WPNR* 2021/7342, p. 755.

78. Zie bijvoorbeeld Wallinga, Pijs en Cherednychenko in: M.W. Wallinga & A.C.W. Pijs, ‘De wisselwerking tussen Europees financieel toezichtrecht en nationaal privaatrecht’, *RMThemis* 2018, afl. 1, p. 15; O.O. Cherednychenko, ‘De bijzondere zorgplicht van de bank in het spanningsveld tussen het publiek- en privaatrecht’, *NTBR* 2010/11, par. 5.

79. M.W. Wallinga, *EU investor protection regulation and private law: A comparative analysis of the interplay between MiFID & MiFID II and liability for investment losses* (diss. Rijksuniversiteit Groningen), Groningen: University of Groningen 2018, p. 65 e.v.

80. M.W. Wallinga, *EU investor protection regulation and private law: A comparative analysis of the interplay between MiFID & MiFID II and liability for investment losses* (diss. Rijksuniversiteit Groningen), Groningen: University of Groningen 2018, p. 64-65.

81. M.W. Wallinga & A.C.W. Pijs, ‘De wisselwerking tussen Europees financieel toezichtrecht en nationaal privaatrecht’, *RMThemis* 2018, afl. 1, p. 14-15; M.W. Wallinga, ‘Privaatrechtelijke aansprakelijkheid bij schending MiFID II: complementariteit en beleggersbescherming’, *SEW* 2020, afl. 1, p. 14-15.

82. HvJ EU 30 mei 2013, ECLI:EU:C:2013:344 (*Genil/Bankinter*).

83. *Genil/Bankinter*, r.o. 57.

84. HvJ EU 9 december 2013, ECLI:EU:C:2013:856 (*Immofinanz/Alfred Hirmann*).

Prospectusrichtlijn<sup>85</sup>, de Transparantierichtlijn<sup>86</sup> (niet te verwarren met de Transparantieverordening!) en de Marktmissbruikrichtlijn.<sup>87</sup>

‘Het is juist dat, anders dan artikel 25 lid 1, van de prospectusrichtlijn, artikel 28 lid 1, van de transparantierichtlijn, en artikel 14 lid 1, van de marktmissbruikrichtlijn niet met zoveel woorden verwijzen naar de wettelijke aansprakelijkheidsregelingen van de lidstaten, maar dat neemt niet weg dat het Hof met betrekking tot de toekenning van een schadevergoeding en een eventuele mogelijkheid om punitieve schadevergoeding toe te kennen, reeds heeft geoordeeld dat, bij gebreke van Unierechtelijke bepalingen ter zake, de interne rechtsorde van elke lidstaat de criteria voor de vaststelling van de omvang van de schadevergoeding dient te bepalen, mits het gelijkwaardigheidsbeginsel en het doeltreffendheidsbeginsel in acht worden genomen (...). Uit hetgeen voorafgaat volgt derhalve dat de lidstaten bij de keuze van de sancties die worden toegepast bij schending door de uitgevende vennootschappen van de uit die richtlijnen voortvloeiende verplichtingen, beschikken over een ruime beoordelingsmarge, mits het Unierecht in acht wordt genomen.’<sup>88</sup>

Uit de Europese rechtspraak volgt dus dat lidstaten naar nationaal recht de vrijheid hebben zelf invulling te geven aan civielrechtelijke sancties voor het schenden van EU-regels (of nationale regels met een Europese herkomst), indien een EU-bepaling daaromtrent ontbreekt. Daarbij dienen wel het gelijkwaardigheids- en het doeltreffendheidsbeginsel (dit laatste beginsel wordt ook wel het effectiviteitsbeginsel genoemd) in acht te worden genomen.<sup>89</sup>

### 5.1.2. Harmonisatie en *level playing field*

Een tweede belangrijke pijler van het *subordination model* is het uitgangspunt van harmonisatie binnen de Europese Unie. De Europese Commissie heeft bijvoorbeeld in de Taxonomie- en Transparantieverordening duidelijk gemaakt dat het haar bedoeling is dat de regels over (informatieverschaffing over) duurzame beleggingen in iedere lidstaat worden geharmoniseerd om grensoverschrijdend duurzaam beleggen te faciliteren<sup>90</sup> en een uniforme mate van beleggersbescherming te kunnen bieden.<sup>91</sup> Dit is ook af te leiden uit het feit dat de regels zijn vervat in verordeningen. Door de rechtstreekse werking van verordeningen zullen de nationale civielrechtelijke regels in bepaalde mate overeenstemmen. Dit heeft tot gevolg dat een *level*

*playing field* ontstaat, oftewel dat de verschillen tussen lidstaten zo klein mogelijk worden zodat concurrentie tussen lidstaten zoveel mogelijk wordt voorkomen. Dat betreft in deze zin een negatieve vorm van concurrentie: indien in verschillende lidstaten een verschillende mate van beleggersbescherming wordt geboden, bestaat de mogelijkheid dat de financiële instelling kiest voor de lidstaat met de gunstigste regels voor haar, welke regels dan meestal minder gunstig zijn voor beleggers. Dit leidt tot substantiële verschillen in rechtsbescherming tussen de verschillende lidstaten, hetgeen de Europese Commissie met het uitvaardigen van verordeningen juist beoogt te voorkomen. Niet al te zeer uiteenlopende regels voor civielrechtelijke aansprakelijkheid in de verschillende lidstaten zullen derhalve bijdragen aan het creëren van dit *level playing field* en daarmee de grootste mate van beleggersbescherming bewerkstelligen.

## 5.2. Complementarity model

### 5.2.1. Harmonisatiereikwijdte

Voordat wij ingaan op het *complementarity model*, zeggen wij eerst iets over de harmonisatiereikwijdte van een richtlijn of verordening. Een belangrijke vraag bij de interpretatie van die reikwijdte is of met de desbetreffende EU-regels (tevens) wordt beoogd het civiele aansprakelijkheidsrecht te harmoniseren. In de Taxonomie- en Transparantieverordening ontbreekt een bepaling over de verhouding tot het civiele recht en – in het verlengde daarvan – de verhouding tot civielrechtelijke aansprakelijkheid. Om een goed begrip te krijgen van de betekenis van deze leemte, is het nuttig om te kijken naar hoe dat in andere Europese kapitaalmarktverordeningen is geregeld.

### MiFID II

Zoals al eerder is aangestipt, is bij MiFID II de *principle of civil liability* expliciet afgewezen. Over de aanleiding tot het voorstel om de *principle of civil liability* in te voeren, stelde de Europese Commissie dat ‘[t]he Commission services regularly receive complaints, especially from retail investors, claiming that firms have violated conduct of business obligations’.<sup>92</sup> De roep om civielrechtelijke aansprakelijkheidsmogelijkheden kwam dus voornamelijk van beleggers zelf. Na ampele overweging kwam de Europese Commissie tot de conclusie dat een dergelijk systeem toch niet gewenst is. Daaruit kan worden afgeleid

85. Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (*PbEU* 2003, L 345).

86. Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (*PbEU* 2004, L 390).

87. Richtlijn 2014/57/EU van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende strafrechtelijke sancties voor marktmissbruik (richtlijn marktmissbruik) (*PbEU* 2014, L 173).

88. *Immofinanz/Alfred Hirmann*, r.o. 40-41.

89. In de uitspraken *Peterbroeck* en *Van Schijndel* heeft het Hof van Justitie geoordeeld over de vraag wanneer sprake is van strijd met het effectiviteitsbeginsel. Zie: HvJ EG 14 december 1995, ECLI:EU:C:1994:437 (*Peterbroeck*) en HvJ EG 14 december 1995, ECLI:EU:C:1994:441 (*Van Schijndel*).

90. Considerans overweging 12 Taxonomieverordening.

91. Considerans overweging 5 en 35 Transparantieverordening.

92. Europese Commissie, Public Consultation: Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), 8 december 2010, p. 63.



dat de focus bij MiFID II ligt op toezichtrechtelijke handhaving (en niet op privaatrechtelijke handhaving).<sup>93</sup>

#### *Prospectusverordening en Transparantierichtlijn*

In dit verband is het ook interessant te kijken naar de Prospectusverordening en de Transparantierichtlijn. Deze verordening respectievelijk richtlijn bevat namelijk wel een bepaling over civielrechtelijke aansprakelijkheid. Het eerste gedeelte van artikel 11 lid 2 van de Prospectusverordening luidt:

‘De lidstaten dragen er zorg voor dat hun wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen inzake burgerrechtelijke aansprakelijkheid van toepassing zijn op de personen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus verstrekte informatie. (...)’

Artikel 7 van de Transparantierichtlijn luidt:

‘De lidstaten dragen er zorg voor dat (...) hun wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen inzake aansprakelijkheid van toepassing zijn op de uitgevende instellingen, de bovenbedoelde organen of verantwoordelijke personen binnen de uitgevende instellingen.’

Deze twee bepalingen lijken erg op elkaar en strekken ertoe dat de personen, rechtspersonen of organen die verantwoordelijk zijn voor het prospectus respectievelijk voor het voldoen aan de informatieverplichtingen van de (implementatie van de) Transparantierichtlijn, in het nationale recht aansprakelijk moeten kunnen worden gesteld. In tegenstelling tot in MiFID II en de Taxonomie- en Transparantieverordening heeft de Europese wetgever zich hier dus wel expliciet uitgelaten over civielrechtelijke aansprakelijkheidsmogelijkheden bij schending van de regels.

#### *5.2.2. Autonomie van het Nederlandse (civiele) recht*

In het *complementarity model* wordt ervan uitgegaan dat het Nederlandse privaatrecht weliswaar door het EU-recht wordt beïnvloed, maar dit privaatrecht niet volledig door het EU-recht wordt bepaald. De autonomie van het

Nederlandse privaatrecht staat in deze benadering dus voorop.<sup>94</sup> In zijn conclusie bij de uitspraak *FortisEffect*<sup>95</sup> vat A-G Timmerman de kern van het *complementarity model* mooi samen.<sup>96</sup> Hij stelt dat de schending van een publiekrechtelijke norm in beginsel een onrechtmatige daad oplevert, omdat in dat geval is gehandeld in strijd met een wettelijke plicht als bedoeld in artikel 6:162 lid 2 BW.<sup>97</sup> Dit leidt echter niet direct tot civielrechtelijke aansprakelijkheid, aldus A-G Timmerman. Zo kan bijvoorbeeld sprake zijn van bijzondere omstandigheden op grond waarvan een rechtvaardigingsgrond kan worden aangenomen. In het *complementarity model* betekent de schending van een publiekrechtelijke regel dus niet per definitie dat ook sprake is van civielrechtelijke aansprakelijkheid.<sup>98</sup> In de wetsgeschiedenis van de Wet op het financieel toezicht (Wft) wordt deze gedachte over de verhouding tussen het financieel toezichtrecht en het (civiele) aansprakelijkheidsrecht bevestigd:

‘De huidige financiële toezichtwetgeving regelt – op enkele uitzonderingen na – niet de civielrechtelijke gevolgen van het niet-naleven van de wetgeving. Binnen het Nederlands wettelijk systeem worden de civielrechtelijke gevolgen bepaald door het burgerlijk recht, het Burgerlijk Wetboek (BW) in het bijzonder. (...) Het feit dat de Wft is overtreden kan (...) uiteraard wel een relevante factor zijn, maar is daarvoor niet bepalend.’<sup>99</sup>

De schending van een regel van financieel toezichtrecht kan dus niet op zichzelf, maar enkel via de band van artikel 6:162 BW leiden tot civielrechtelijke aansprakelijkheid. Deze systematiek is onlangs bevestigd door de rechtbank Amsterdam in de zaak van tien (beweerdelijk) gedupeerde aandeelhouders tegen zeven voormalig functionarissen van Imtech.<sup>100</sup> De rechtbank oordeelde dat de vraag of het bestuur (waarschijnlijk wordt bedoeld: de bestuurder(s)) bij de schending van een bestuursrechtelijk voorschrift uit de Wft ook in civielrechtelijke zin aansprakelijk is (zijn), moet worden beoordeeld aan de hand van de desbetreffende civielrechtelijke maatstaf. ‘Daarbij kan een overtreding van een bestuursrechtelijke

93. M.W. Wallinga, ‘Privaatrechtelijke aansprakelijkheid bij schending MiFID II: complementariteit en beleggersbescherming’, *SEW* 2020, afl. 1, p. 14-15.

94. M.W. Wallinga, *EU investor protection regulation and private law: A comparative analysis of the interplay between MiFID & MiFID II and liability for investment losses* (diss. Rijksuniversiteit Groningen), Groningen: University of Groningen 2018, p. 64-67.

95. HR 30 september 2016, ECLI:NL:HR:2016:2213 (*FortisEffect*).

96. Conclusie A-G Timmerman bij *FortisEffect*, PHR 25 maart 2016, ECLI:NL:PHR:2016:163. Hierbij benadrukken wij dat A-G Timmerman het *complementarity model* niet als zodanig expliciet benoemt.

97. Voor het aannemen van aansprakelijkheid op grond van onrechtmatige daad moet naast het onrechtmatigheidsvereiste (onder meer) ook zijn voldaan aan het causaliteits- en relativiteitsvereiste. In de literatuur bestaat discussie over de vraag in hoeverre de invulling van deze aansprakelijkheidsvereisten door het EU-recht wordt beïnvloed. Voor een mooi overzicht van deze discussie, zie: D. Busch, ‘Het “civiel effect” van MiFID: Europese invloed op aansprakelijkheid van vermogensbeheerders’, *Ondernemingsrecht* 2012/12, par. 5 en 6; M.W. Wallinga, ‘Privaatrechtelijke aansprakelijkheid bij schending MiFID II: complementariteit en beleggersbescherming’, *SEW* 2020, afl. 1, par. 3.

98. Conclusie A-G Timmerman bij *FortisEffect*, PHR 25 maart 2016, ECLI:NL:PHR:2016:163, overweging 3.13-3.14 en 3.23-3.24; M.W. Wallinga, *EU investor protection regulation and private law: A comparative analysis of the interplay between MiFID & MiFID II and liability for investment losses* (diss. Rijksuniversiteit Groningen), Groningen: University of Groningen 2018, p. 66-67.

99. *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 304.

100. Rb. Amsterdam 9 juni 2021, ECLI:NL:RBAMS:2021:2960.

norm (...) een relevante omstandigheid zijn, maar dat is niet noodzakelijkerwijs het geval.<sup>101,102</sup>

Binnen het *complementarity model* wordt het standpunt ingenomen dat indien bij de schending van een EU-regel een civielrechtelijke aansprakelijkheidsvordering wordt afgewezen met als argument dat in het civiele recht een soepelere norm geldt, dat niet direct betekent dat het effectiviteitsbeginsel wordt geschonden. Van een dergelijke schending kan alleen sprake zijn indien het de belegger onmogelijk wordt gemaakt geleden schade vergoed te krijgen. Wallinga merkt in dit verband op dat voor beleggers ook andere manieren bestaan om de pijn te verzachten, bijvoorbeeld door middel van een voorlopige voorziening of ontbinding van de overeenkomst en daaropvolgende restitutie.<sup>103</sup> Hoewel de schending van een EU-regel dus niet per definitie hoeft te leiden tot aansprakelijkheid uit hoofde van wanprestatie of onrechtmatige daad, laat dit uiteraard onverlet dat de civiele rechter de schending van een EU-regel wel in zijn oordeel kan meewegen.

### 5.3. Het aannemen van strengere of soepelere normen

Een belangrijk onderdeel van de discussie binnen de twee modellen is de vraag of de civiele rechter soepelere dan wel strengere normen mag aannemen dan de desbetreffende normen in het EU-recht.

#### 5.3.1. Subordination model

Indien een gedupeerde belegger wordt geconfronteerd met de schending van een EU-regel en hij vervolgens een civielrechtelijke vordering instelt, mag in het *subordination model* de civiele rechter deze vordering niet afwijzen met het argument dat in het civiele recht een soepelere norm geldt.<sup>104</sup> Dit zou namelijk in strijd zijn met het effectiviteitsbeginsel vanuit de gedachte dat een succesvolle actie dan onmogelijk of uiterst moeilijk dreigt te worden. Ook wordt in het *subordination model* ervan uitgegaan dat de civiele rechter geen strengere normen mag aannemen dan het EU-recht. Het aannemen van een strengere norm is bezwaarlijk, omdat met de EU-regels (maximum)harmonisatie wordt beoogd. Op financiële instellingen zouden dan in iedere lidstaat aanvullende normen van toepassing kunnen zijn, hetgeen afbreuk doet aan een uniforme bescherming van beleggers. Ook de rechtszekerheid is in het geding. Financiële instellingen moeten erop kunnen vertrouwen dat zij niet in iedere lidstaat met andere regels worden geconfronteerd.

#### 5.3.2. Complementarity model

Aanhangers van het *complementarity model* zijn echter van mening dat de civiele rechter zowel soepelere als strengere normen mag aannemen.<sup>105</sup> Zij stellen dat met een verordening of richtlijn wordt beoogd de regels te harmoniseren die binnen het toepassingsbereik van de desbetreffende verordening of richtlijn vallen, hetgeen er meestal op neerkomt dat niet tevens wordt beoogd de civielrechtelijke aansprakelijkheid te harmoniseren die aan orde is als de desbetreffende regels worden geschonden.

#### 5.3.3. Considerans Transparantieverordening

De considerans van de Transparantieverordening geeft een aanwijzing over hoe met deze problematiek dient te worden omgegaan. In overweging 28 is het volgende te lezen:

‘Deze verordening mag de lidstaten niet verbieden strengere bepalingen vast te stellen of te handhaven inzake de bekendmaking van gedragslijnen inzake aanpassing aan de klimaatverandering en inzake aanvullende informatieverstrekking aan eindbeleggers met betrekking tot duurzaamheidsrisico’s, op voorwaarde dat de betrokken financiëlemarktdeelnemers en financieel adviseurs hun hoofdkantoor op hun grondgebied hebben. Dergelijke voorschriften mogen echter geen ongunstige gevolgen hebben voor de effectieve toepassing van deze verordening of voor de verwezenlijking van de doelstellingen ervan.’

Hoe deze bepaling precies moet worden gelezen, is ons niet duidelijk. Bovendien lijkt deze overweging niet – althans, niet duidelijk (genoeg) – terug te komen in een van de bepalingen van de Transparantieverordening. Aangezien het vaststellen van strengere bepalingen wel mogelijk wordt gemaakt, maar niets wordt gezegd over de mogelijkheid tot het vaststellen van soepelere bepalingen, lijkt uit overweging 28 te volgen dat de Transparantieverordening is gebaseerd op minimumharmonisatie. Als wij de overweging verder ontleden, valt op dat zij is op te splitsen in bepalingen over (i) gedragslijnen inzake de aanpassing aan de klimaatverandering en (ii) gedragslijnen inzake aanvullende informatieverstrekking aan eindbeleggers met betrekking tot duurzaamheidsrisico’s. Wat het eerste punt betreft, is van belang dat waarschijnlijk niet *aanpassing* aan klimaatverandering, maar *adaptatie* aan klimaat-

101.Rb. Amsterdam 9 juni 2021, ECLI:NL:RBAMS:2021:2960, r.o. 4.17.

102.Voor het Europees financieel toezichtrecht verdedigt De Serièrè een vergelijkbare opvatting, zie V.P.G. de Serièrè, ‘Het spanningsveld tussen het Europese toezichtrecht en het burgerlijk recht’, *WPNR* 2021/7342, p. 764. Als gevolg van de autonomie van het Nederlandse recht bestaat volgens De Serièrè geen afhankelijkheid van de Unierechtelijke interpretatie van het toezichtrecht. Wat op Europees niveau als aanvaardbaar wordt geacht, hoeft namelijk niet noodzakelijkerwijs te passen in het Nederlandse stelsel. Daarom mag de civiele rechter altijd zelf beoordelen wat de civielrechtelijke uitkomst van de schending van een norm van financieel toezichtrecht is en is hij niet gebonden aan het feit dat een EU-regel is geschonden.

103.M.W. Wallinga, ‘Privaatrechtelijke aansprakelijkheid bij schending MiFID II: complementariteit en beleggersbescherming’, *SEW* 2020, afl. 1, p. 15.

104.D. Busch, ‘Het “civiel effect” van MiFID: Europese invloed op aansprakelijkheid van vermogensbeheerders’, *Ondernemingsrecht* 2012/12, par. 4.2-4.3; D. Busch, ‘Het civiel effect van de Marktmissbruikverordening’, *FR* 2016/12, par. 2-3; D. Busch, ‘De invloed van de Europese prospectusregels op het privaatrecht’, *FR* 2019/11, par. 4.1-4.2.

105.M.W. Wallinga & A.C.W. Pijls, ‘De wisselwerking tussen Europees financieel toezichtrecht en nationaal privaatrecht’, *RMThemis* 2018, afl. 1, p. 15-16; V.P.G. de Serièrè, ‘Het spanningsveld tussen het Europese toezichtrecht en het burgerlijk recht’, *WPNR* 2021/7342, p. 764.

verandering wordt bedoeld.<sup>106</sup> Dat is namelijk een van de zes milieudoelstellingen uit artikel 9 Taxonomieverordening. Op basis van deze milieudoelstellingen wordt vastgesteld of sprake is van een duurzame belegging in de zin van artikel 2 lid 17 Transparantieverordening. In artikel 11 van de Taxonomieverordening is vervolgens bepaald wanneer een economische activiteit substantieel bijdraagt aan de milieudoelstelling ‘adaptatie aan klimaatverandering’. Gelet op de woorden *ten minste* in artikel 11 lid 2 Taxonomieverordening lijkt het erop dat bij gedragslijnen inzake de aanpassing (of: adaptatie) aan klimaatverandering inderdaad minimumharmonisatie is beoogd. In de artikelen die betrekking hebben op de andere milieudoelstellingen is dit niet terug te vinden.<sup>107</sup> In de tweede categorie bepalingen, die over gedragslijnen inzake aanvullende informatieverstrekking aan eindbeleggers met betrekking tot duurzaamheidsrisico’s, kan de verplichting uit artikel 3 Transparantieverordening worden gelezen. Op grond van dat artikel dienen financiële instellingen informatie te verstrekken op hun website over gedragslijnen inzake de integratie van duurzaamheidsrisico’s in onder andere hun beleggingsbeslissingsprocedure. Deze informatie moet op grond van artikel 12 Transparantieverordening regelmatig worden geüpdatet. Het lijkt erop dat in artikel 3 Transparantieverordening dus ook wordt uitgegaan van minimumharmonisatie.

Vervolgens is de vraag of het door de lidstaten kunnen vaststellen van strengere bepalingen zich ook uitstrekt tot het civielrechtelijke aansprakelijkheidsrecht. In de considerans van de Transparantieverordening wordt deze vraag niet beantwoord. Wij zouden deze vraag bevestigend willen beantwoorden. Onze redenering is dat als in het nationaal financieel toezichtrecht strengere normen mogen worden aangenomen, dit *a fortiori* geldt voor het nationale civielrechtelijke aansprakelijkheidsrecht.

#### 5.4. Toepassing op de Taxonomie- en de Transparantieverordening

##### 5.4.1. Subordination model en de Taxonomie- en Transparantieverordening

In het kader van het *subordination model* kan het volgende worden geconcludeerd over de situatie waarin een of meer bepalingen van de Taxonomie- en/of Transparantieverordening worden geschonden. Allereerst kan worden gesteld dat de civielrechtelijke aansprakelijkheid via het nationale recht dient te worden vastgesteld. Dit biedt ruimte voor een succesvol beroep op deze verordeningen bij de civiele rechter. Daarnaast moet het effectiviteitsbeginsel in acht worden genomen, hetgeen meebrengt dat de voorwaarden waaronder een belegger een financiële instelling aansprakelijk kan stellen niet van dien aard mogen zijn dat een succesvolle actie onmogelijk of uiterst moeilijk is. Aangezien de Taxonomie- en Transparantieverordening zelf geen enkele bepaling over civielrechtelijke aansprakelijkheid bevatten, behoeft het weinig toelich-

ting dat handhaving van deze verordeningen via het nationale aansprakelijkheidsrecht bijdraagt aan de effectiviteit van deze verordeningen. Dit zou meebrengen dat de civiele rechter soepelere noch strengere normen mag aannemen dan de normen van de Taxonomie- en Transparantieverordening, omdat dat afbreuk doet aan het *level playing field* binnen de Europese Unie. De schending van de Taxonomie- en/of Transparantieverordening zou derhalve ook de schending van een civielrechtelijke norm moeten meebrengen.

##### 5.4.2. Complementarity model en de Taxonomie- en Transparantieverordening

Indien wij het *complementarity model* toepassen op de Taxonomie- en Transparantieverordening, kan de volgende conclusie worden getrokken. Wat MiFID II betreft zijn de aanhangers van het *complementarity model* ervan overtuigd dat beleggers bij het aansprakelijk stellen van de beleggingsonderneming geen rechten kunnen ontlenen aan artikel 69 lid 2 *in fine* MiFID II.<sup>108</sup> De Prospectusverordening en de Transparantierichtlijn bevatten bepalingen waarin de Europese wetgever zich wel expliciet uitlaat over civielrechtelijke aansprakelijkheid. Het feit dat een bepaling, zoals artikel 11 lid 2 Prospectusverordening en artikel 7 Transparantierichtlijn of zoals artikel 69 lid 2 *in fine* MiFID II, geheel ontbreekt in de Taxonomie- en Transparantieverordening, is *a fortiori* een aanwijzing dat met deze verordeningen niet is beoogd de civielrechtelijke aansprakelijkheid te harmoniseren die aan de orde is als de regels worden geschonden. Ook bij de Taxonomie- en Transparantieverordening valt de civielrechtelijke aansprakelijkheid dus buiten de harmonisatiereikwijdte van deze verordeningen. Het schenden van een bepaling van de Taxonomie- en/of Transparantieverordening hoeft daarom nog niet zo veel te zeggen over de civielrechtelijke aansprakelijkheid. In het concrete geval is het aan de civiele rechter om te beslissen welke gevolgen hij aan deze financieel toezichtrechtelijke normschending verbindt. De Serière merkt in dit verband op dat voor zover hier aan de civiele rechter een handhavende rol wordt toegedicht, deze in ieder geval secundair dient te zijn, omdat de effectiviteit van EU-regels niet door uitspraken van de civiele rechter mag worden uitgehouden.<sup>109</sup>

## 6. Conclusie

De toename van aandacht voor duurzaamheid in de financiële sector brengt *greenwashing* als schaduwzijde met zich. De Europese Commissie zet zich vol in voor het bestrijden van dit risico en hoopt met (onder andere) de Taxonomie- en Transparantieverordening duurzaam beleggen in goede banen te kunnen leiden. Ondanks deze inspanningen blijft de mogelijkheid tot schade bij beleggers door schending van de regels door financiële instellingen bestaan. In de Taxonomie- en Transparantieverordening wordt de belegger geen (direct) recht toegekend tot het instellen van een vordering tot schadevergoeding

106. Zie ook de Engelste tekst van de Transparantieverordening.

107. Zie art. 9 jo. art. 10, 12, 13, 14 en 15 Transparantieverordening.

108. M.W. Wallinga, ‘Privaatrechtelijke aansprakelijkheid bij schending MiFID II: complementariteit en beleggersbescherming’, *SEW* 2020, afl. 1, p. 14.

109. V.P.G. de Serière, ‘Het spanningsveld tussen het Europese toezichtrecht en het burgerlijk recht’, *WPNR* 2021/7342, p. 761.

bij schending van een of meer bepalingen van deze verordeningen. Over het antwoord op de vraag wat de invloed is van schending van deze verordeningen op civielrechtelijke aansprakelijkheid, kan verschillend worden gedacht. Aanhangers van het *subordination model* zullen ervan overtuigd zijn dat na schending van de Taxonomie- en/of Transparantieverordening civielrechtelijke aansprakelijkheid moet volgen om de effectiviteit van het EU-recht te waarborgen en een uniforme mate van beleggersbescherming te kunnen bieden. Aanhangers van het *complementarity model* stellen de autonomie van het nationaal privaatrecht voorop en zullen de mening zijn toegedaan dat de civiele rechter de vrijheid moet hebben om te bepalen wat in een specifiek geval de gevolgen zijn van schending van de Taxonomie- en/of Transparantieverordening.

De EU-regels in het kader van duurzaamheid zijn van groot belang. De klimaatcrisis kan desastreuze gevolgen hebben en bovendien is aan de klimaatdoelen een deadline verbonden. Handhaving niet alleen door de toezichthouder maar ook door de belegger, is daarom zeker toe te juichen. De naleving van de Taxonomie- en Transparantieverordening kan dan op effectieve wijze worden afgedwongen, en kapitaalstromen kunnen dan op een zo efficiënt mogelijke manier naar duurzame investeringen worden geleid. Wij hebben er vertrouwen in dat de financiële sector op deze manier een betekenisvolle bijdrage kan leveren aan het bestrijden van de klimaatcrisis, zodat de brand in ons huis op tijd kan worden geblust.