

Klimaatrisico's in de financiële sector: over 'groene zwanen' en een uniform kader tegen 'greenwashing'

E.S. Sijmons

Traditional backward-looking risk assessments and existing climate-economic models cannot anticipate accurately enough the form that climate-related risks will take. These include what we call "green swan" risks: potentially extremely financially disruptive events that could be behind the next systemic financial crisis.¹

1 Introductie

'Sustainability' is een ware modeterm. En dat is op zich niet verrassend of onte-recht. De snelheid van de energietransitie kan een belangrijke impact hebben op de wijze waarop klimaatrisico's zich manifesteren, zoals door vele wetenschappers wordt benadrukt en bijvoorbeeld ook als vaststaand feit wordt genoemd in de Urgenda-uitspraak van de Hoge Raad.² De financiële sector zelf wordt in toene-mende mate geraakt door duurzaamheid gerelateerde risico's, maar kan tegelijkertijd een belangrijke rol spelen in de financiering van de benodigde tran-sitie en zo in belangrijke mate bijdragen aan een meer duurzame economie en samenleving.

Duurzame investeringen winnen in rap tempo aan populariteit. Uit onderzoek van Morningstar is gebleken dat Europese duurzame beleggingsfondsen in 2019 een recordbedrag van € 120 miljard aan instroom zagen.³ Zowel bedrijven als overheden spelen daarop in door bijvoorbeeld de uitgifte van groene obligaties, groene hypotheekleningen en het opzetten van groene fondsen. Pensioenfondsen en verzekeraars zien groene obligaties als investeringskansen om hun duurzame doelen te halen en om daarmee ook transparant te kunnen zijn over de impact van hun investeringen.

Deze positieve trend brengt zelf ook weer risico's met zich. Wetgevende instan-ties en toezichthouders stimuleren enerzijds verduurzaming van de portefeuille van financiële ondernemingen, maar waarschuwen anderzijds voor de (beleg-gers)risico's die gepaard gaan met duurzame investeringen en trachten daarom een uniform kader tot stand te brengen.

- 1 Bank of International Settlements, 'The green swan: Central banking and financial stability in the age of climate change', januari 2020,
- 2 HR 20 december 2019, ECLI:NL:HR:2019:2006.
- 3 Zie 'Populariteit duurzame beleggingsfondsen stuwt kapitaalinstroom naar recordhoogte' in het FD van 5 februari 2020.

E.S. Sijmons

In de juridische literatuur is de laatste tijd regelmatig geschreven over klimaatrisico's en ontwikkelingen met betrekking tot wetgevingsinitiatieven en de rol van de financiële of bancaire sector.⁴ In deze bijdrage zal ik daarom niet een volledig overzicht geven van de recente ontwikkelingen binnen het financieel recht. Ik zal eerst kort bespreken wat binnen het financieel recht onder klimaatrisico's ('groene zwaan'-risico's) wordt verstaan (par. 2). Daarna zal ik 'greenwashing' bespreken, een belangrijk risico dat gekoppeld is aan duurzame beleggingen (par. 3). Als antwoord op onder meer het risico op greenwashing wordt er gewerkt aan een Europees uniform kader van criteria omtrent duurzaamheid (de Europese taxonomie), dat aan de orde komt in paragraaf 4.⁵

2 Klimaatrisico's en het toezicht daarop

2.1 Wat zijn klimaatrisico's?

Binnen het financieel recht is getracht het brede concept van 'klimaatrisico's' met een impact voor de financiële sector te definiëren, waarbij vaak onderscheid wordt gemaakt tussen (i) fysieke risico's en (ii) transitierisico's, en regelmatig voegt men daar (iii) aansprakelijkheidsrisico's aan toe.⁶ Fysieke risico's zijn de risico's verbonden aan klimaatgerelateerde schade, zoals schade door storm, droogte, hagel en overstroming. Transitierisico's zijn risico's als gevolg van het omschakelingsproces naar een meer klimaatneutrale economie en nieuwe regelgevende kaders. Bijvoorbeeld: technologische ontwikkelingen of veranderende voorkeuren van consumenten en risico's van veranderende regelgeving, die bij minder innovatieve bedrijven kunnen leiden tot problemen met hun winstgevendheid. Bij de derde categorie moet men denken aan het risico op aansprakelijkheidsclaims tegen financiële ondernemingen op basis van onrechtmatige daad en/of wegens niet waargemaakte verwachtingen of afspraken, waarbij ook een belangrijke factor is dat dit kan leiden tot reputatieschade als gevolg van negatieve publiciteit.⁷

Daarnaast kan een onderscheid worden gemaakt tussen de klimaatrisico's die zich materialiseren bij de financiële ondernemingen zelf (bijvoorbeeld toenemende schadelasten voor verzekeraars als gevolg van extremere weersomstandigheden) en de klimaatrisico's die de klanten van deze financiële ondernemingen raken en

4 Voor een overzicht van de (juridische) ontwikkelingen, zie bijvoorbeeld de Finnius Vooruitblik 2020 (beschikbaar op www.finnius.com) en V.P.G. de Serière, Toekomstmuziek of utopie: kan de overheid voorschrijven dat de financiële sector meer substantieel bijdraagt aan het bereiken van klimaatdoelstellingen? Een overzicht, *Ondernemingsrecht* 2020/12, p. 53 e.v.

5 In deze bijdrage zijn ontwikkelingen tot en met april 2020 meegenomen. Alle gebeurtenissen en publicaties van na die datum zijn niet meer verwerkt.

6 Zie het DNB-rapport 'De Nederlandse financiële sector veilig achter de dijken? Een nadere verkenning naar klimaatgerelateerde financiële risico's' uit 2017 ('DNB Klimaatrapport 2017') en 'Op waarde geschat? Duurzaamheidsrisico's en -doelen in de Nederlandse financiële sector' uit 2019, p. 16. Beide rapporten van DNB zijn te vinden op www.dnb.nl.

7 Voor een uitgebreidere uitwerking en voorbeelden van de risicocategorieën, zie W. Kloosterman & M. Kuilman, *Klimaatrisico's, aansprakelijkheden en enkele toezichtrechtelijke aspecten*, *MvV* 2018, afl. 10, p. 295 e.v.

Klimaatrisico's in de financiële sector: over 'groene zwanen' en een uniform kader tegen 'greenwashing'

daardoor gevolgen kunnen hebben voor de portefeuilles van de financiële ondernemingen, bijvoorbeeld doordat de kredietwaardigheid van de klanten drastisch daalt of hun onderpand minder waard wordt.

De hierboven genoemde risico's kunnen zich uiten in onder andere het kredietrisico, het marktrisico, het operationeel risico en het verzekeringstechnisch risico dat financiële ondernemingen lopen. Er wordt gesproken van de 'groene zwaan'-risico's: klimaatgerelateerde risico's, gekenmerkt door een grote mate van onvoorspelbaarheid, die mogelijk een extreem financieel disruptief effect hebben en daardoor een systeemcrisis veroorzaken. Om een destabilisering van de financiële sector te voorkomen, is het zaak voor de financiële sector om de klimaatrisico's *tijdig* in te prijzen en ook anderszins voorbereid te zijn op veranderende maatschappelijke omstandigheden als gevolg van het klimaat.⁸ Daartoe nemen wetgevers en toezichthouders al verschillende initiatieven.

2.2 *Het werk van de toezichthouders*

Toezichthouders zoals De Nederlandsche Bank (DNB) en de Europese Centrale Bank (ECB) beschouwen klimaatrisico als een bron van financiële risico's en scharen het daarmee onder hun mandaat.⁹ Dat mandaat is echter niet ongelimiteerd. De voorzitter van de ECB Supervisory Board verwoordde het als volgt:

'Climate change is one of the biggest challenges we face right now – if not the biggest. But the role of bank regulators and supervisors is limited; our job is to ensure safe and sound banks. So, if climate change leads to particular risks for banks, we have a duty to take this into account. And if there should be a risk differential between green and brown assets, we will take this into account too. All else is beyond our mandate.'¹⁰

Zodra de klimaatrisico's de financiële stabiliteit van instellingen of het systeem in gevaar brengen, hebben prudentiële toezichthouders DNB en de ECB een legitiem aanknopingspunt om het onderwerp te incorporeren in hun toezichtwerk.¹¹ In DNB's Visie op Toezicht 2018-2022 staat dat DNB wil bijdragen aan een verankering van duurzaamheid binnen het toezicht in Nederland. Sturen op 'toekomstgerichtheid en duurzaamheid' is daarom een van de drie speerpunten van DNB voor de komende jaren. DNB speelt een belangrijke rol in het duurzaamheidsdebat in

8 DNB Klimaatrapport 2017, p. 7.

9 Zie bijvoorbeeld het rapport van het Network for Greening the Financial System 'A call for action. Climate change as a source of financial risk', april 2019.

10 Speech van Andrea Enria (voorzitter van de ECB Supervisory Board), 'Regulation, proportionality and the sustainability of banking', tijdens de Retail Banking Conference 'Creating sustainable financial structures by putting citizens first' op 21 november 2019 bij de European Savings Bank Group in Brussel.

11 Zie art. 1:24 en 3:17 Wft en art. 4 Verordening (EU) 1024/2013. Zie verder B. Bierman, 'Sustainable capital: Prudential supervision on climate risks for banks', in: F.E.J. Beekhoven van den Boezem, C. Jansen en B. Schuijling (red.), *Sustainability and financial markets* (Series Law of Business and Finance, Vol. 17), Deventer: Wolters Kluwer 2019, hoofdstuk 6 (p. 129-162); Kloosterman & Kuilman 2018.

E.S. Sijmons

Nederland en neemt ook op internationaal vlak initiatief om duurzaamheid op de agenda van prudentiële toezichthouders te krijgen. Dat doet DNB onder andere in de context van het Nederlandse Platform voor Duurzame Financiering en het internationale *Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System* (NGFS), waarvan DNB-bestuurslid Frank Elderson momenteel voorzitter is.

Doordat de klimaatrisico's invloed kunnen hebben op bijvoorbeeld het kredietrisico, het marktrisico en het operationeel risico, kunnen de ECB en DNB klimaatrisico's meenemen in hun jaarlijkse *Supervisory Review and Evaluation Process* (SREP). Aan de hand van SREP worden door de ECB en DNB onder andere de kapitaalseisen voor banken vastgesteld. DNB besteedt ook anderszins veel aandacht aan het onderwerp in haar toezichtdialoog met de instellingen en voert inmiddels klimaatgerelateerde *stresstests* uit bij financiële instellingen. Op 1 april 2020 publiceerde DNB haar finale '*Good Practices: Integration of climate-related risk considerations into banks' risk management*', waarin handvatten worden geboden voor de verdere integratie van klimaatgerelateerde risico's in (i) de *governance*, (ii) het risicomanagement en (iii) de *disclosure* van banken. Hoewel deze Good Practices zijn geschreven voor banken, kunnen ze ook als voorbeeld dienen voor andere ondernemingen die de klimaatrisico's willen verankeren in hun bedrijfsvoering en risicobeheersingsprocessen.

Op een vergelijkbare wijze heeft de gedragstoezichthouder Autoriteit Financiële Markten (AFM) een aanknopingspunt om te acteren wanneer klimaatrisico's leiden tot risico's voor het beleggend publiek.¹² Denk bijvoorbeeld aan zogenaamde 'duurzame' beleggingen en producten die op een veel te rooskleurige en misleidende manier worden gepresenteerd aan consumenten. De AFM is vooral gefocust op de informatievoorziening aan beleggers met betrekking tot de financiële producten en instrumenten die als duurzaam in de markt worden gezet (zie ook par. 3).

De genoemde toezichthouders hebben het onderwerp nadrukkelijk op hun radar en vinden voldoende aanknopingspunten voor hun mandaat. Dat mandaat is echter niet onbeperkt. Er is bijvoorbeeld (maatschappelijke) discussie over de mate waarin klimaat een plek moet krijgen binnen het monetaire beleid.¹³ Uiteindelijk zijn het de wetgevende instanties en overheden die – steeds in dialoog met alle disciplines en de private sector – in actie moeten komen om de nodige interdisciplinaire en mitigerende wetgeving te introduceren en om te waarborgen dat toezichthouders ook in de toekomst een passend mandaat hebben dat naadloos aansluit bij de snelle ontwikkelingen op het gebied van duurzaamheid.¹⁴

12 Zie art. 1:25 Wft.

13 Zie bijvoorbeeld 'Mag de ECB een klimaatbeleid voeren?' in het FD van 6 december 2019.

14 Zie het rapport van de Bank of International Settlements 'The green swan: Central banking and financial stability in the age of climate change', januari 2020, o.a. de Executive Summary.

Klimaatrisico's in de financiële sector: over 'groene zwanen' en een uniform kader tegen 'greenwashing'

3 Greenwashing

De onstuitbare vergroeningstrend (bij instellingen deels gedreven door de druk van externe stakeholders) brengt ook het onvermijdelijke risico met zich dat bedrijven financiële instrumenten en producten groener en duurzamer aanprijzen dan ze daadwerkelijk zijn, om daar hun voordeel mee te doen. Dit fenomeen wordt in de praktijk aangeduid met 'greenwashing'. Daaronder kan worden verstaan een oneerlijk concurrentievoordeel dat wordt verkregen door een financieel product als milieuvriendelijk in de markt te zetten, terwijl dat in feite niet aan elementaire milieunormen voldoet.¹⁵

Indien ofwel door financiële ondernemingen die een groenere portefeuille beogen, ofwel door andere marktdeelnemers en consumenten wordt geïnvesteerd in producten die groener worden gepresenteerd dan ze zijn, kunnen deze beleggers bedrogen uitkomen en financiële en reputationele schade lijden. Maar ook de uitgevende instellingen en aanbieders kunnen worden geconfronteerd met aansprakelijkheidsclaims en reputatieschade lijden, wat implicaties heeft voor hun financiële gezondheid. Greenwashing kan bovendien schade toebrengen aan de algehele reputatie van duurzaam beleggen. Aangezien greenwashing ten koste kan gaan van de portemonnee en het vertrouwen van de belegger en de stabiliteit van de aanbieders, is het een reden tot bezorgdheid bij toezichthouders en de Europese wetgever. Ik noem hierna enkele relevante opmerkingen van de Nederlandse toezichthouders over hun aanpak specifiek tegen het greenwashingrisico.

In het rapport 'De Nederlandse financiële sector veilig achter de dijken? Een nadere verkenning naar klimaatgerelateerde financiële risico's' uit 2017 benadrukt DNB dat instellingen waakzaam moeten zijn voor nieuwe risico's die kunnen voortkomen uit groene zeepbelvorming (een *green bubble*) en reputatieschade door greenwashing. DNB vindt het mede daarom belangrijk dat er binnen toezichtkaders geen uitzonderingspositie komt voor dit type investeringen:

'Door kapitaal-eisen te verlagen zou het aantrekkelijker moeten worden voor financiële instellingen om duurzame projecten en bedrijven te financieren. DNB is tegen het verlagen van kapitaal-eisen om andere sociale doelen na te streven. Kapitaal dient om onverwachte verliezen op te vangen en kapitaal-eisen moeten daarom risico's reflecteren. Hoe risicovoller een uitzetting, hoe meer kapitaal men moet aanhouden. Tornen aan dit risicogebaseerde principe om zo investeringen een bepaalde kant op te stimuleren, zou zelfs kunnen leiden tot onderkapitalisatie van het financiële systeem wanneer risico's niet goed worden ingeschat. Pas wanneer uit onderzoek blijkt dat de risico's bij groene investeringen structureel lager zijn, of de risico's bij "bruine" investeringen structureel hoger, zou een aanpassing van kapitaal-eisen kunnen worden overwogen.'¹⁶

15 Zie randnummer 9 van de preambule van het voorstel voor de Taxonomie Verordening (COM/2018/353 final), behandeld in par. 4.2 hierna.

16 Zie p. 56 DNB Klimaatrapport 2017.

E.S. Sijmons

De AFM publiceert jaarlijks haar Trendzicht, waarin zij trends en actuele risico's signaleert. De concrete implicaties daarvan bepalen mede de toezichtagenda van de AFM voor het betreffende jaar. In Trendzicht 2019 benadrukte de AFM reeds dat duurzaamheid een integraal onderdeel van het toezicht zou worden, waarbij de beschikbaarheid en kwaliteit van informatie de belangrijkste aandachtspunten zijn. In Trendzicht 2020 beschrijft de AFM dat in Europa het uitsluiten van investeringen in bedrijven met een negatief ESG-profiel¹⁷ (*environmental, social, governance*) de meest voorkomende duurzaamheidsstrategie is, gevolgd door ESG-integratie (het integreren van duurzaamheidsfactoren in het investeringsproces) en *engagement* (het aanzetten van ondernemingen tot duurzaam gedrag). Een laatste significante strategie die de AFM noemt, is normgebaseerde screening, waarbij wordt gekeken of investeringen voldoen aan erkende normen als de OESO-richtlijnen voor Multinationale Ondernemingen, het *UN Global Compact* en de *UN Guiding Principles on Business and Human Rights*. In Nederland lijkt *engagement* de meest populaire strategie bij vermogensbeheerders. De AFM waarschuwt in haar Trendzicht 2020 echter voor greenwashing. De AFM kondigt aan daar toezicht op te houden en op te zullen treden tegen partijen die misbruik proberen te maken van beleggers, met de opmerking:

'Het belangrijkste aandachtspunt voor de AFM is de beschikbaarheid en kwaliteit van informatie in de gehele keten van duurzame financiering. De vraag naar duurzame projecten overtreft het aanbod. Beschikbaarheid en kwaliteit van informatie zijn cruciale randvoorwaarden voor verantwoorde vormen van duurzame financiering. De integratie van duurzaamheid in haar werkzaamheden blijft echter een uitdaging voor de financiële sector. Uit onderzoek van de AFM blijkt dat een gebrek aan informatie een belangrijke belemmering is voor effectief duurzaam beleggen en voor het monitoren van de resultaten van beleggingsstrategieën. Daarnaast is er te weinig (gestandaardiseerde) niet-financiële informatie over beursgenoteerde bedrijven beschikbaar voor beleggers. Ook de externe verificatie van verslaggeving over duurzaamheidsfactoren (bijvoorbeeld door een accountant) staat nog in de kinderschoenen. 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. De AFM houdt daarom toezicht op een zorgvuldige en transparante integratie van duurzaamheid in de sectoren onder haar toezicht.'¹⁸

In haar 'Report on Sustainable bonds in the Netherlands: Developments, risks and impact on supervision' uit april 2020 bespreekt de AFM uitgebreider het belang van transparantie en standaardisatie voor de markt, zodat investeerders

17 Er bestaan nog geen algemeen geldende wettelijke definities of profielen voor ESG. Private partijen als *credit rating agencies* en *ESG rating firms* bieden ESG-onderzoeken aan en leveren ESG-scores voor uitgevende instellingen en bedrijven.

18 AFM Trendzicht 2020, p. 21.

Klimaatrisico's in de financiële sector: over 'groene zwanen' en een uniform kader tegen 'greenwashing'

goede vergelijkingen kunnen maken tussen producten en een weloverwogen beslissing kunnen nemen. De AFM schrijft onder meer:

- 'b. The risk of greenwashing can be mitigated by defining objective criteria that help to qualify, classify and rate sustainable bond issuances and subsequent transparent reporting requirements.
- c. The current EU proposals, such as the EU Green Bond Standard (EU-GBS), in combination with disclosure of alignment with the proposed EU taxonomy, will in our view help to mitigate this risk and to stimulate this market.
- d. Furthermore, transparency regarding ESG ratings will become increasingly relevant.'

Het gaat om transparantie en gebruik van een uniform kader door zowel uitgaande instellingen als de bureaus die producten en bedrijven beoordelen (bijvoorbeeld met een ESG-score). Het rapport geeft een overzicht van de Nederlandse *sustainable bonds* markt, de risico's die de AFM ziet, zoals greenwashing, en hoe de AFM voorziet haar concrete toezichtwerkzaamheden aan te passen aan deze ontwikkelingen, bijvoorbeeld via prospectustoezicht en rapportages. De AFM spreekt zich uit als een voorstander van de initiatieven op Europees niveau, zoals de taxonomie en de EU Green Bond Standard (zie par. 4 hierna).

Uit het voorgaande volgt dat er ook vanuit toezichtperspectief behoefte is aan een uniform begrip van wat duurzaam en 'groen' is en hoe men daarover moet rapporteren, zodat aan de hand daarvan – in ieder geval door de AFM – beter gecontroleerd en gehandhaafd kan worden in de praktijk.

4 De EU-taxonomie voor duurzame financiering: een uniform begrip van 'groen'

4.1 Achtergrond

Een remedie tegen greenwashing en een maatstaf voor (gedrags)toezichthouders om aan de hand daarvan toezicht te houden en te handhaven, is de creatie van een uniform begrip van wat 'groen' betekent in de markt. Momenteel zijn er slechts in een paar lidstaten regelingen voor het toekennen van groene labels aan ecologisch duurzame activiteiten of (financiële) producten. Om een uniform en consistent kader voor grensoverschrijdende economische activiteiten te creëren en uiteenlopende begrippenkaders binnen de interne markt te voorkomen, is er vanuit de EU initiatief genomen tot het opstellen van een gezamenlijk classificatiesysteem. De voorstellen daaromtrent bespreek ik hier.

Overheden van over de hele wereld hebben in 2015 de Overeenkomst van Parijs inzake klimaatverandering en de Agenda 2030 voor duurzame ontwikkeling van de Verenigde Naties onderschreven. Als de EU meer duurzame economische groei wil ontwikkelen, de stabiliteit van het financiële stelsel wil garanderen en meer transparantie en langetermijndenken in de economie wil stimuleren, dan moet

E.S. Sijmons

volgens de Europese Commissie een grootscheepse omschakeling worden gemaakt in de wijze waarop het financiële stelsel functioneert en moet particulier kapitaal zich gaan richten op duurzame investeringen. Om dit te bewerkstelligen heeft de Europese Commissie onder meer een actieplan voor *sustainable finance* (hierna: EU Actieplan voor duurzame financiering) gepubliceerd in maart 2018.¹⁹

Dit actieplan dient drie specifieke doelen:

- kapitaalstromen heroriënteren in de richting van duurzame investeringen om duurzame en inclusieve groei te bewerkstelligen;
- financiële risico's als gevolg van de klimaatverandering, de uitputting van hulpbronnen, de aantasting van het milieu en sociale kwesties beheren; en
- transparantie en langetermijndenken bij financiële en economische activiteiten stimuleren.

Het actieplan beschrijft in het kader van de eerste genoemde doelstelling als concreet actiepunt het opstellen van een EU-classificatiesysteem voor het opzetten van duurzame activiteiten. Een verschuiving van de kapitaalstromen naar meer duurzame economische activiteiten vraagt om duidelijkheid over wat wel en wat niet bijdraagt aan de matiging van en de aanpassing aan de klimaatverandering, alsmede aan ecologische en sociale doelstellingen. Juist daarom is een gedeeld begrip nodig van wat 'duurzaam' inhoudt. Ter invulling van dit actiepunt publiceerde de Europese Commissie in mei 2018 een voorstel voor de zogenaamde Taxonomie Verordening.²⁰ Er is ook een Europese *Technical Expert Group on Sustainable Finance* (TEG) met experts uit verschillende disciplines opgericht, die inhoudelijke aanbevelingen doet voor de ontwikkeling van bepaalde pakketten regels (waaronder dus de EU-taxonomie) op het gebied van duurzame financiering.

4.2 De Taxonomie Verordening

De Taxonomie Verordening biedt een kader dat onder meer bedrijven dient te helpen om hun *environmental performance* te verbeteren en de beleggingen te kunnen identificeren die daadwerkelijk bijdragen aan klimaatverandering. De Taxonomie Verordening bevat criteria om uit te maken of een economische activiteit ecologisch duurzaam is. Deze criteria dienen te worden aangewend door wetgevers bij het introduceren van maatregelen met betrekking tot bijvoorbeeld

19 'Actieplan: duurzame groei financieren', COM/2018/097 final, Brussel, 8 maart 2018. Niet te verwarren met de European Green Deal die in december 2019 gepresenteerd werd, gevolgd door een investeringsplan. Op 8 april 2020 opende de Europese Commissie een consultatie voor haar *Renewed Sustainable Finance Strategy*, welke strategie zal voortbouwen op dit EU Actieplan voor duurzame financiering uit 2018. In deze herziene strategie kan de Europese Commissie ook de recente economische ontwikkelingen als gevolg van de COVID-19-pandemie meenemen. De consultatie loopt tot 15 juli 2020.

20 Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, COM/2018/353 final. Over deze verordening is eind 2019 politieke overeenstemming bereikt (zie persbericht van de Europese Commissie van 18 december 2019, 'Sustainable finance: Commission welcomes deal on an EU-wide classification system for sustainable investments (Taxonomy)'), maar zij is tot op de dag van dit schrijven nog niet gepubliceerd in het Official Journal en nog niet in werking getreden.

Klimaatrisico's in de financiële sector: over 'groene zwanen' en een uniform kader tegen 'greenwashing'

groene obligaties of labels, marktdeelnemers die financiële producten willen aanbieden en ondernemingen die aan bepaalde niet-financiële transparantieplichtingen moeten voldoen onder de Richtlijn Jaarrekeningen.²¹ Een ecologisch duurzame belegging is volgens de Taxonomie Verordening een investering waarmee één of meer ecologisch duurzame activiteiten worden gefinancierd. Een activiteit is ecologisch duurzaam indien deze, kort gezegd, (i) substantieel bijdraagt aan een of meer milieudoelstellingen, (ii) geen aanzienlijke schade berokkent aan één of meer milieudoelstellingen, (iii) voldoet aan specifieke minimumgaranties (waarbij verwezen wordt naar specifieke OECD- en VN-richtsnoeren en -principes), en/of (iv) voldoet aan nader uitgewerkte technische screeningscriteria.

De Taxonomie Verordening identificeert de volgende milieudoelstellingen:

- mitigatie van klimaatverandering;
- adaptatie aan klimaatverandering;
- duurzaam gebruik en bescherming van water en mariene hulpbronnen;
- transitie naar een circulaire economie;
- preventie en bestrijding van verontreiniging;
- de bescherming en het herstel van de biodiversiteit en ecosystemen.

Voor ieder van deze milieudoelstellingen wordt in de Taxonomie Verordening een aantal methoden gegeven die gezien worden als een substantiële bijdrage aan die doelstelling. Bijvoorbeeld, voor de tweede doelstelling 'adaptatie aan klimaatverandering' schrijft de Taxonomie Verordening voor dat:

'een economische activiteit wordt aangemerkt als een economische activiteit die substantieel aan de adaptatie aan klimaatverandering bijdraagt indien die activiteit: a) adaptatieoplossingen omvat die ofwel het risico op ongunstige effecten van het huidige klimaat en het verwachte toekomstige klimaat op die economische activiteit substantieel verminderen, ofwel die ongunstige effecten substantieel verminderen, zonder het risico op ongunstige effecten op de mens, de natuur of activa te vergroten; of b) adaptatieoplossingen biedt die, (...), substantieel bijdragen aan het voorkomen of verminderen van het risico op ongunstige effecten van het huidige klimaat en het verwachte toekomstige klimaat op de mens, de natuur of activa, zonder het risico op ongunstige effecten op andere personen, de natuur of activa te vergroten'.

Zoals we zien aan dit voorbeeld heeft de Taxonomie Verordening zelf nog een bepaald abstractieniveau om een voldoende brede reikwijdte te kunnen hebben. Het verbaast niet dat genoemde methoden voor de doelstellingen uit de Taxonomie Verordening nadere uitwerking behoeven in gedelegeerde verordeningen van de Europese Commissie om de gegeven kaders in de praktijk te kunnen toepassen. De Taxonomie Verordening zal dus het kader geven, en de Europese Commissie zal de daadwerkelijke technische criteria vaststellen. Daartoe worden onder meer de *European Supervisory Authorities* (ESAs) en de TEG ingezet en geraadpleegd. De

21 Richtlijn 2013/34/EU.

E.S. Sijmons

TEG heeft in maart 2020 een finaal rapport²² gepubliceerd, waarin zij onder meer haar finale aanbevelingen doet aan de Europese Commissie voor het opstellen van de technische screeningscriteria aan de hand waarvan kan worden vastgesteld of activiteiten bijdragen aan de milieudoelstellingen ‘mitigatie van klimaatverandering’ en ‘adaptatie aan klimaatverandering’. Ook ontwikkelde de TEG een Exceltool voor de praktijk.²³

De Taxonomie Verordening hangt nauw samen met andere nieuwe regelgeving onder de paraplu van het EU Actieplan voor duurzame financiering. Zo moeten marktpartijen (‘financiële marktdeelnemers’) onder de zogenaamde Disclosure Regulation²⁴ gaan rapporteren in hoeverre hun producten voldoen aan de standaarden van de Taxonomie Verordening en is er op Europees niveau (ook in samenwerking met de TEG) een EU Green Bond Standard in ontwikkeling, waarbij aansluiting wordt gezocht met de taxonomie. Verder dienen bepaalde bedrijven die onder de Richtlijn Jaarrekeningen niet-financiële informatie moeten opnemen in hun verslaggeving aan nieuwe vereisten te voldoen conform de Taxonomie Verordening.

De Taxonomie Verordening zal waarschijnlijk in het eerste halfjaar van 2020 formeel zijn goedgekeurd en gepubliceerd. Er wordt in december 2020 een gedelegeerde verordening van de Europese Commissie verwacht die technische screeningscriteria voor de eerste twee milieudoelstellingen (mitigatie en adaptatie) bevat, die zijn gebaseerd op het genoemde rapport van de TEG uit maart 2020. Voor de andere milieudoelstellingen zal een dergelijke gedelegeerde verordening naar verwachting eind 2021 verschijnen. De verwachting is dat de criteria zullen worden toegepast in de markt vanaf 2022. Blijkens de voorstellen is het ook de bedoeling dat de Europese Commissie een platform voor duurzame financiering opzet. Dit platform moet bestaan uit deskundigen uit zowel de publieke als de particuliere sector en wordt door de Europese Commissie betrokken bij het vaststellen en actualiseren van de technische screeningscriteria op basis van de Taxonomie Verordening. Dit platform wordt naar verwachting in het najaar van 2020 operationeel.

4.3 Zaligmakende oplossing?

Met het classificatiesysteem dat middels de Taxonomie Verordening en gedelegeerde regelgeving in het leven wordt geroepen, wordt tegemoetgekomen aan de roep om een gezamenlijk en consistent begrip van wat groen en duurzaam precies betekent. Dit kan verwarring in de markt voorkomen en de mogelijkheid van misleidende mededelingen over de karaktereigenschappen van financiële producten en instrumenten zo veel mogelijk tegengaan. Het laatste kan resulteren in minder

22 EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, Technical report. Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance, maart 2020.

23 Zie https://ec.europa.eu/info/files/sustainable-finance-teg-taxonomy-tools_en.

24 Verordening (EU) 2019/2088 betreffende informatievervalsing over duurzaamheid in de financiële dienstensector. Deze verordening is al in werking getreden en wordt gedeeltelijk weer gewijzigd door de Taxonomie Verordening.

Klimaatriscico's in de financiële sector: over 'groene zwanen' en een uniform kader tegen 'greenwashing'

zorgplichtclaims jegens financiële ondernemingen. De nieuwe regels onder het EU Actieplan duurzame financiering zullen ongetwijfeld bijdragen aan meer transparantie over de groene en duurzame kwalificaties en de achterliggende argumenten voor die kwalificaties. De taxonomie moet beleggers helpen om gemakkelijker te kiezen, doordat zij producten en aanbieders gemakkelijker kunnen vergelijken of beoordelen, en daarmee zou het algehele vertrouwen van de belegger in de markt voor duurzame beleggingen kunnen groeien, aldus ook de gedachte van de Europese Commissie.²⁵ Verder kan de taxonomie bedrijven helpen om financiering aan te trekken voor hun ecologisch duurzame activiteiten.²⁶

Maar is de taxonomie zo zaligmakend als zij lijkt, of zitten er nog haken en ogen aan? Ten eerste kan de taxonomie mogelijk een schijnzekerheid geven, aangezien nog niet alle scenario's daarin zijn opgenomen en doorontwikkeld, terwijl die perceptie er misschien wel is onder het belegend publiek. Bovendien is het mogelijk dat er afwijkende wetenschappelijke inzichten bestaan over bepaalde kwalificaties, met als gevolg dat de beoogde uniformiteit alsnog ontbreekt. Een tweede kanttekening is dat het een uitdaging wordt om de taxonomie te blijven bijwerken naar de laatste stand van de wetenschappelijke inzichten omtrent ecologische duurzaamheid, ondanks de introductie van een platform van deskundigen. De realiteit ontwikkelt zich in de regel sneller dan de wetgeving. Er zal een constante aanpassing van de taxonomie nodig zijn om het een zinvol classificatiesysteem te laten zijn. De TEG heeft aangegeven te verwachten dat de criteria in de toekomst steeds strenger worden. Dat is enerzijds onvermijdelijk, maar brengt anderzijds ook hogere compliancekosten met zich voor de instellingen die ermee werken. Zij zullen continu moeten controleren of er veranderingen zijn in de criteria waarvan zij uitgaan, en of die nopen tot de aanpassing van hun producten of informatievoorziening. De Europese Commissie heeft dit ook ingezien en heeft de intentie om technische screeningscriteria vast te stellen die voldoende rechtszekerheid bieden, werkbaar zijn, eenvoudig zijn toe te passen en waarvan de naleving binnen redelijke marges inzake compliancekosten na te gaan zijn.²⁷ Dat biedt hoop. Een derde, praktisch aandachtspunt is dat de Taxonomie Verordening en de daarbij horende gedelegeerde regelgeving niet gelijk lopen met implementatiedata van de Disclosure Regulation, wat tot verwarring en kosten kan leiden bij marktpartijen die aan de transparantieverplichtingen moeten voldoen. Dit is als het goed is een tijdelijk probleem.

25 Zie randnummer 10 van de preambule van het voorstel voor de Taxonomie Verordening (COM/2018/353 final).

26 Zie randnummer 12 van de preambule van het voorstel voor de Taxonomie Verordening (COM/2018/353 final).

27 Zie randnummer 29 van de preambule van het voorstel voor de Taxonomie Verordening (COM/2018/353 final).

E.S. Sijmons

5 Afsluitende opmerkingen

De klimaatrisico's hebben een onvoorspelbaar karakter, maar zijn reëel en kunnen financiële ondernemingen op allerlei manieren raken. De aandacht van toezichthouders voor de 'groene zwaan'-risico's en het risico op greenwashing is mijns inziens daarom terecht. Een zeer positief effect (mede) van het EU Actieplan voor duurzame financiering en de Taxonomie Verordening – ongeacht de precieze regels die erin zijn opgenomen – is het 'nudging'-effect daarvan. Ondanks de hiervoor genoemde praktische uitdagingen en kanttekeningen, zullen deze Europese initiatieven allerlei partijen aanzetten tot meer (vrijmaking van kapitaal voor) verduurzaming en informatievoorziening daarover. Ook marktdeelnemers die niet onder de regels vallen, zullen waarschijnlijk worden gestimuleerd naar de taxonomie en informatievereisten te kijken en zich daarop te baseren, om zich zodoende te kunnen meten aan de partijen die er wel onder vallen. In Brussel klinkt de roep om in de herstelfase na de COVID-19-pandemie zo veel mogelijk te werken vanuit de strategie voor duurzame financiering en de daaronder ontwikkelde tools, zoals de nieuwe taxonomie en een EU Green Bond Standard, in plaats van terug te vallen in oude patronen.²⁸

Ter afsluiting geef ik graag nog de algemene aanbevelingen mee die DNB deed naar aanleiding van een marktonderzoek in 2019.²⁹ DNB raadt financiële instellingen aan om:

- de maatschappelijke en ecologische risico's nader te analyseren, zodat zij een integraal beeld hebben van deze risico's en op een proportionele manier mitigerende maatregelen kunnen nemen;
- de risicomanagementinstrumenten voor maatschappelijke en ecologische risico's verder te ontwikkelen, zodat de risico's en de daarvoor gebruikte indicatoren beter op elkaar aansluiten;
- te waarborgen dat zij beloftes en gewekte verwachtingen op het gebied van duurzaamheid nakomen, aangezien zij reputatierisico's lopen wanneer zij er niet in slagen gewekte verwachtingen waar te maken of toezeggingen na te komen.

Momenteel gebruiken ondernemingen nog regelmatig algemene ESG-criteria of de generieke *UN Sustainable Development Goals*, maar die zijn niet altijd voldoende passend voor en/of toegespitst op de specifieke bedrijfsgerelateerde risico's. De besproken nieuwe taxonomie kan ondernemingen helpen om op meer detailniveau werkbare indicatoren en risicomanagementinstrumenten te kiezen, een duidelijker kader voor investeringsbeslissingen op te stellen en heldere verwachtingen te wekken.

28 Zie bijvoorbeeld de verklaring van de *EU Technical Expert Group on Sustainable Finance* (TEG), 'Sustainable recovery from the Covid-19 pandemic requires the right tools', 27 april 2020.

29 DNB-rapport 'Op waarde geschat? Duurzaamheidsrisico's en -doelen in de Nederlandse financiële sector' uit 2019, hoofdstuk 2.