

AVRUPA YEŞİL MUTABAKATI: YEŞİL YIKAMA, BİLGİ TAŞKINLIĞI VE İYİ KURUMSAL VATANDAŞ ÖZELLİĞİ UNUTULAN YATIRIMCI

European Green Deal: Greenwashing and the Forgotten Good Corporate Citizen as an Investor

Thomas M. J. MÖLLERS*
Erhan TEMEL**

ÖZET

Bu çalışma Avrupa Yeşil Mutabakatını¹ ve sermaye piyasasının aktörlerinden yatırımcı olarak iyi kurumsal vatandaş² konu etmektedir. Avrupa Birliği'nin birkaç yıldan beri yaptığı düzenlemelerle, finansal piyasaları sürdürülebilirlik konusunda yönlendirme çabalarının akabinde, şimdi de Lamfalussy sürecinin birinci ve ikinci seviyelerindeki düzenlemeleri hayata geçirilmektedir. "Sürdürülebilirlik" kavramının kapsam ve içeriği her

Makalenin Geliş Tarihi: 20.09.2024, **Makalenin Kabul Tarihi:** 21.10.2024.

* Prof. Dr., Augsburg Üniversitesi Hukuk Fakültesi Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Wirtschaftsrecht, Europarecht, Internationales Privatrecht und Rechtsvergleichung, E-posta: thomas.moellers@jura.uni-augsburg.de, ORCID: 0000-0002-7613-4879.

** Doç. Dr., Augsburg Üniversitesi Hukuk Fakültesi Institut für Europäische Rechtsordnungen, Forschungsstelle für Türkisches Recht, E-posta: erhan.temel@jura.uni-augsburg.de, ORCID: 0009-0008-3304-0128.

Makale Almanca (ve kısmen İngilizce) metninden Türkçeye E. Temel tarafından çevrilerek Alman, Avrupa Birliği ve ABD hukukuna ilişkin düzenleme, kavram, terim ve kurumlara yönelik açıklamalar ilave edilmiştir.

¹ Almandaca da *green deal* olarak ifade edilen terim Türkçeye "yeşil mutabakat" olarak çevrilmiştir. Yeşil mutabakat terimi ise sürdürülebilir finansal ürünlerle ilgili hukuki düzenlemeleri ifade etmektedir.

² Almandaca da *good corporate citizen* olarak ifade edilen terim Türkçeye "iyi kurumsal vatandaş" olarak tercüme edilebilir. İyi kurumsal vatandaş teriminden anlaşılması gereken ise, sürdürülebilir finansal ürün satın aldığı için mümkün olan en yüksek getiriden vazgeçmeye hazır olan yatırımcıdır. Sürdürülebilir finansal ürünler terimi ise Environmental Social Governance – ESG kriterlerine uygun olan, yani özellikle çevre dostu olan ürünlerdir. Bu tür ürünlerin de petrol ya da tütün ürünleri satan şirketlerin hisseleri olmayacağı aşikardır. O halde sonuç olarak belirtmek gerekirse; iyi bir kurumsal vatandaş, kârını maksimize etmeye çalışmayan, "fedakâr yatırımcı" ya da "altruist" yani "diğerkam bir yatırımcı" anlamına gelmektedir.

geçen gün daha da belirgin hala gelmesine karşın, şimdiye kadar hukuki düzenlemelerde, finansal ürünleri ihraç eden devletlerin ve şirketlerin ve de bunları talep eden yatırımcıların pozisyonlarının yeterince yer bulamadığı yadsınamaz bir gerçektir. Bu durum en etkin ve güvenli bir sermaye piyasasına ulaşılmasının önünde önemli bir engel teşkil etmektedir. Bu yüzden yatırımcıların yanıltılması (İngilizce tabiriyle “greenwashing”³) sorunu büyük ölçüde henüz çözümlenememiştir. Öte yandan, sermaye piyasası hukukunda, yatırımcıların “rasyonel karar verme ilkesi” ve “özetleme ve gerekçelendirme” araçları iyi bilinmektedir. Bu makale, çok sayıda somut örnekler kullanarak, Türkçede “yeşil yıkama” olarak ifade edebileceğimiz “greenwashing”i ve sermaye piyasasında bilgi taşkınlığından kaynaklanan dezavantajların nasıl önlenebileceğine dair çözümler sunmayı hedeflemektedir. Bu makalenin, Türk hukuk uygulamasına ve yasa koyucuya yeşil yıkama sorununu ve çözümünü daha iyi anlaşılmasında mütevazı bir katkı sağlayacağı temenni edilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Avrupa Yeşil Mutabakatı, Yeşil Yıkama, Sermaye Piyasasında Sürdürülebilirlik, AB Hukuku-Sürdürülebilirlik, Bilgi Taşkınılığı

³ *Greenwashing*'in Türk hukukunda “yeşil yıkama” ya da “yeşil aklama” kelimeleriyle ifade edilmektedir. *Greenwashing*'in sözlük anlamı ise; şirket veya kurumların özellikle çevre dostu ürünler için yaptığı bağış ve PR ya da benzeri diğer aktiviteler ve çalışmalarla, kendileri hakkında - gerçekte olduğundan daha fazla - çevreye duyarlı ve çevre dostu izlenimi uyandırma çabasıdır.

ZUSAMMENFASSUNG

Nachdem die EU schon seit einigen Jahren dabei ist, die Finanzmärkte für das Thema Nachhaltigkeit einzuspannen, entsteht inzwischen das Regelwerk auf der ersten und zweiten Ebene des Lamfalussy-Verfahrens. Während die "Nachhaltigkeit" immer stärkere Konturen gewinnt, werden die Positionen der Staaten und Unternehmen als Emittenten von Finanzprodukten und des nachfragenden Investors bisher unzureichend geregelt. Dieser Umstand ist für den Ziel des effektiven und sicheren Kapitalmarkts beeinträchtigend. Damit bleibt das Problem der Irreführung des Anlegers (Greenwashing) noch weitgehend ungelöst. Greenwashing stellt jedoch nicht nur im Raum der EU ein Problem, sondern ein globales Problem. Im Kapitalmarktrecht sind dagegen der Grundsatz der rationalen Anlegerentscheidung und die Instrumente "Zusammenfassung und Begründung" wohl bekannt. Anhand zahlreicher Beispiele zeigt der Beitrag auf, wie mit ihnen Greenwashing und die Nachteile des Information Overload vermieden werden können. Der Schwerpunkt der Arbeit bildet die Ausführungen unter Überschrift III und IV. Es wird erhofft, dass dieser Beitrag türkischen Rechtsanwendern und Rechtslehre eine bescheidene Hilfe zum besseren Verständnis des Problems der Irreführung des Anlegers (Greenwashing) sowie zu dessen Lösung leisten kann.

Schlüsselwörter: Europäischer Green Deal, Greenwashing, Nachhaltigkeit auf den Kapitalmärkten, EU-Recht-Nachhaltigkeit, Information Overload am Kapitalmarkt

I. SÜRDÜRÜLEBİLİR FİNANS - ÇEVRENİN KORUNMASI NASIL SAĞLANIR

A. Paris Anlaşması ve BM 2030 Sürdürülebilir Kalkınma Gündemi

Pek çok insan trenin kaçmak üzere olduğunu farkına vardı: Birleşmiş Milletler dünyanın gelecek nesiller için yaşanabilir kalmasını sağlamak üzere, gerekli tedbirleri almanın acilen lüzumlu olduğunu gördü⁴. İklim değişikliğine ilişkin 12 Aralık 2015 tarihli Paris Anlaşması ile neredeyse tüm ülkeler, diğer hususların yanı sıra, dünya ekonomisini iklim dostu olacak şekilde uyarlamayı taahhüt etmiştir. Küresel sıcaklık artışını 1.5°C ile sınırlandırmak için

⁴ Somut örnek olarak bkz. Einleitung Nr. 14 UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung (dipnot 7).

karbonsuzlaştırma, yani düşük karbonlu bir ekonomiye doğru dönüşüm süreci, anlaşmanın önemli bir parçasını oluşturmaktadır⁵. Ayrıca, sanayileşmiş ülkelerin 2025 yılına kadar iklimin korunması için yıllık 100 milyar ABD doları sağlaması ve 2026'dan itibaren de bu miktarın artırılması öngörülmüştür⁶.

Birleşmiş Milletler aynı yıl, yani 2015'te, BM 2030 Sürdürülebilir Kalkınma Gündemi'ni kabul etmiş ve bu doğrultuda 2030 yılına kadar uygulanmak üzere 17 Sürdürülebilir Kalkınma Hedefi⁷ (SKH) belirlemiştir. Bu hedefler arasında iklimin korunması, sürdürülebilir şehir ve beldeler, sürdürülebilir üretim ve tüketim, temiz su ve sıhhi tesisler (ör. banyo, duş) ile uygun fiyatlı ve temiz enerjiye yönelik tedbirler yer almaktadır.⁸ Ayrıca Nisan 2021'de AB ve ABD'nin, 2030 yılına kadar daha da katı değerler üzerinde uzlaştığını da belirtmek gerekir⁹. Çin Halk Cumhuriyeti de bu sürece dahil olarak 2060 yılına kadar karbon nötrlüğünü sağlama taahhüdünde bulunmuştur.¹⁰

Bu makale Avrupa Yeşil Mutabakatını ele almaktadır. AB, finansal piyasaları sürdürülebilirlik riskleri hakkında raporlama yapmaya zorlamaktadır (I.). Bilgilendirme yükümlülüklerinin tipik avantajları ve dezavantajları vardır (II.). AB Taksonomi Tüzüğü ve diğer düzenlemeler ile

⁵ Erişim için bkz. <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement> ve https://www.bmu.de/fileadmin/DatenBMU/DownloadPDF/Klimaschutz/paris_abkommen_bf.pdf. Aynı konuda ayrıca bkz. das Gesetz zu dem Übereinkommen von Paris vom 12.12.2015 t. 28.9.2016, BGBl. II, s. 1082. Glasgow 26. BM 2021 İklim Konferansı (26. UN-Klimakonferenz 2021 in Glasgow) için bkz. aşağıda dipnot 250.

⁶ Report of the Conference of the Parties on its twenty-first session, held in Paris from 30 November to 13 December 2015 Addendum, FCCC/CP/2015/10/Add.1, Nr. 53, 114, erişim için: https://www.un.org/en/development/desa/population/migration/generalassembly/docs/globalcompact/FCCC_CP_2015_10_Add.1.pdf.

⁷ "Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development," UNGA Res. 70/1, 70th Sess., U.N. Doc. A/RES/70/1 (2015), <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/21252030%20Agenda%20for%20Sustainable%20Development%20web.pdf>.

⁸ BM Sürdürülebilir Kalkınma için 2030 Gündemi (UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung t. 25. 09. 2015) 6, 7, 9, 11, 12, 13, 14, 15, 16, A/RES/70/1 nolu hedefler için bkz. <https://www.un.org/Depts/german/gv-70/band1/ar70001.pdf>.

⁹ AB 2030 yılına kadar karbon salınımını 1990 yılına oranla %55 düşürmeyi hedeflemesine karşın, ABD 2005 yılına oranla %50 düşürmeyi hedeflemektedir, bkz. Hendrik Kafsack ve Christian Geinitz, "EU schafft im Klimaschutz Fakten," *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 21 Nisan 2021: 15.

¹⁰ Bkz. örneğin <https://www.dw.com/de/china-will-bis-zum-jahr-2060-klimaneutralit%C3%A4t-erreichen/a-55021451>.

AB norm koyucusu sürdürülebilir faaliyetleri daha net ve ayrıntılı bir şekilde belirlemeye çalışmaktadır. Şimdiye kadar, finansal ürünleri ihraç eden devletler ve şirketler ile bunları talep eden yatırımcılar hakkında yeterince normatif düzenleme yapılmamıştır. Bu da yatırımcıların yanıltılması (*greenwashing*) sorununun büyük ölçüde hala çözülmediği anlamına gelmektedir. Sermaye piyasası hukukunda “rasyonel yatırım kararları ilkesi” ile “özet” ve “gerekçeleştirme” araçları önemli bir yer tutmaktadır (III.). Bu çalışma, sürdürülebilir finansal ürünlere ilişkin bilgilendirme yükümlülüklerinin genel olarak tüketim mallarına nasıl aktarılabileceğine ilişkin bir bakış açısıyla sona ermektedir (IV.).

B. Teori: Sürdürülebilirlik İçin Bir Araç Olarak Finansal Piyasalar

1. Finansal Piyasaların Aktörleri: İhraççılar, Yatırımcılar ve Finansal Araçlar

Yukarıda belirtilen hedeflere ulaşmanın maliyeti çok yüksektir. BM araştırmalarına göre, bu hedeflere ulaşılacak önlemlerin yıllık yatırım maliyeti 5 ila 7 trilyon ABD doları civarındadır. Devlet kaynaklarının sınırlı olması nedeniyle, bu yatırım maliyetlerinin sadece bir kısmı devlet tarafından karşılanabilir. İşte bu noktada özel sektör, özellikle de her yıl trilyonlarca ABD dolarının dolaşımında olduğu finans piyasaları akla gelir. Teoriye göre, çevre koruma hedeflerine ancak özel sektörün, yani finansal piyasaların da dahil olması kaydıyla ulaşmak mümkündür¹¹.

Finans piyasası para piyasası, sermaye piyasası ve kredi piyasasından oluşur. Basitçe ifade etmek gerekirse, sermaye piyasasında üç farklı aktör grubu faaliyet gösterir: Birinci grupta tahvil veya hisse senedi ihraç eden ve böylece finansal ürün sağlayıcıları (arz edenler) olarak para toplayan devletler ve şirketler yer alır. İkinci grupta ise, birinci grubun piyasaya sunduğu finansal ürünleri talep eden yatırımcılar bulunmaktadır: Bu yatırımcılar sigorta şirketleri, fonlar, emeklilik kasaları ya da vakıflar gibi kurumsal yatırımcılar olabileceği gibi, bireysel yatırımcılar olarak adlandırılan, küçük yatırımcılar

¹¹ *EU-Kommission*, Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums t. 8.3.2018, s. 1, COM(2018) 97 final: Finansal sistem kilit rol oynamaktadır; ErwG 6 ve 8 vd. VO (EU) 2020/852 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen t. 18. 6. 2020 – Taxonomie-VO 2020/852, ABl. EU Nr. L 198, 13; Eckart Bueren, “Sustainable Finance,” *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 48, no. 5 (2019): 813, 826.

yani tüketiciler de olabilir¹². Üçüncü grup aktörler ise birinci ve ikinci grup arasında yer alan finans aracı kurumlarından - ve kişilerinden - oluşmaktadır. Bunlar finans uzmanı sıfatıyla, menkul kıymetleri analiz eden, tavsiye eden veya değerlendiren (derecelendiren) *menkul kıymet analistleri*, *menkul kıymet şirketleri* veya *derecelendirme kuruluşları* gibi finansal araçlardır. Bununla birlikte, örneğin ETF'ler¹³ veya diğer fonlar gibi kendi finansal ürünlerini sunduklarında (ihraç ettiklerinde) veya finansal ürünlere aracılık ettiklerinde satıcı olarak da finans piyasasında karşımıza çıkabilirler¹⁴. Sürdürülebilir finansal ürünler piyasası hızlı bir büyüme kaydetmektedir¹⁵. “Yeşil tahviller” olarak Türkçeye çevrilen ve İngilizcede “Green Bonds” olarak ifade edilen bu piyasadaki büyüme özellikle dikkate şayandır. Yeşil tahviller, ihraççı olarak devletin veya şirketin kredi fonlarını yalnızca çevreye faydaları olan projeleri finanse etmek için kullanmayı taahhüt ettiği borçlanma araçlarıdır¹⁶. Bu taahhüt yeşil tahvilleri geleneksel tahvillerden ayırmaktadır. Bu hızlı büyümede AB Kurtarma Fonunun da katkısı vardır¹⁷. Toplamı 750 milyar Euro olan meblağın %30'unun önümüzdeki birkaç yıl içinde yeşil tahviller yoluyla iklim koruma projelerine aktarılması beklenmektedir¹⁸. Bundan dolayı AB ülkeleri açık ara farkla yeşil tahvil ihraç edenler arasında başat

¹² Çeşitli yatırımcı türleri arasındaki farklar için bkz. Artt. 4 Abs. 1 Nr. 9-11, 24 Abs. 4 lit. c), 25 Abs. 8 lit. c) ve Anh. II MiFiD II 2014/65 t. 15.5.2014, ABİ Nr. L 173, s. 349; § 67 WpHG' daki hükümle iç hukuka aktarılmıştır. Ayrıca bkz. Art. 2 Nr. 18 vd. Offenlegungs-VO 2019/2088 (dipnot 44).

¹³ EFT İngilizce *exchange-traded fund* kelimelerinin kısaltılması olup, borsada işlem gören fonlar, başka bir ifadeyle borsa yatırım fonları anlamına gelmektedir.

¹⁴ *EU-Kommission*, Aktionsplan (dipnot 11), Anhang IV, s. 22.

¹⁵ DACH bölgesinde sürdürülebilir yatırımlar için pazarın katlanarak büyümesi üzerine, Forum für nachhaltige Geldanlagen, “Marktbericht 2020”, 8 vd., <https://www.forum-ng.org/images/stories/Publikationen/FNG-Marktbericht-2020.pdf>; ve Avrupada, Eurosif, “European SRI Study 2018”, 19, <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study.pdf>.

¹⁶ Maximilian Stumpp, “Die EU-Taxonomie für nachhaltige Finanzprodukte – Eine belastbare Grundlage für Sustainable Finance in Europa?,” *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 31, no. 1 (2019): 71-80; Adrian Geisel ve Jennifer Spieles, “Eigenschaften von Green Bonds und ihre Bilanzierung nach IFRS,” *Recht der Finanzinstrumente*, no. 4 (2018): 328; Thomas Klemm, “Die Bundesanleihe wird grün,” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 20 Ağustos 2020: 29.

¹⁷ Almancada *EU-Wiederaufbaufonds* şeklinde ifade edilmektedir.

¹⁸ Bu konuda bkz. Federal Ministry of Finance, “Green Bond allocation report 2020, 2021,” 3 vd.; Markus Frühauf, “Neue grüne Bundesanleihe trifft auf großes Interesse,” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 12 Mayıs 2021: 23; aynı yazar, Markus Frühauf, “EU-Anleihen sorgen für Paukenschlag,” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 21 Ekim 2020: 23; yazarı belirsiz, “The green meme,” *Economist*, 20 Mayıs 2021, 61.

konumuna gelmiştir¹⁹. İlginçtir ki, Avrupa Birliği Merkez Bankası (AB-MB) da sürdürülebilir finans piyasalarına ilgi duymaya başlamıştır. Bu ilginin göstergesi olarak AB Merkez Bankasının yeşil tahvil satın almaya başlamasını²⁰ veya bankaları sürdürülebilir olmaya teşvik etme faaliyetlerini örnek gösterebiliriz²¹. Benzer bir gelişme borsada da gözlemlenmektedir. Alman hisse senedi endeksindeki²² (DAX) şirketler artık sadece kapsamlı sürdürülebilirlik raporları yayınlamakla kalmıyor²³. Buna ek olarak çok sayıda şirket, ne zamana kadar CO₂-nötr²⁴ olacaklarını ya da negatif bilanço elde ederek bu hedefi aşmayı planladıklarını da belirtiyor²⁵. Özel ETF'ler çevrenin korunmasına odaklanıyor ve bunlar geçen yıl bazı durumlarda %150'ye varan getiri sağladılar²⁶.

¹⁹ Climate Bond Initiative - CBI, "Sustainable Debt Global State of the Market 2020," <https://www.climatebonds.net/resources/reports/sustainable-debt-global-state-market-2020>, 5 vd. Bununla birlikte, Çin Halk Cumhuriyeti ve Hindistan da yeşil tahvil ihraç etmektedir, bkz. Kevin M. Talbot, "What Does "Green" Really Mean?: How Increased Transparency and Standardization Can Grow the Green Bond Market," *Vill. Envtl. L.J.* 28, no. 1 (2017): 131.

²⁰ Bazıları bunun için yetkiye itiraz ederken, diğerleri ABİHA'nın (Avrupa Birliğinin İşleyişi Hakkında Antlaşma, Alması ise "Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union"- AEUV) 11. maddesinin yatay hükmü nedeniyle AMB'den ("Europäische Zentralbank") böyle bir eylem talep etmektedir, eleştirel görüş için bkz. Clemens Fuest, Hans Peter Grüner ve Volker Wieland, "Europäische Zentralbank auf grünen Abwegen," *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 15 Mayıs 2021: 22; Daniel Nees, "Klimaschutz durch die EZB? Reichweite und Grenzen des Mandats der EZB in Bezug auf den Erwerb sogenannter "grüner" Anleihen," *Europarecht*, no. 2 (2021): 119-137; buna karşılık, Greenpeace'in birliktirliği raporu olumludur, bkz. Christian Siedenbiedel, "Die Pflicht zur grünen Geldpolitik," *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 18 Haziran 2021: 31. AB Merkez Bankasının diğer önlemleri için bkz.: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1~f104919225.de.html.

²¹ EZB, "Leitfaden zu Klima- und Umweltrisiken. Erwartungen der Aufsicht in Bezug auf Risikomanagement und Offenlegungen v. November 2020," https://www.banking-supervision.europa.eu/legalframework/publiccons/pdf/climate-related_risks/ssm.202005_draft_guide_on_climate-related_and_environmental_risks.de.pdf.

²² Türkçede *Almanya Frankfurt Borsası* olarak da bilinen DAX ("Deutscher Aktien Index") "Alman Menkul Kıymetler Endeksi" şeklinde de ifade edilmektedir.

²³ Örneğin BMW, "Sustainability Factbook 2020," 32.

²⁴ Örneğin Apple 2030 yılına kadar, bkz.: <https://www.mactechnews.de/news/article/Apple-kuendigt-komplette-CO2-Neutralitaet-an-bis-2030-175519.html>.

²⁵ Örneğin Microsoft 2030 yılına kadar, bkz.: <https://news.microsoft.com/de-de/co2-negativ>.

²⁶ Blackrock'ın ETF Işhars Global Clean'i buna bir örnektir: belirsiz yazar, "Green meme," 61; Tim Kanning, "Jetzt soll die Geldanlage ganz CO₂-neutral warden," *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 24 Haziran 2021: 25; Kerstin Papon, "Hohe Umsätze mit gutem Gewissen," *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 24 Ocak 2020: 25.

Alman Menkul Kıymetler Borsasında (DAX) DAX 50 ESG ile, Alman şirketlerinden oluşan bir sürdürülebilirlik endeksi hayata geçirilmiştir²⁷. Sadece rüzgar ve güneş enerjisi sağlayan şirketlerin hisse senetlerinin değerlerinde değil, aynı zamanda hidrojen endüstrisi sektöründeki şirketlerin hisselerinin değerlerinde de çok ciddi artışlar gözlemlenmektedir. Belirtmek gerekir ki, hidrojen endüstrisi sektörü endüstriyel sektörün bir alt bölümüdür ve rekabet açısından diğer enerji sektörlerinin gerisinde kalmıştır²⁸.

2. Hukuki Düzenlemeler ve Sürdürülebilirlik Tanımının Eksikliği

Sürdürülebilir finansal ürünlere yönelik artan talebe yanıt verebilmek için, ekolojik ve sosyal kriterlerin yatırımcıların yatırım kararlarına entegre edilmesini teşvik etmek amacıyla finans sektörü tarafından çok sayıda gönüllü davranış kuralları²⁹ ve taahhütler³⁰ geliştirilmiştir.³¹ Bunlara BM tarafından desteklenen Sorumlu Yatırım İlkeleri³² (“UNPRI= UN -Principles for Responsible Investment”)³³, Birleşmiş Milletler Çevre Programı Finans Girişimi (“UNEP-FI = UN- Environment Program Finance Initiative”)³⁴, bankalar için Ekvator Prensipleri (“Equador Principles”)³⁵ ve yeşil tahvil

²⁷ Listede Bayer, BASF, Linde ve Daimler yer alırken RWE, Eon, MTU Aero Engines ve Volkswagen bulunmuyor, Tim Kanning ve Antonia Mannweiler, “Ein Dax für das gute Gewissen,” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 5 Mart 2020: 25. Blackrock ayrıca bir DAX ESG Hedef Endeksi başlatıyor, Frühauf, “Grüne Bundesanleihe“, 23. Hukuki düzenlemeler için bkz.: https://www.dax-indices.com/document/Resources/Index_Regulations/ESG_Factor_Definitions_Data_and_Standards.pdf.

²⁸ Örneğin, Plug Power hisse senetlerinin fiyatlarının gelişimi hususunda bkz., TESLA, SunRun oder NEL.

²⁹ Almanca *Verhaltenskodizes* olan bu kavram uluslararası şirketleri arzu edilen belirli davranışlara sevk etmek amacıyla getirilmiş kurallar bütünü anlamına gelmektedir. Ancak belirtmek gerekir ki, bu kurallar uluslararası hukukun bir parçası olmayan, daha ziyade tavsiye niteliğindeki davranış kurallarıdır. Bunlar tamamen gönüllülük esasına dayanan deklarasyonlar ve ağırlıklı olarak programatik bir karaktere sahip olan charterdir.

³⁰ Almandada *Selbstverpflichtung der Finanzsektor* olarak ifade edilen bu kavram için bkz. <https://www.klima-selbstverpflichtung-finanzsektor.de/>

³¹ Genel bir bakış için bkz. Olaf Weber, “Financial Sector Sustainability Regulations and Voluntary Codes of Conduct: Do They Help to Create a More Sustainable Financial System?,” içinde *Designing a Sustainable Financial System*, ed. Thomas Walker, Stefanie D. Kibsey, Rohan Crichton (Berlin: Springer, 2018), 383 vd.

³² İngilizce PRI veya UNPRI şeklinde kısaltılan Sorumlu Yatırım İlkeleri dünya genelinde sorumlu yatırım uygulamalarıyla ilgili çalışmalar yapan finans kuruluşları ağıdır. Bu kurum Birleşmiş Milletler çatısı altında faaliyetlerini sürdürmektedir.

³³ Erişim için: <https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment>; ErwG 44 cümle 3 Taxonomie-VO 2020/852 bu ilkelere açıkça atıfta bulunmaktadır.

³⁴ Karş. <https://www.unepfi.org/>.

³⁵ <https://equator-principles.com/>.

ihracı için gönüllü süreç kılavuzları olan, Uluslararası Sermaye Piyasası Birliği'nin ("International Capital Market Association") Yeşil Tahvil İlkeleri ("GBP= Green Bond Principles") örnek olarak verilebilir³⁶. Yeşil Tahvil Kriterlerini sağlayan tahviller, çeşitli borsaların yeşil tahvil segmentinde işlem görebilmektedir.

Avrupa Birliği de sürdürülebilirlik konusunu, sürdürülebilir büyümenin finansmanına yönelik eylem planı³⁷ ve Avrupa Yeşil Mutabakatı³⁸ ile hedefleri arasına almıştır. Avrupa norm koyucusu eylem planının somut uygulamasına çoktan başlamıştır. Çok sayıda düzenleme henüz oluşum aşamasında olsa da, genel olarak konuyla ilgili Avrupa mevzuatının ana çerçevesi giderek daha net bir şekilde oluşmaya başlamıştır. Bu makalede, oluşum aşamasındaki bu düzenlemelerin neler olduğu belirlenerek ve bunların değerlendirmesi yapılacaktır. Avrupa mevzuatının oluşumunda Lamfalussy süreci³⁹ kriter teşkil etmektedir. Avrupa mevzuatı ise çerçeve tüzükler, 2. düzeyde diğer yetki devri tüzükleri ve 3. düzeyde denetim makamlarının hukuksal düzenlemeleri⁴⁰ olmak üzere farklı hukuksal düzenlemeleri kapsamaktadır. Yetki devri tüzüklerinin taslağını hazırlamak için özel olarak oluşturulan Sürdürülebilir Finans Teknik Uzman Grubu ("Technical Expert Group on Sustainable Finance = TEG")⁴¹ görevlendirilmiştir. Bu grubun çalışmaları uzun vadede çok paydaşlı bir platform ("Multi-Stakeholder Platform")⁴² tarafından devralınacaktır.

³⁶ ICMA, Green Bond Principles, Voluntary Process Guidelines, June 2018; bu konuda bkz. Rüdiger Veil, "Europa auf dem Weg zu einem Green Bond Standard," *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, 24 (2020): 1093 vd.

³⁷ *Europäische Kommission*, Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums t. 8.3.2018, COM(2018) 97 final.

³⁸ *Europäische Kommission*, Der europäische Grüne Deal t. 11.12.2019, COM(2019) 640 final.

³⁹ Karş. Artt. 19, 23 Taxonomie-VO 2020/852 ve münferit normlardaki referanslar.

⁴⁰ Genel bir bakış için ayrıca bkz. Rüdiger Veil, "Nachhaltigkeitsförderung durch Finanzmarktrecht," içinde *Zertifizierung nachhaltiger Kapitalgesellschaften*, ed. Martin Burgi ve Florian Möslin (Tübingen: Mohr Siebeck, 2021), § 14; Lamfalussy süreci için örneğin bkz. Thomas M.J. Möllers, *Juristische Methodenlehre* (München: C.H. Beck, 4th ed. 2021), § 2 knr. 77, § 7 knr. 41.

⁴¹ TEG, "Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance 2020," 3, https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf.

⁴² Karş. Art. 20 Taxonomie-VO 2020/852: "including experts in the field of environmental, social, labour and governance issues" ("çevresel, sosyal, işgücü ve yönetim konularında uzmanlar da dahil olmak üzere").

Birinci düzeydeki dört Avrupa Birliği Çerçeve Tüzüğü sürdürülebilir finans için özel önem taşımaktadır. 2019/2088 sayılı Bilgilendirme Tüzüğü (“Offenlegungs-VO 2019/2088”)⁴³, finansal ürün arz edenleri ve finansal araçları ilgilendiren bir düzenlemedir. Bilgilendirme Tüzüğü bu kişilere - finansal piyasa katılımcıları ve finansal danışman sıfatına sahip olmalarından dolayı - kendi finansal ürünlerinin sürdürülebilirlik riskleri ve etkileri hakkında yatırımcılara kapsamlı açıklamalar yapma yükümlülüğü getirmektedir⁴⁴. Bu amaçla, Mi-FID II⁴⁵ ve IDD'ye⁴⁶ ilişkin yetki devri tüzükleri de değiştirilmiş ve finansal danışmanlar müşterilerinin sürdürülebilirlik tercihlerini sorgulamak ve hedef pazardaki her bir ürünün sürdürülebilirliğini daha ayrıntılı olarak belirlemekle yükümlü kılınmıştır. Üç denetim otoritesi⁴⁷, finansal piyasa katılımcılarının ve borsada işlem gören şirketlerin sözleşme öncesi yükümlülüklerini, planlanan bir direktifte Düzenleyici Teknik Standartlar (RTS) olarak adlandırılan yöntemle somutlaştırmaktadır⁴⁸. 2020/852 sayılı AB-Taksonomi Tüzüğü ise, hangi

⁴³ Offenlegungs-VO 2019/2088, erişim: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX%3A32019R2088>.

⁴⁴ Karş. Art. 2 Nr. 1 ve Nr. 11 Verordnung (EU) 2019/2088 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor t. 27.11.2019, ABl. Nr. L 317, 1 – Offenlegungs-VO 2019/2088.

⁴⁵ Delegierte Richtlinie (EU) 2021/1269 der Kommission t. 21.4.2021 zur Änderung der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593 durch Einbeziehung von Nachhaltigkeitsfaktoren in die Produktüberwachungspflichten, ABl. Nr. L 277, s. 137 ve ayrıca Delegierte Verordnung (EU) 2021/1253 der Kommission t. 21.4.2021 zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 im Hinblick auf die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsfaktoren, -risiken und -präferenzen in bestimmte organisatorische Anforderungen und Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit von Wertpapierfirmen, ABl. Nr. L 277, s. 1.

⁴⁶ Delegierte Verordnung (EU) 2021/1257 der Kommission t. 21.4.2021 zur Änderung der Delegierten Verordnungen (EU) 2017/2358 ve (EU) 2017/2359 im Hinblick auf die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsfaktoren, -risiken und -präferenzen in die Aufsichts- und Lenkungsanforderungen an Versicherungsunternehmen und Versicherungsvertreiber sowie in die für den Vertrieb von Versicherungsanlageprodukten geltenden Informationspflichten und Wohlverhaltensregeln, ABl. Nr. L 277, s. 18.

⁴⁷ EBA, ESMA ve EIOPA.

⁴⁸ 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 t. 4.2.2021, JC 2021 03, bu konuda bkz. Sandra Reich, “Status Quo: Sorgfaltspflichten und Verantwortung in der Lieferkette nach der EU-Konfliktmineralien-VO,” *Die Aktiengesellschaft*, no. 4 (2021): R100 vd.; Joachim Krakuhn, Kristina Stiefel ve Elena Gilles, “Die nachhaltige Finanzwirtschaft: Ausgewählte Reportingpflichten auf der Internetseite von Kreditinstituten und Versicherungsunternehmen nach der Offenlegungsverordnung und dem finalen Entwurf des technischen

ekonomik faaliyetlerin ekolojik olarak sürdürülebilir kabul edileceğini düzenlemektedir⁴⁹. Bu Tüzük henüz taslak halinde olan İklimin Korunması ve İklim Değişikliğine İlişkin Yetki Devri Tüzüğü ile genişletilmiştir⁵⁰.

Ayrıca, Taksonomi Tüzüğü, Bilgilendirme Tüzüğünü finansal piyasa katılımcıları için ek bilgilendirme yükümlülükleri öngörmek suretiyle genişletmekte (Taksonomi Tüzüğü m. 5-7) ve büyük şirketlere⁵¹ taksonomi uyumlu sürdürülebilirlik raporlamasını açıklama yükümlülüğü getirmektedir (Taksonomi Tüzüğü m. 8). Taslak halinde olan bir Yetki Devri Tüzüğünde ise, Taksonomi Tüzüğü m. 8'in borsada işlem gören şirketler için getirdiği yükümlülükleri somutlaştırmaktadır.⁵²

Mevcut 2014/95/EU sayılı AB Finansal Olmayan Raporlama Direktifi'nin ("*Non-Financial Reporting Directive 2014/95/EU = NFRD*")⁵³

Regulierungsstandards," *Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung*, no. 3 (2021): 133-134.

⁴⁹ Verordnung (EU) 2020/852 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen t.18.6.2020 – Taxonomie-VO 2020/852, ABl. Nr. L 198, s. 13.

⁵⁰ Delegierte Verordnung der Kommission t. 4.6.2021 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates durch Festlegung der technischen Bewertungskriterien, anhand deren bestimmt wird, unter welchen Bedingungen davon auszugehen ist, dass eine Wirtschaftstätigkeit einen wesentlichen Beitrag zum Klimaschutz oder zur Anpassung an den Klimawandel leistet, und anhand deren bestimmt wird, ob diese Wirtschaftstätigkeit erhebliche Beeinträchtigungen eines der übrigen Umweltziele vermeidet, C(2021) 2800 final.

⁵¹ Bu, 2013/34/EU sayılı Yönergenin 19a veya 29a maddesi uyarınca finansal olmayan bilgileri yayınlamakla yükümlü olan şirketleri kapsamaktadır, bkz. Art. 8 Abs. 1 Taxonomie-VO.

⁵² Delegierte Verordnung der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2020/852 t. 6.7.2021 des Europäischen Parlaments und des Rates durch Festlegung des Inhalts und der Darstellung der Informationen, die von Unternehmen, die unter Artikel 19a oder Artikel 29a der Richtlinie 2013/34/EU fallen, in Bezug auf ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten offenzulegen sind, und durch Festlegung der Methode, anhand deren die Einhaltung dieser Offenlegungspflicht zu gewährleisten ist, C(2021) 4987 final.

⁵³ RL 2014/95/EU t. 22.10.2014 zur Änderung der Richtlinie 2013/34/EU über die Veröffentlichung von nichtfinanziellen Informationen durch Unternehmen (Non-Financial Reporting Directive - NFRD 2014/95/EU), ABl. Nr. L 330, s. 1; bu düzenleme Alman Ticaret Kanunu ("HGB") § 289c f. 2 ile iç hukuka aktarılmıştır. Offenlegungs- VO 2019/2088'in (dipnot 44) genel etkileri ve Taxonomie-VO 2020/852'nin şirketlerin kurumsal raporlama işlemlerine etkileri hakkında genel bilgiler için bkz. Oliver Scheid ve Sean Needham, "Sustainable Finance: Überblick über die Gesetzesinitiativen und deren Auswirkungen auf die Unternehmensberichterstattung," *Zeitschrift für internationale Rechtsauslegung*, no. 1 (2021): 35, 38 vd.; Holger Fleischer, "Corporate Social Responsibility – Vermessung eines Forschungsfeldes aus rechtlicher Sicht," *Die Aktiengesellschaft* 62, no. 15 (2017): 509 vd.; Joachim Hennrichs, "Die Grundkonzeption

şirketler için daha sıkı bir sürdürülebilirlik raporlama yükümlülüğü içerecek şekilde genişletilmesi de - Kurumsal Sürdürülebilirlik Raporlama Direktifi (“Corporate Sustainability Reporting Directive = CSRD”)⁵⁴ ile planlanmaktadır.⁵⁵ Ayrıca Londra Bankalar Arası Gösterge LIBOR’un manipüle edilmesine tepki olarak⁵⁶ 2016 yılında çıkarılan 2016/1011 sayılı Referans Değerleri Tüzüğünde (“*BenchmarkVO 2016/1011*”⁵⁷) yapılan değişikliklerle, özel CO2 göstergeleri ilave edilmiştir⁵⁸. Tüzük, iki farklı iklim değişikliği için asgari standartlar getirmektedir: AB İklim Değişikliği Kriterleri (“EU Climate Transition Benchmarks – EU CTB”) ve AB Paris Uyumlu Kriterler (“EU Paris-aligned Benchmarks – EU PAB”). Bu iklim kriterlerini uygulamak durumunda olan şirketlerin, diğer yükümlülüklerin yanı sıra, CO2 emisyonlarının azaltılmasına yönelik ölçülebilir hedefleri açıklama yükümlülükleri de bulunmaktadır⁵⁹. Sayılan bu AB müktesebatının dışında, daha birçok Lamfalussy sürecinin 2. seviyesinde yetki devri tüzüğü bulunmaktadır⁶⁰.

der CSR-Berichterstattung und ausgewählte Problemfelder,” *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 47, no. 2-3 (2018): 206 vd.; Sebastian Mock, “Berichterstattung über Corporate Social Responsibility nach dem CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz,” *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, no. 38 (2017): 1195 vd.; Jochen Vetter, “Geschäftsleiterpflichten zwischen Legalität und Legitimität – Muss sich Ethik lohnen? –,” *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 47, no. 2-3 (2018): 338 vd.

⁵⁴ RL 2022/2464 t. 14.12.2022 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 und der Richtlinien 2004/109/EG, 2006/43/EG und 2013/34/EU hinsichtlich der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen, ABl. Nr. L 322, 15 - Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD); bu yönergenin taslak şeklindeki durumuyla ilgili bilgiler için bkz. Bernd Geier ve Katharina Hombach, “ESG: Regelwerke im Zusammenspiel,” *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht*, no.1 (2021): 6 vd.

⁵⁵ Her iki yönergeyi yani AB-2013/34 sayılı yönerge ile bu yönergede değişiklik yapan yönerge olan AB 2014/95 yönergeyi birbirinden ayırmak ve olası bir karışıklığı önlemek için bu ikinci yönerge NFRD şeklinde anılmaktadır.

⁵⁶ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. Isabella Brosig, *Benchmark-Manipulation: Eine ökonomische und regulatorische Analyse des LIBOR-Manipulationskandals* (Baden-Baden: Nomos, 2018).

⁵⁷ Bu tüzük Almandaca *Referenzwerte-Verordnung* şeklinde ifade edilmektedir.

⁵⁸ VO (EU) 2019/2089 t. 27.11.2019 zur Änderung der Verordnung (EU) 2016/1011 hinsichtlich EU-Referenzwerten für den klimabedingten Wandel, hinsichtlich auf das Übereinkommen von Paris abgestimmter EU- Referenzwerte sowie hinsichtlich nachhaltigkeitsbezogener Offenlegungen für Referenzwerte, ABl. Nr. L 317, s. 17 – Klima-BenchmarkVO 2019/2089. Birleştirilmiş (konsolide edilmiş) versiyonu şu adreste bulunabilir: 02016R1011 — DE — 10.12.2019 — 001.001 — 1.

⁵⁹ Art. 19b Klima-BenchmarkVO 2019/2089.

⁶⁰ Delegierte Verordnung (EU) 2020/1816 der Kommission t. 17.7.2020 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich der

Tüm bu gelişmelere rağmen, sürdürülebilirliğin hala yeknesak bir küresel tanımı yoktur⁶¹: Kurumsal Sosyal Sorumluluk (“Corporate Social Responsibility = CSR”)⁶² ve Sosyal Sorumlu Yatırım (“Socially Responsible Investment = SRI”)⁶³ terimleri çok farklı şekillerde kullanılmaktadır. Son zamanlarda, uluslararası düzeyde ve Avrupa düzeyinde ESG kriterlerine vurgu yapılmaktadır. ESG⁶⁴, çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim kriterleri üçlüsü anlamına gelmektedir ve Avrupa Birliği⁶⁵ ve Alman⁶⁶ hukukunda yer almaktadır. Aşağıdaki açıklamalarda da görüleceği üzere, burada çevresel boyut ağırlık kazanırken, sosyal boyut sadece ilke olarak kalmakta⁶⁷ ve sosyal boyut yönetişimde büyük ölçüde devre dışı kalmaktadır. Bunun nedeni ise, yönetişimin, karmaşık ve yeterince yeknesaklaştırılmamış Avrupa Birliği

Erläuterung in der Referenzwert-Erklärung, wie Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren in den einzelnen Referenzwerten, die zur Verfügung gestellt und veröffentlicht werden, berücksichtigt werden, ABl. Nr. L 406, s. 1; Delegierte Verordnung (EU) 2020/1817 der Kommission t. 17.7.2020 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich des Mindestinhalts der Erläuterung, wie Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren in der Referenzwert-Methodik berücksichtigt werden, ABl. Nr. L 406, s. 12 ve Delegierte Verordnung (EU) 2020/1818 der Kommission t. 17.7.2020 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Mindeststandards für EU-Referenzwerte für den klimabedingten Wandel und für Paris abgestimmte EU-Referenzwerte, ABl. Nr. L 406, s. 7. Açıklayıcı genel bir bilgi için bkz.: https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Referenzwerte/referenzwerte_node.html.

⁶¹ Buna ilişkin eleştiriler için bkz. Wolfgang Breuer, Michaela Haase ve Claudia Breuer, “Editorial,” *J.Bus.Econ.* 83, no. 6 (2013) 551, 552; Bueren, “Sustainable Finance,” 813, 816 vd.

⁶² CSR-RL 2014/95/EU için bkz. dipnot 53.

⁶³ Stephen Kim Park, “Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution,” *Stanf. J. Int’l L.* 54, no. 1 (2018): 1, 5.

⁶⁴ İngilizcesi “Environmental, Social and Governance” olan ESG kriterleri, yatırımların performansının sürdürülebilirlik kriterleri açısından değerlendirilmesi amacıyla kullanılır. Çevresel, sosyal ve kurumsal yönetişimden oluşan bu kriterlerin kısaltması Türkçede ÇSY olarak da bilinmektedir.

⁶⁵ Bkz. ErwG 44 cümle 3 TaxonomieVO 2020/852: “the technical screening criteria should promote appropriate governance frameworks integrating environmental, social and governance factors as referred to in the United Nations-supported Principles for Responsible Investment at all stages of a project’s life cycle”. Türkçesi: “Teknik eleme kriterleri, Birleşmiş Milletler destekli Sorumlu Yatırım İlkeleri’nde atıfta bulunulan çevresel, sosyal ve yönetim faktörlerini bir projenin yaşam döngüsünün tüm aşamalarına entegre eden uygun yönetim çerçevelerini teşvik etmelidir.” Benzer şekilde ErwG 17 ve Artt. 2 Nr. 17, 8 Abs. 1 OffenlegungsVO 2019/2088.

⁶⁶ Alman Ticaret Kanunu (“HGB”) § 289c Abs. 2, 3.

⁶⁷ Bkz. aşağıda dipnot 139.

şirketler hukukunun karmaşık bir alanı olmasıdır⁶⁸. Çatışan hedefler sorununa aşağıda tekrar değinilecektir⁶⁹.

C. Sürdürülebilir Finansal Piyasalar İçin Metodolojik Yaklaşım

Finansal piyasaların sürdürülebilir eylem planları için nasıl kullanılabilirliği sorusunun cevabı oldukça karmaşıktır. Çevreyi korumaya yönelik hukuksal çözümler metodolojik olarak hemen hemen istisnasız disiplinler arası bir yaklaşımı gerekli kılar. Hukuk kuralları üçüncü bir tarafın kapsamlı bir etki, başka bir anlatımla “sonuç değerlendirmesi” yapmasını gerekli kılar. Aksi takdirde, hukuksal düzenlemelerin bir “black box”a (yani kavranması zor bir iç işleyişi olan bir araca) dönüşmesi ve hukukçuların bu yüzden yanlış sonuçlara sevk edilmesi riski vardır. Çevrenin korunması kavramına türlerin korunması, iklimin korunması gibi farklı varyantlar dahil olduğundan, insan faaliyetleri ile çevresel zararlar arasındaki bağlantıları tespit eden doğa bilimcilerinin ekspertizlerine ihtiyaç vardır. CO2 salınımının azaltılması veya biyoçeşitliliğin rehabilitasyonu (tekrar sağlanması) söz konusu olduğunda, doğa bilimcilerinin know-howlarına öncelikle ihtiyaç duyulmaktadır. Özellikle sera gazlarının veya yağmur ormanlarının yok edilmesinin, örneğin küresel ısınmaya nasıl ve hangi boyutlarda etki ettiği konusunda doğa bilimcilerin bilgilerine başvurulabilir.

Çevrenin korunması ve sürdürülebilirlik hedeflerine ulaşmak için, finans piyasasından yararlanmak istiyorsak, ekonomistlere, yani iktisatçılara ve işletme ekonomistlerine de ihtiyacımız vardır. Bu hedefe üç basamaklı bir çalışma ile ulaşılabilir: İlk olarak, çevreye verilen zararın boyutları rakamlar ile tespit edilmeli ve bunun maliyeti belirlenmelidir. İkinci olarak, çevre kirliliği yapanın yanına kar kalmamalı, bunun bir bedeli olmalıdır; bu dışsal

⁶⁸ Örneğin AB'de şirket organları ve çalışanların işletme yönetimine katılımı arasında büyük farklılıklar bulunmaktadır. Asgari uyumlaştırma olarak, üye ülkelerde farklı kurumsal yönetim düzenlemeleri bulunmaktadır, bkz. Thomas M.J. Möllers. “Gesellschafts- und Unternehmensrecht,” içinde *Europarecht*, ed. Reiner Schulze, Andre Janssen ve Stefan Kadelbach (Baden-Baden: Nomos, 4th edition 2021), § 19 knr. 98 vd. Ayrıca bkz. Stefan Grundmann, *Europäisches Gesellschaftsrecht* (Heidelberg: C.F. Müller, 2nd edition 2011), § 5; Marcus Lutter, Walter Bayer ve Jessica Schmidt, *Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht* (Berlin: De Gruyter, 6th edition 2017), § 13; Justus Mayer, “Das System des Europäischen Handelsrechts,” içinde *Europäisches Privat- und Unternehmensrecht*, ed. Martin Gebauer ve Christoph Teichmann (Baden-Baden: Nomos, 2016), § 6. 13 vd.

⁶⁹ Bkz. aşağıda IV.B no'lu başlık altındaki açıklamalar.

maliyetlerin içselleştirilmesi⁷⁰ meselesidir.⁷¹ Üçüncü olarak, çevresel önlemler kapsamında gerçekleştirilecek faaliyetler ekonomik açıdan da uygulanabilir olmalıdır. Eski ekonomi bakanı ve Alman şansölyesi *Ludwig Erhard*'a da atfedilen bir özlü söz şöyledir: “*Ekonomi her şey değildir, ancak ekonomi olmadan her şey bir hiçtir.*” Tüketime azaltılması ile çevrenin en iyi şekilde korunacağı, yadsınmaz bir gerçekliktir: Ancak uluslararası toplum, ekonominin sadece geçici olarak değiştirilebileceği ve küresel ekonominin büyümeye devam edeceği ve etmesi gerektiği görüşündedir⁷². Buna, ekonomik büyümenin çevreyi korumak için yaratıcı çözümler bulunması konusunda katkı sağlayacağı umudu da eşlik etmektedir⁷³. Bu da birçok çevre koruma önleminin, statükonun ekonomik öncelikleri ile çatışma halinde olduğu ve bunların karşılıklı tartılması gerektiği anlamına gelmektedir⁷⁴.

İyi tasarlanmış hukuksal düzenlemeler, insanları belirli davranışlara sevk etme konusunda önemli bir araçtır. Bu tür hukuksal araçlara çeşitli hak ve yükümlülükler dahildir. Bunlara bilgilendirme yükümlülükleri, farklı yetkiler, bazı yasaklar ve vergiler ve hatta *ex post* tazminat sorumluluğu ve son olarak devlet denetimi gibi çeşitli uygulamaları örnek olarak gösterebiliriz. Sayılan

⁷⁰ *Dışsal maliyetlerin içselleştirilmesi* çevreye zarar veren davranışın neden olduğu ve tamir (yenileme) ve sağlık masrafları olarak karşımıza çıkan ve normalde kamu tarafından karşılanan masrafların zarara sebebiyet verene yüklenmesi anlamına gelmektedir.

⁷¹ Çevre hukukunda dışsal maliyetlerin içselleştirilmesi konusunda bkz. Arthur Cecil Pigou, *The Economics of Welfare* (London: Macmillan, 4th edition 1932), 101 ve ayrıca Ronald Coase, “The Problem of Social Cost,” *J.L. & Econ.* 3 (1960): 1-44.

⁷² Ziel 8.1 UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung (dipnot. 7): “jährliches Wachstum des Bruttoinlandsprodukts von mindestens 7 Prozent in den am wenigsten entwickelten Ländern aufrechterhalten“. Türkçesi “en az gelişmiş ülkelerde yıllık GSYİH büyümesinin en az yüzde 7 seviyesinde tutulması”; Einleitung Nr. 27 (a.g.e.): “Ein dauerhaftes, inklusives und nachhaltiges Wirtschaftswachstum ist eine wesentliche Voraussetzung für Wohlstand“. Türkçesi: “Kalıcı, kapsayıcı ve sürdürülebilir ekonomik büyüme refah için temel ön koşul”dur. Umsetzungsmittel und die Globale Partnerschaft Nr. 68 (a.g.e.): “Der internationale Handel ist ein Motor für inklusives Wirtschaftswachstum und die Verringerung der Armut und trägt zur Förderung der nachhaltigen Entwicklung bei,” Türkçesi: “Uluslararası ticaret, kapsayıcı ekonomik büyümenin ve yoksulluğun azaltılmasının itici gücüdür ve sürdürülebilir kalkınmanın geliştirilmesine katkıda bulunur.” ErWG 1 Taxonomie-VO 2020/852 ekonomik büyüme ve Art. 3 Abs. 3 EUV anlamında çevrenin korunması arasındaki ilişkiden açıkça bahsetmektedir.

⁷³ Ziel 8.4 UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung (dipnot. 7): “Bis 2030 die weltweite Ressourceneffizienz in Konsum und Produktion Schritt für Schritt verbessern und die Entkopplung von Wirtschaftswachstum und Umweltzerstörung anstreben“. Türkçesi: “2030 yılına kadar tüketim ve üretimde küresel kaynak verimliliğini adım adım iyileştirmek ve ekonomik büyümeyi çevredeki tahribattan ayırtmak için çaba göstermek.”

⁷⁴ Bu konuya aşağıda IV.B. no’lu başlık altında değinilecek.

uygulamaların hayata geçirilmesinde her şeyden önce hukukçulara ve angaje olmuş (gayretli) politikacılara görev düşmektedir. Politikacıların öncelikli görevi ise, vatandaşların ve şirketlerin çevre korumasına hangi orana kadar katılmalarının beklenebileceğine dair temel verileri oluşturmaktır. Bu bağlamda; hukuksal düzenlemeye yönelik eleştirel bir etki (sunuç) değerlendirmesi yapılması önemlidir, ancak bu uygulamada genellikle ihmal edilmektedir⁷⁵. Bu değerlendirmenin önemli bir parçası da, hukuksal düzenlemenin ekonomik analizidir. Bu kapsamda yürürlüğe sokulan hukuk kurallarının etkin (efektif) olup olmadığı sorusuna cevap aranmalıdır. Eğer getirilen kurallar aşırı işlem maliyetlerine neden oluyorsa, bu durumda kuralların efektif olmadığı sonucuna varılır. Bu husus, ABİHA⁷⁶ m. 191'de de ele alınmaktadır. Bu madde çevre hukukunun çeşitli prensiplerini saymakta, ör. *kirleten* (sebebiyet veren) *prensibi*⁷⁷. Bir ihtilaf durumunda, hakim genellikle politik çözümünün mantıklı ve anlaşılabilir ya da uygun (nesnel) ve orantılı olup olmadığını incelemek de zorundadır. Alman Federal Anayasa Mahkemesi'nin iklimin korunmasına ilişkin yeni bir kararı ve Lahey'deki Hollanda Bölge Mahkemesi'nin Shell aleyhine verdiği kararında bunu açıkça vurgulamıştır⁷⁸. Sürdürülebilirlik konusu disiplinlerarası işbirliğinin yanı sıra, mutlak bir uluslararası işbirliğini de gerektirmektedir, zira çevrenin korunması ve çevreye verilen zararlar ülkelerin milli sınırlarını aşmakta, başka bir deyişle sınır tanımamaktadır. Bu bağlamda, farklı ülkelerde hukuki tradisyonlar (hukuk anlayışları) arasında önemli farklılıkların bulunması halinde, hukuki uyumlaştırmanın zorlukları özellikle göz önünde bulundurulmalıdır⁷⁹.

⁷⁵ Möllers, *Juristische Methodenlehre*, § 2 knr. 11.

⁷⁶ Avrupa Birliğinin İşleyişi Hakkında Antlaşma (“Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union”=AEUV)

⁷⁷ Kirleten prensibi (“polluter pays principle”) için bkz. Art. 192 Abs. 2 S. 2 AEUV. Ekonomik kaygılara öncelik verilmesi yönündeki hakim görüş bkz. Wolfgang Kahl, “Art. 192 AEUV,” içinde *EUV/AEUV*, ed. Rudolf Streinz (München: Beck, 3th edition 2018), Art. 192 AEUV knr. 32 ve orada anılan diğer yazarlar.

⁷⁸ Gelecek nesillere karşı yükümlülükler hakkında yeni kararlar ve yasal düzenlemeler için bkz. BVerfG, Beschl. t. 24.3.2021, 1 BvR 2656/18, NJW 2021, 1723 knr. 182 vd., 192 – Klimaschutzgesetz; Hague District Court t. 21.5.2021, C/09/571932/HA ZA 19-379, ECLI:NL:RBDHA:2021:5339 - Milieudéfense u. a. v. Royal Dutch Shell; Bu noktada, hukuki gelişimin meşru sınırlarının aşılmadığını tartışmak mümkün değildir, eleştirel görüşler için bkz., Björn Lomborg, “Wie Klimaklagen den Armen Schaden,” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 27 Mayıs 2021: 17; daha pozitif yaklaşım için bkz. Cees van Dam, *The Shell Case (t.b.c.)* (Athens: ECFR, 2021); genel olarak bkz. Möllers, *Juristische Methodenlehre*, § 13 knr. 83 vd.

⁷⁹ Dizel skandalı örneği üzerinden ABD hukuku için bkz. Beate Gsell, Thomas M.J. Möllers, “The Enforcement of Consumer Law and Capital Markets Law,” içinde *Enforcing*

II. SÜRDÜRÜLEBİLİR BİR FİNANSAL PİYASANIN SAĞLANMASI İÇİN AVRUPA BİRLİĞİ BİLGİ REJİMİ

Aşağıda AB Yeşil Mutabakatı'nın bilgi rejimine ilişkin avantaj ve dezavantajlar incelenecektir. Ayrıca finansal piyasaların sürdürülebilir eylem için doğru muhatap (zemin) olup olmadığı da sorgulanacaktır. Son olarak, böylesine karmaşık bir konuda yatırımcıları yanlış yönlendirmekten nasıl kaçınılacağı sorusu da cevap aranacaktır.

A. Bilgi Rejiminin Avantaj ve Dezavantajları

1. Homo Öcologicus Olarak Homo Öconomicus

Öncelikle sorulması gereken soru şudur: Finansal piyasalar gerçekten çevrenin korunmasını sağlamaya yarayan uygun bir araç mıdır? Bu soruya bazı çevrelerce şiddetle “hayır” cevabı verilmektedir: Bu görüşü savunanlara göre, yatırımcıları öncelikli olarak elde edebilecekleri getiriler ilgilendirir⁸⁰, portföyde yapılacak herhangi bir kısıtlama, yatırımcıyı optimal olmayan tercihlere yönlendirir⁸¹. Ayrıca sürdürülebilir yatırımlar, geleneksel yatırımlardan daha iyi bir riske göre ayarlanmış getiri sağladığı takdirde, hukuksal düzenlemelere zaten ihtiyaç duyulmaz, zira yatırımcılar uzun vadede zaten sürdürülebilir yatırımlara yönelir⁸². Yatırımcıların bir kısmı da zaten daha şimdiden getiriden vazgeçmeye ve “iyi kurumsal vatandaşlar” olarak vicdanları rahat bir şekilde sürdürülebilir yatırım yapmaya hazırdır⁸³. Bu

Consumer and Capital Markets Law, ed. Beate Gsell, Thomas M.J. Möllers (Antwerpen: Intersentia, 2020), 465-472.

⁸⁰ David F. Larcker and Edward M. Watts, “Where's the greenium?,” *J. of Account. & Eco.* 69, no. 2/3 (2020): 101312, erişim: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2020.101312>; ABD piyasası için bkz. Institutional Moneycom t. 22.8.2016, “Studie: Immobilieninvestoren geraten stärker unter Druck“, <https://www.institutional-money.com/news/theorie/headline/studie-immobilieninvestoren-geraten-staerker-unter-druck-51873/>.

⁸¹ Robert Bianchi ve Michael Drew, “Sustainable stock indices and long-term portfolio decisions,” *Journal of Sustainable Finance and Investment*, no. 2 (2012): 303-305; Luc Renneboog, Jenke Ter Horst ve Chendi Zhang, “Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior,” *Journal of Banking and Finance*, no. 9 (September 2008): 1723-1734.

⁸² Johannes Köndgen, “Sustainable Finance: Wirtschaftsethik – Ökonomik – Regulierung,” içinde *Festschrift für Karsten Schmidt zum 80. Geburtstag*, ed. Katharina Boele-Woelki et al. (München: Beck, Vol. 1 2019), 671-684: Riskin önlenmesi, en basit ifadeyle ekonomik bir zorunluluktur.

⁸³ Köndgen, “Sustainable Finance,” 671, 683 vd. Ekonomik ve ekolojik çıkarları kombine etmek (birleştirmek) konusunda bkz. Daniel C. Esty ve Quentin Karpilow, “Harnessing Investor Interest in Sustainability: The Next Frontier in Environmental Information Regulation,” *Yale J. on Reg.* 36 (2019): 625, 639.

durumda zaten regülasyona (düzenlemeye) gerek de kalmayacaktır, çünkü piyasa bu konuları kendi içinde daha iyi ve yeterli düzeyde düzenler⁸⁴.

2. Piyasalar: Finansal Ürün Arz Edenler ve Yatırımcılar İçin Bir Yatırım Hedefi Olarak Sürdürülebilir Davranış

Belirtmek gerekir ki, gerçekte konu iddia edildiğinin aksine, daha karmaşık bir yapıya sahiptir. Düzenlemelerin gereksiz olduğu, zira piyasanın zaten buna göre yönlendiği yönündeki itiraza (görüşe) katılmak mümkün değildir. Piyasalar geçmişte çevre dostu finansal ürünlere yeterince yönelim göstermezken⁸⁵, son zamanlarda yaşanan gelişmeler bilgi rejiminin “kazan-kazan ilkesi” temelinde olumlu yanını ortaya koymaktadır: Sürdürülebilir bir finansal ürün, ihraççılar lehine talebi artırabilir: Bu da tahvillerde daha düşük faiz oranları, şirket hisselerinde ise daha yüksek fiyatlar olarak finans piyasalarına yansır⁸⁶. Bu, “yeşil” (“green”) ve “prim” kelimelerinden (“premium”) türetilen ve yapay bir terim olan “greenium” olarak bilinir⁸⁷: Bu terim yatırımcıların, devletin yeşil tahvilleri için ödemeye hazır olduğu avans (kısmi ödeme) anlamına gelir.⁸⁸ Aynı durum büyük oranda “yeşil” şirket tahvilleri için de geçerlidir⁸⁹. Ancak finansal ürünleri talep eden yatırımcı için bir “kazancın” ortaya çıkması da olasıdır. Yatırımcı genelde sadece likit

⁸⁴ Köndgen, “Sustainable Finance,” 671, 684 ve 681, 700; ayrıca bkz. Florian Möslin ve Karsten Sørensen, “The Commission’s Action Plan for Financing Sustainable Growth and Its Corporate Governance Implications,” *European Company Law Journal*, no. 6 (December 2018): 221-224 (“planned economies”).

⁸⁵ Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG) küçük yatırımcılardan açıkça bahsetmektedir, “Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2018,” 18; Köndgen, “Sustainable Finance,” 671-676.

⁸⁶ Paul Lanoie, Jérémy Laurent-Lucchetti, Nick Johnstone ve Stephan Ambec, “Environmental Policy, Innovation and Performance: New Insights on the Porter Hypothesis,” *J. Econ. & Mgmt. Strategy* 20, no. 3 (2011): 803, 804 ff.; Kristin Ulrike Löffler, Aleksandar Petreski ve Andreas Stephan, “Drivers of green bond issuance and new evidence on the “greenium,”” *Eurasian Econ Rev* 11 (2021): 1, 2, erişim: <https://link.springer.com/article/10.1007/s40822-020-00165-y#citeas>. Nisan 2021’de Alman hükümeti, 30 yıl vadeli “yeşil” devlet tahvillerinin plasmanı için, diğer yönlerden aynı olan ve aynı zamanda ihraç edilen geleneksel (ikiz) tahvillere kıyasla yaklaşık 0,02 yüzde puanı daha az faiz ödemiştir, bkz. Markus Frühauf, “Für den Bund sind die grünen Anleihen billiger,” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 20 Nisan 2021: 29.

⁸⁷ Frühauf, “Neue grüne Bundesanleihe trifft auf großes Interesse,” 23.

⁸⁸ Sermeye piyasası terminolojisinde *greenium* yeşil tahvillerinden (“**green bond**“) elde edilecek getiri ile normal (geleneksel) tahvillerden (“**vanilla bond**“) elde edilecek getiri arasındaki farka karşılık gelen meblağı ifade eder.

⁸⁹ Bu konu ekonomi bilim camiasında hala oldukça tartışmalıdır, bkz. Löffler, Petreski ve Stephan, “Drivers of green bond issuance and new evidence on the “greenium,”” 1, 2.

piyasalara ihtiyaç duymakla kalmaz, aynı zamanda yüksek getiri yerine, yüksek güvenlik gibi farklı yatırım hedeflerini de izleyebilir.⁹⁰ Dolayısıyla piyasa katılımcıları farklı ya da zıt kriterleri göz önünde bulundurabilir. Zaten *Adam Smith* de insanların homo oeconomicus'tan daha fazlası olduğunu göstermiştir⁹¹. İnsanlar yatırımlarıyla SDG⁹²lere veya diğer ESG hedeflerine ulaşılmasına ve dolayısıyla çevreye de katkıda bulunabilirler. Bu, Sürdürülebilir Finans 2.0 ("Sustainable Finance 2.0") olarak bilinir: Sürdürülebilirlik hedefleri bu nedenle diğer yatırım hedefleriyle eş değerdedir⁹³. Bu nedenle, performans anlatısının ("performance narrative") düzgün işleyebilmesi⁹⁴ için, bilgilendirme ve bilgi asimetrisinin⁹⁵ giderilmesi gereklidir⁹⁶. Bu tür iyi kurumsal vatandaşlara ("good corporate citizens") örnek olarak kiliseye bağlı kuruluşlar, sigorta şirketleri, emeklilik fonları veya yüksek gelir düzeyine sahip bireyler ("high net-worth-

⁹⁰ Menkul kıymet yatırımının "sihirli üçgeni" terimi, yani özel sermaye yatırımının ana unsurlarının getiri, risk ve likidite olduğu ve bu hedeflerden birinin öncelikli olması gerekmeksizin bir değiş-tokuş ilişkisi ("Trade-off-Beziehung") içerisinde olduğu anlamına gelmektedir. Menkul kıymet yatırım hizmeti sağlayan şirketlerin ilgili araştırma yükümlülükleri hakkında bkz. örneğin bkz. Art. 54 Abs. 5 Delegierte VO (EU) 2017/565 t. 25.4.2016, ABl. EU Nr. L 87, s. 1.

⁹¹ Adam Smith, *Theory of Moral Sentiments* (London: Henry G. Bohn, 2nd edition 1761), Part I, Sec. I, Chap. I: "How selfish soever man may be supposed, there are evidently some principles in his nature, which interest him in the fortunes of others, and render their happiness necessary to him, though he derives nothing from it, except the pleasure of seeing it." Türkçesi: "İnsan ne kadar bencil olursa olsun, doğasında başkalarının mutluluğuna ilgi duymasını sağlayan ve bu mutluluğu görmekten başka bir zevki olmasa da, onların mutluluğunu kendisi için gerekli kılan bazı ilkeler olduğu açıktır."

⁹² SDG İngilizce *Sustainable Development Goal* kelimelerinin kısaltması olup, sürdürülebilir kalkınma hedefleri anlamına gelmektedir. SDG sürdürülebilirliğin üç farklı boyutunu kapsamaktadır: Sosyal, ekonomik ve çevre (ekoloji) boyutu. Sürdürülebilir Kalkınma Hedeflerinden önce, *insan, gezegen, refah, barış ve işbirliği*'nden oluşan beş temel ilke *eylem planı* olarak görülür.

⁹³ Henry Schäfer, "Sustainable Finance – A Conceptual Outline," *University of Stuttgart Working Paper*, no. 3 (August 2012): 14 vd.; Bueren, "Sustainable Finance," 813, 824. Ayrıca bkz. Estelle Herlyn ve Magdalene Lévy-Tödter, ed. *Die Agenda 2030 als Magisches Vieleck der Nachhaltigkeit* (Essen: Springer Gabler, 2020).

⁹⁴ Köndgen, "Sustainable Finance", 671-679. Diğer kavramlar ise "values-based investors" ve "social return on investment investors", yani "değerlere önem veren yatırımcılar" ve "sosyal yatırım getirisine önem veren yatırımcılardır". Bkz. Stephen Kim Park, "Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution," 1, 9; Daniel Esty ve Todd Cort, "Guest Editors' Introduction Rethinking Environmental/Social/Governance Metrics for the Mainstream Investor," *Journal of Environmental Investing* 8, no. 1 (2017): 1, 9.

⁹⁵ Asimetrik bilgiler, birbiriyle örtüşmeyen bilgiler anlamına gelmektedir.

⁹⁶ Aynı şekilde ErWG 10 Offenlegungs-VO (dipnot 44).

individuals”)⁹⁷ sayılabilir. İdeal bir ortamda, sürdürülebilirlik bir yatırım hedefi olarak giderek artan sayıda yatırımcıyı cezbedebilir⁹⁸. Küçük yatırımcılar bile, çevresel farkındalıktan çevresel davranışa⁹⁹ doğru atılması gereken adımı çok kolay atılabilir, çünkü küçük yatırımcılar aslında tüketimden vazgeçmek zorunda kalmadan sürdürülebilir bir finansal ürün satın alarak çevre için iyi bir şey yapabilirler¹⁰⁰.

3. Bilgi Rejimi ve Bilgi Asimetrisinin Giderilmesi

Yatırımcının çevreye duyarlı davranışlara sevk edilebilmesi için, bu yönde gerekli olan bilgiye ulaşmasının sağlanması zorunludur. İşte bu noktada bilgi rejimi gündeme gelmektedir. Bu bilgi rejiminde aydınlatmakla yükümlü olan tarafın, aydınlatmanın muhatabı olan tarafı bilgilendirilmesi sağlanmakta ve böylece bilgi asimetrisi ortadan kaldırılmaktadır¹⁰¹. Hisseleri borsada işlem gören şirketler, şirket içi bilgilere ilişkin olarak yatırımcılar karşısında bilgi avantajına sahiptir (bilgi asimetrisi): Bu bakımdan bu tür şirketler bilgi tekelcisi konumundadır¹⁰². Bununla birlikte, şirketler veya devlet, yatırımcının bilgi açığını telafi etmek için gerekli bilgiyi nispeten daha ucuza sağlayabilir (buna “sinyal verme” denir, İngilizce “signalling”); burada bahsi geçen şirket “en ucuz maliyetten kaçınan” (“cheapest cost avoider”) şirkettir¹⁰³. Sermaye piyasası hukukunun önemli

⁹⁷ Rakamlar için bkz. Köndgen, “Sustainable Finance,” 671-676.

⁹⁸ Ayrıntılar için bkz. Esty ve Karpilow, “Harnessing Investor Interest in Sustainability: The Next Frontier in Environmental Information Regulation,” 625, 641 ff. Kadın dergisi Brigitte'in halihazırda kendi "Be Green" dergisini yayınlıyor olması da oldukça dikkat çekicidir.

⁹⁹ Bkz. aşağıda IV.B. no'lu başlık altındaki açıklamalar. Benzer şekilde "basit" doğru bir çevresel davranış örneği olan Brent Spar petrol platformunun boykot edilmesi çağrısına katılım için bkz. Thomas M.J. Möllers, “Zur Zulässigkeit des Verbraucherboykotts - Brent Spar und Mururoa,” *Neue Juristische Wochenschrift* 49, no. 21 (1996): 1374 vd.

¹⁰⁰ Köndgen, “Sustainable Finance,” 671-686.

¹⁰¹ Bu konuda George A. Akerlof, “The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism,” *Quarterly Journal of Economics* 84, no. 3 (1970): 488, 494 makalesi meşhurdur. Yazar, alıcı kullanılmış otomobilin gizli ayıplarını fark edemediği için, bu otomobili ekşi limon olarak nitelendirmişti. Bkz. Möllers, *Juristische Methodenlehre*, § 5 knr. 146 vd., § 8 knr. 21.

¹⁰² Bu kavram için bkz. Thomas M.J. Möllers ve Franz Clemens Leisch, “Haftung von Vorständen gegenüber Anlegern wegen fehlerhafter Ad-hoc-Meldungen nach BGB § 826 BGB,” *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* 55, no. 35 (2001): 1648, 1654.

¹⁰³ Dirk Zetzsche, *Aktionärsinformation in der börsennotierten Aktiengesellschaft* (Berlin: Heymann, 2006), 37; Johannes Köndgen, “Die Ad hoc-Publizität als Prüfstein informations-rechtlicher Prinzipien,” içinde *Festschrift für Jean Nicolas Druey zum 65. Geburtstag*, ed. Rainer J. Schweizer, Herbert Burkert, Urs Gasser (Zürich: Schulthess,

ilkelerinden biri de bilgi sağlamak ve bilgi asimetrilerinin giderilmesidir¹⁰⁴. Bu ilkeden çıkarılan kamuyu aydınlatma yükümlülüğü sayesinde ilgili bilginin piyasaya ulaşması ve fiyatlanması sağlanır. Bunun dolaylı etkisi olarak, bilginin piyasa katılımcılarının eşit muamele görmesi ilkesine de hizmet ettiği söylenebilir¹⁰⁵.

Çevreye zararlı davranışlar hakkında bilgi vermek, yasaklamalarla karşılaştırıldığında daha orantılı ve daha hafif bir yöntemdir, çünkü finansal ürün arz edenlerle bunların alıcıları (hala) tercihlerini (kararlarını) sürdürülebilir finansal ürün aleyhine yapabilirler. Buna, belirli bir seçenek lehine “yönlendirme” adı verilmektedir¹⁰⁶. Yeterli ve gerekli oranda şeffaflık sayesinde, şirketlerin geçmişte olduğu gibi çevre pahasına maliyetlerini dışsallaştırmayacakları umulmaktadır. Gelecekte, menkul kıymet şirketleri müşterilerine sürdürülebilirlik tercihlerini sormak zorunda kalacak ve böylece yatırımcılar daha önce hiç fark etmedikleri sürdürülebilir yatırımlara doğru tam anlamıyla “yönlendirilmiş” başka bir söyleyişle “itilmiş” olacaklar¹⁰⁷.

2002), 791-796, yazar burada “cheapest information provider”dan yani “en ucuz bilgi sağlayıcısı”ndan bahsetmektedir.

¹⁰⁴ Holger Fleischer, *Informationsasymmetrie im Vertragsrecht: eine rechtsvergleichende und interdisziplinäre Abhandlung zu Reichweite und Grenzen vertragsschlußbezogener Aufklärungspflichten* (München: Beck, 2001), 550 vd. Ayrıca bkz. ErWG 3 Prospekt-VO.

¹⁰⁵ Genel olarak Holger Fleischer, *Verhandlungen des 64. Deutschen Juristentages Berlin 2002 Band I: Gutachten Teile F und G - Abteilung Wirtschaftsrecht: Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?* (München: Beck, 2002), 1-27 vd.; devralma hakkı için bkz. § 3 Abs. 1 WpÜG.

¹⁰⁶ Genel olarak Richard Thaler ve Cass Sunstein, *Nudge* (Connecticut: Yale University Press, 2008), tercümesi ise Richard Thaler ve Cass Sunstein, *Nudge: Wie man kluge Entscheidungen anstößt* (Berlin: Econ, 2011); Cass Sunstein, “Nudging: A Very Short Guide,” *Journal of Consumer Policy* 37, no. 4 (Aralık 2014): 583; Stephan Gerg, *Nudging: Verfassungsrechtliche Maßstäbe für das hoheitliche Einwirken auf die innere Autonomie des Bürgers* (Tübingen: Mohr Siebeck, 2019); Johanna Wolff, *Anreize im Recht: Ein Beitrag zur Systembildung und Dogmatik im Öffentlichen Recht und darüber hinaus* (Tübingen: Mohr Siebeck, 2021). Sürdürülebilir finansal ürünler için bkz. Möslin ve Sørensen, “The Commission’s Action Plan,” 221.

¹⁰⁷ Karş. Art. 1 Nr. 6 Delegierte VO (EU) 2021/1253 zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 (dipnot 45).

4. Riskler: İşlem Maliyetleri, Sınırlı Rasyonellik (Bounded Rationality) ve Yeşil Yıkama

Bilgilendirme (kamuyu aydınlatma) yükümlülüklerinin de olumsuz etkileri olabilir ve bazen yönlendirme de işe yaramayabilir. Elli yıldan daha uzun bir süre önce *Herbert Simon*¹⁰⁸, insanların karar alma süreçlerindeki sınırlı rasyonelliğe dikkat çeken ve “ekonomik” ve “rasyonel” insan imajına ilişkin çekincelerini dile getiren ilk kişilerden biriydi. İnsanlar sınırlı ölçüde rasyonel davranırlar (“bounded rationality”) ve sadece tatmin edici veya “yeterince iyi” olan alternatif davranış tarzları ararlar. Karar verme davranışlarını, sınırlı olan bireysel işlem yeteneklerine (sınırlı bilişsel yeteneklerine) göre şekillendirirler. Zamanın ve eldeki bilgilerin kısıtlı olması onu “basitleştirme” (başka bir anlatımla “eleme”) yöntemi ya da sezgisel yöntemler olarak da bilinen “genel geçer kurallara” başvurmaya sevk eder¹⁰⁹. Bilginin muhatabı genellikle bilgi taşkınlığından (“Information Overload”¹¹⁰) muzdarip olur¹¹¹. Buna ek olarak, bilgi yükümlülükleri işlem maliyetlerini¹¹² önemli ölçüde artırır. Kanun koyucu genellikle kısa ve basit bilgilerle sorunun çözülmesine katkı sağlamaktadır. Bu tür bir yanıltma tehlikesi için artık özel bir kavram mevcuttur: ABD’de, haksız rekabet hukukunda yanıltıcı bir şekilde çevre dostu veya sürdürülebilir olarak etiketlenen ürünler için yeşil yıkama

¹⁰⁸ Herbert Simon, *Models of Bounded Rationality* (Cambridge: MIT Press, 1982).

¹⁰⁹ Herbert Simon, “A Behavioral Model of Rational Choice,” *The Quarterly Journal of Economics* 69, no. 1 (1955): 99 vd. Daniel Kahneman, *Thinking, Fast ve Slow* (New York: Farrar, Straus and Grioux, 2011); tercümesi için bkz.: Daniel Kahneman, *Schnelles Denken, langsames Denken* (München: Penguin, 2012). Aynı şekilde sürdürülebilir finansal ürünler için bkz. Andreas Oehler, Matthias Horn ve Stefan Wendt, “Why Self-Commitment Is Not Enough: On a Regulated Minimum Standard for Ecologically and Socially Responsible Financial Products and Services,” içinde *Designing a Sustainable Financial System*, ed. Thomas Walker, Stefanie Kibsey ve Rohan Crichton (Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2018), 405, 408 vd.

¹¹⁰ Ya da “information overkill” yani “bilgi taşkınlığı” için bkz. Everett Rogers ve Rekha Agarwala-Rogers, *Communications in Organisations* (New York: Free Press, 1976), 90.

¹¹¹ Sermaye piyasasında bilgi taşkınlığı sorunu ve çözüm önerileri için bkz. Thomas M.J. Möllers ve Erhan Temel, “Sermaye Piyasasında Bilgi Taşkınlığı (Kısa Finansal Raporların Hayata Geçirilmesine Dair Ampirik, Psikolojik ve Karşılaştırmalı Hukuk Temeline Dayalı Bir Öneri),” *BATİDER* 32, 4 (2016): 23 vd.

¹¹² *Ex ante* işlem maliyetleri, örneğin fiyatlar hakkında bilgi edinmek için yapılan araştırma maliyetlerinin yanı sıra sözleşme öncesi ve sözleşmenin imzalanması maliyetleri ile sözleşmenin denetlenmesi, düzeltilmesi ve uygulanmasında ortaya çıkan *ex post* maliyetleri de içerir. Bu konuda bkz. Coase, “The Problem of Social Cost,” 1, 15; Horst Eidenmüller, *Effizienz als Rechtsprinzip: Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts* (Tübingen: Mohr Siebeck, 4th edition 2015), 97 vd.

kavramı kullanılıyor¹¹³. Bu terim artık finans sektörüne de aktarılmıştır. “Yeşil yıkama” (“greenwashing”) terimi, sürdürülebilir finansal ürünlerde gündeme gelmekte ve bir finansal ürün temel çevre standartlarına uymamasına rağmen “çevre dostu” olarak pazarlandığı durumlar için kullanılmaktadır¹¹⁴. ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC), Deutsche Bank'ın fon şirketi DWS'yi, sürdürülebilirlik kriterlerine dayalı yatırımlara aşırı değer biçtiği gerekçesiyle “yeşil yıkama” (“greenwashing”) yapmakla suçlayarak soruşturmuştur¹¹⁵.

En büyük 20 ESG fonundaki 50 yatırım şirketinden sadece ikisi 2020'de “yeşil şirket” olarak kabul edilmiştir¹¹⁶. Greenpeace tarafından yapılan bir araştırmada, İsviçre fon piyasası, geleneksel yatırımlara kıyasla sadece “marjinal düzeyde, yani çok az bir farkla daha da iklim dostu” olan finansal ürünleri finansal piyasalara arz etmekten dolayı eleştirildi¹¹⁷. Çok sayıda şirket CO2 nötrlüğüne kendi çabalarıyla değil, çok ucuza CO2 sertifikaları (1

¹¹³ Bkz. örneğin Jamie Grodsky, “Certified Green: The Law and Future of Environmental Labeling,” *Yale Journal on Regulation* 10, no. 1 (1993): 147, 150; Robin Rotman, Chloe Gossett ve Hope Goldmann, “Greenwashing No More: The Case for Stronger Regulation of Environmental Marketing,” *Administrative Law Review* 72, no. 417 (2020). Sözde çevre dostu ürünlerle ilgili bu tartışma Almanya'da da yıllardan beri devam etmektedir, bu tartışmalar için örneğin bkz. Jürgen Kohler, “Schnittstellen von Umweltschadengesetz und privatrechtlicher Umwelthaftung,” *Umwelt- und Technikrecht* 104 (2010): 343 vd.; Thomas M.J., Möllers, *Rechtsgüterschutz im Umwelt- und Haftungsrecht: Präventive Verkehrspflichten und Beweiserleichterungen in Risikolagen* (Tübingen: Mohr Siebeck, 1996), 156; BGH, Urt. t. 20.10.1988, I ZR 219/87, BGHZ 105, 277, 281 – Umweltengel.

¹¹⁴ Komisyon, Taxonomie-VO 2020/852 ErwG 11 cümle 3'te “bir finansal ürünün temel çevre standartlarına uymadığı halde çevre dostu olarak tanıtılması suretiyle haksız rekabet avantajı elde edilmesi” uygulamasını doğrudan yeşil yıkama olarak tanımlayarak bu sorunu kabul etmektedir. Ayrıca ErwG 9 cümle 3 Klima-Benchmark-VO 2019/2089 ve CSRD ErwG 2, ErwG 13'de de ele alınmıştır, bkz. dipnot 54.

¹¹⁵ Patricia Kowsmann, Corinne Ramey ve Dave Michaels, “Authorities Probing Deutsche Bank's DWS Over Sustainability Claims,” *Wall Street Journal*, 25 Ağustos 2021, <https://www.wsj.com/articles/u-s-authorities-probing-deutsche-banks-dws-over-sustainability-claims-11629923018>.

¹¹⁶ Yani Orsted ve Vestas Wind. Bunun dışında, ESG fonları Microsoft ve Alibaba gibi teknoloji şirketlerini içermektedir, eleştirel yaklaşım için bkz. Dennis Kremer, “Das taugen nachhaltige ETF,” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 27 Aralık 2020: 33; yazarı belirsiz, “Green meme,” 61, 62.

¹¹⁷ Greenpeace Schweiz, “Studie: Klima-Mystery-Shopping bei Schweizer Banken,” 7 vd., <https://www.greenpeace.ch/de/publikation/72935/klima-mystery-shopping-bei-schweizer-banken>. Başka bir eleştirel yaklaşım için bkz. Dennis Kremer, “Wie grün sind Fonds?,” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 8 Ağustos 2021: 28.

Avroya) satın alarak - dış telafi yoluyla - ulaşmak istiyor¹¹⁸. Farklı şirketlerin sürdürülebilirlik raporlarını karşılaştırmak pratikte neredeyse imkansız¹¹⁹; hatta bazılarının sahte ambalajlara sahip olduğundan bile söz ediliyor¹²⁰. Zira ölçülmesi mümkün olmayan değerleri (büyüklükler veya boyutlar) (“inkommensurable Größen”)¹²¹, yani elmalarla armutları karşılaştırmak mümkün değildir.

Bir örnek vermek gerekirse: Bir otomobil üreticisi üretimini tamamen elektrikli otomobillere çeviriyor¹²². İkinci üretici ise araçlarını dizel motorla üretmeye devam ediyor, ancak araçlarının biyoyakıtla çalışabilmesini¹²³ ve %99 oranında bunun geri dönüştürülebilir, yani yeniden kullanılabilir olmasını teknik açıdan mümkün kılıyor¹²⁴. Acaba her iki otomobil üreticisi de yeşil ve sürdürülebilir mi veya bunlardan sadece birisi mi bu özelliklere sahiptir? Görüldüğü gibi soruyu cevaplamakta zorlanıyoruz. - Ya da başka bir örnek: Gaz veya nükleer enerji santrallerinin işletmecileri de sürdürülebilir kategorisine dahil olabilirler mi? AB üyesi ülkeler arasında nükleer enerjinin

¹¹⁸ Örneğin Delivery Hero, Bayer, Volkswagen vs. için bkz. Marcus Theurer, “Von wegen Klimaneutral,” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 14 Şubat 2021: 20.

¹¹⁹ Philipp Krohn ve Antonia Mannweiler, “Ohne Richtschnur im Dschungel der Nachhaltigkeit,” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 3 Nisan 2021: 31; Antonia Mannweiler, “Blätter, Globen und Sterne,” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 13 Mart 2021: 30.

¹²⁰ Wiwin Yatırım Şirketinin fon yöneticisi Greiner tarafından Autodesk, Adidas ve Wirecard şirketlerine karşı yapılan eleştiri bu yöndedir, bkz. Yazarı belirsiz, “Dunkelgrüner Fonds sucht Anleger: Wiwin-Fondsmanager kritisiert ‘Mogelpackungen’ vieler nachhaltiger Anlagen und will es besser machen,” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 31 Mart 2021, 23.

¹²¹ Latince ölçü anlamına gelen *mensura* teriminden türetilmiştir ve kabaca "ortak ölçü olmadan" olarak çevrilebilir. Walter Leisner, *Der Abwägungsstaat: Verhältnismäßigkeit als Gerechtigkeit?* (Berlin: Duncker und Humblot, 1997), 72-96. Kısa ve öz bilgiler için bkz. Yargıç *Scalia*, içinde: Bendix Autolite Corp. v. Midwesco Enterprises, Inc., 486 U.S. 888, 897 (1988): “whether a particular line is longer than a particular rock is heavy” (“belirli bir çizginin belirli bir kayanın ağırlığından daha uzun olup olmadığı”); eleştirel yaklaşım için bkz. Gregoire Webber, “Proportionality, Balancing, and the Cult of Constitutional Rights Scholarship,” *Canadian Journal of Law and Jurisprudence*, no 1 (2010): 195 vd.

¹²² İsveç otomobil üreticisi Volvo'da dizel ve benzinli motorlar kademeli olarak kullanımdan kaldırılıyor. 2019'dan itibaren yeni modeller yalnızca elektrikli veya hibrit motorlarla çalışan araçlardan oluşacak. Bkz. Spiegel t. 5.7.2017.

¹²³ Otomobil endüstrisinin ilgili çabaları hakkında bkz. Gerald Braumberger ve Georg Merk, “‘Jetzt reicht’s!’,” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 16 Mayıs 2021, 24.

¹²⁴ BMW tarafından yapılan açıklamaya göre, üretilen 2,5 milyon BMW otomobili her yıl 780.000 ton atık üretiyor ve bu atıkların %99'u geri dönüştürülerek yeniden kullanılıyor, bkz. BMW, “Sustainability Factbook 2020,” 17, https://www.bmwgroup.com/content/dam/grpw/websites/bmwgroup_com/responsibility/downloads/de/2020/2020_Factbook_de.pdf.

sürdürülebilir ve güvenli olup olmadığı¹²⁵ ya da kesin olarak sürdürülemez olup olmadığı konusunda şiddetli tartışmalar günümüzde de devam etmektedir¹²⁶. Tüm bu sorunlar akla, insanların sermaye piyasası yerine deyim yerindeyse limon pazarında limon ticaretiyle mi uğraştığı sorusunu getiriyor¹²⁷. Yeşil yıkama sorunu çözülmüş gibi gözüküyor¹²⁸, çünkü Avrupa norm koyucusu bu sorunu sadece ilgili düzenlemenin gerekçe, başka bir ifadeyle mülahaza kısmında ele almakla yetiniyor¹²⁹. Aşağıda da görüleceği üzere, norm koyucu piyasanın belirleyici katılımcıları olan yatırımcılar ve menkul kıymet arz edenler için gerekli koruyucu hükümleri unuttuğundan dolayı, norm koyucunun düzenlemelerin sarı ve eksiksiz olmasına yönelik çabalarının yeterli olmadığı söylenebilir.

B. Avrupa Birliği Düzenlemeleri: Gerekli Standartlar, Tanımlar ve Spesifikasyonlar

Avrupa Birliği norm koyucusu, piyasalarda yanıltıcı faaliyetleri ve yeşil yıkamayı önlemek amacıyla, Bilgilendirme Tüzüğü ("OffenlegungsVO") ve Taksonomi Tüzüğü'nde ("TaxonomieVO=Taxonomy Regulation") çok sayıda kavramın tanımını yaparak, belirli standartları oluşturmaya çalışmaktadır. Bilgilendirme Tüzüğü, koyu yeşil (Bilgilendirme Tüzüğü m. 9), açık yeşil (Bilgilendirme Tüzüğü m. 8) ve geleneksel, sürdürülebilir olmayan finansal ürünler (Bilgilendirme Tüzüğü m. 7) olmak üzere üç farklı finansal ürün kategorisi öngörmektedir. Buna karşılık Taksonomi Tüzüğü ise, ilk kez çevresel hedefleri (a), ilgili ekonomik faaliyetleri (b) ve çevresel hedeflere ulaşma kriterlerini (c) birbirinden ayırmaktadır.

1. Çevresel Hedefler

Taksonomi Tüzüğü'nün 9. maddesi ilk olarak ekonomik faaliyetlerin sürdürülebilirliği için bir ölçüt teşkil edecek altı çevresel hedef ortaya

¹²⁵ Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Slovakya ve Slovenya nükleer enerjinin "uzun vadede sürdürülebilir ve güvenli bir enerji kaynağı" olduğunu ilan etmişlerdir, bkz. Vorschlag für eine Taxonomie-VO – Politische Einigung, Anlage, s. 5.

¹²⁶ Avusturya'nın deklarasyonu ise: Nükleer enerji "güvenli veya sürdürülebilir görülmemektedir" bkz. Vorschlag für eine Taxonomie-VO – Politische Einigung t. 7.2.2020, Dossier 2018/0178 (COD), COM(2020) 353 final, Anlage, s. 5.

¹²⁷ ABD'deki hukuki durum için bkz. Esty ve Karpilow, "Harnessing Investor Interest in Sustainability: The Next Frontier in Environmental Information Regulation," 625, 665.

¹²⁸ Bu konuya değinen bir yazar için bkz. Talbot, "What Does "Green" Really Mean?: How Increased Transparency and Standardization Can Grow the Green Bond Market," 127, 136 vd.

¹²⁹ Bkz. dipnot 114.

koymaktadır: İklim değişikliğinin azaltılması; iklim değişikliğine uyum; su ve deniz kaynaklarının sürdürülebilir kullanımı ve korunması; döngüsel ekonomiye geçiş; kirliliğin önlenmesi ve azaltılması; biyoçeşitliliğin ve ekosistemlerin korunması ve iyileştirilmesi.

2. Çeşitli Ekonomik Faaliyetlerin Önemli Katkıları

Taksonomi Tüzüğü'nün 3. maddesine göre, bir ekonomik faaliyet, çevresel hedeflerden bir veya daha fazlasının gerçekleştirilmesine önemli bir katkı sağlıyorsa, çevresel hedeflerden bir veya daha fazlasında önemli bir zarara yol açmıyorsa, ayrıca Taksonomi Tüzüğü'nün 18. maddesinde belirtilen asgari koruma seviyesine uygun olarak gerçekleştiriliyorsa ve AB Komisyonu tarafından belirlenen teknik değerlendirme kriterlerini taşıyorsa *çevresel (ekolojik) açıdan sürdürülebilir* olarak kabul edilir. Taksonomi Tüzüğü'nün 10-16. maddeleri arasında, ekonomik faaliyetlerin çevresel hedeflere ulaşılmasında hangi yollarla önemli katkılar sağlayabileceği belirtilmektedir. 2. Seviyede olan bu kaba çerçeve, henüz yürürlüğe girmemiş bulunan teknik değerlendirme kriterleri ile somutlaştırılacaktır. İlk iki çevresel hedef (iklim değişikliğinin azaltılması ve uyum) için teknik değerlendirme kriterlerinin ilk taslağı halihazırda yayımlanmıştır¹³⁰. Ancak norm koyucu, Taksonomi Tüzüğü'nde katı fosil yakıtlar kullanarak elektrik üretme faaliyetlerini çevresel açıdan sürdürülebilir ekonomik faaliyetlerin dışında tutmaktan kaçınmamıştır; bu nedenle örneğin kömürle çalışan elektrik santrallerinde elektrik üretimi hiçbir zaman çevresel açıdan sürdürülebilir olarak kabul edilemez¹³¹. Komisyon'un en yeni taslağı nükleer enerjiye ilişkin teknik değerlendirme kriterlerini ele almaktadır. Nükleer enerji üretimi için yeni güvenli nükleer enerji santrallerin inşası veya mevcut santrallerin güvenli bir şekilde işletilmesi, teknik değerlendirme kriterlerine uygun oldukları sürece Taksonomi Tüzüğü kapsamında bir geçiş faaliyeti teşkil etmektedir¹³².

Tüm ekonomik faaliyetlerin çevresel hedeflere ulaşılmasına aynı seviyede doğrudan katkı sağlayamayacağı yadsınamaz bir gerçektir. Bu

¹³⁰ Technische Bewertungskriterien bezüglich Klimaschutz bzw. Anpassung an den Klimawandel C (2021) 2800 final (dipnot 50).

¹³¹ Art. 19 Abs. 3 Taxonomie-VO (dipnot 49); katılmadığımız görüş için bkz. Geier ve Hombach, "ESG: Regelwerke im Zusammenspiel," 6.

¹³² Draft Delegated Regulation (EU) amending Delegated Regulation (EU) 2021/2139 as regards economic activities in certain energy sectors and Delegated Regulation (EU) 2021/2178 as regards specific public disclosures for those economic activities, C (2022)0631 final (Mar. 9, 2022), Annex I, No. 4.27, 4.28 [hereinafter Draft Delegated Regulation as regards economic activities in certain energy sectors].

yüzden farklı ekonomik faaliyet türleri arasında ayırım yapmak gerekir. Bu bağlamda Taksonomi Tüzüğü 10.-16. maddeleri arasında sayılan şartları yerine getiren ekonomik faaliyetlerin çevresel hedeflere ulaşılmasına doğrudan ve önemli bir katkı sağladığı söylenmektedir. Örneğin, bir rüzgar santralının faaliyeti iklimin korunmasına önemli bir katkı sağlar¹³³. Madde 16'da tanımlandığı şekliyle “kolaylaştırıcı faaliyetler”¹³⁴ (“*enabling activities*”), başka bir faaliyetin çevresel hedeflerden birine önemli bir katkıda bulunmasını sağladıkları takdirde çevresel hedeflere katkıda bulunurlar. Rüzgâr santrali örneğinde, rüzgâr türbinlerinin imalatı böyle bir kolaylaştırıcı faaliyet olur¹³⁵. Yukarıda bahsedilen iki ekonomik faaliyetin yanı sıra, yalnızca iklimin korunmasına yönelik çevresel hedefe ulaşmak amacıyla üçüncü bir grup olarak “geçiş faaliyetleri” (“*transitional activities*”) öngörülmüştür. Bu geçiş faaliyetleri hala CO2 emisyonlarına neden olmaktadır, ancak şu anda teknolojik ve ekonomik olarak uygulanabilir düşük karbonlu bir alternatifleri bulunmamaktadır (Taksonomi Tüzüğü m. 10 f. 2). Buna göre, bahsi geçen bu geçiş faaliyetleri, eğer sektördeki en iyi sera gazı emisyon değerlerine sahipse ve düşük karbonlu alternatiflerin geliştirilmesine ve yaygınlaştırılmasına engel olmuyorlarsa ve ayrıca kilitlenme etkilerine yol açmıyorlarsa, iklimin korunmasına önemli bir katkıda bulunurlar (Taksonomi Tüzüğü m. 10 f. 2). Bu bağlamda tanımlanan teknik değerlendirme kriterleri düzenli olarak gözden geçirilir ve güncellenir (Taksonomi Tüzüğü m. 19 f. 5 bent 3). Örneğin, içten yanmalı motorla çalışan uzun mesafeli demiryolu taşımacılığında (dizel veya buharlı lokomotiflerle) yolcuların taşınması, DNSH kriterlerinin diğer bir şekilde yerine getirilmesi halinde, bu tür bir geçiş faaliyeti olarak kabul edilebilecektir¹³⁶.

¹³³ Karş. Art. 10 Abs. 1 lit. a) Taxonomie-VO i.V.m. Technische Bewertungskriterien bezüglich Klimaschutz bzw. Anpassung an den Klimawandel, C(2021) 2800 final (dipnot 49), Annex I, Nr. 4.3, zum Beispiel des Windparks: Nils Ipsen ve Lars Röh, “Mysterium Taxonomie,” *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, no. 41 (2020): 2001, 2005.

¹³⁴ *Etkinleştirici faaliyet* terimi de İngilizcede *enabling activities* şeklinde ifade edilen kavramın alternatif tercümesidir.

¹³⁵ Karş. Art. 10 Abs. 1 lit. i) Taxonomie-VO i.V.m. Technische Bewertungskriterien bezüglich Klimaschutz bzw. Anpassung an den Klimawandel, C(2021) 2800 final (dipnot 49), Annex I, Nr. 3.1.

¹³⁶ Karş. Technische Bewertungskriterien bezüglich Klimaschutz bzw. Anpassung an den Klimawandel, C(2021) 2800 final (dipnot 50) Annex I, Nr. 6.1.

3. Hedeflere Ulaşmak İçin Kriterler: Eleme (Dışlama) Kriterleri, Yaşam Döngüsü (“Life-cycle”), Sınıfının En İyisi (“Best in class”)

Belirtmek gerekir ki, Taksonomi Tüzüğü kapsamında çevresel açıdan sürdürülebilir olarak kabul edilmek için, ekonomik faaliyetin bu çevresel hedeflere yalnızca önemli bir olumlu (pozitif) katkıda bulunması yeterli değildir (Taksonomi Tüzüğü m. 10-16 ile bağlantılı olarak m. 3 bent a). Ayrıca, diğer çevresel hedefler üzerinde önemli bir olumsuz etkisinin de bulunmaması gerekir (Taksonomi Tüzüğü 17 ile bağlantılı olarak m. 3 bent b). Taksonomi Tüzüğü'nün 17. maddesinin negatif yorumu “*Önemli Zarar Vermeme Kuralı*”¹³⁷ (DNSH= “Do No Significant Harm”) olarak adlandırılır ve “*Önemli Katkı*” kavramı gibi yetki devri tüzüklerinde belirtilir¹³⁸. Buna ek olarak, Taksonomi Tüzüğü'nün 18. maddesinde dört uluslararası düzenlemeye atıfta bulunularak asgari sosyal koruma beklenmektedir¹³⁹. Bahsi geçen bu iki normla dışlama kriterleri tanımlanmıştır. Klasik bir maliyet-fayda¹⁴⁰ analizine göre, olumsuz çevresel etkileri çevresel faydalarını aşan ekonomik faaliyetler prensip olarak çevresel açıdan sürdürülebilir kabul edilmezler¹⁴¹. İlginçtir ki, nükleer enerjiyle ilgili yukarıda bahsedilen tartışma¹⁴² artık çözülmüş gibi

¹³⁷ Ayrıntılar için bkz. *TEG*, Taxonomy Technical Report, June 2019, s. 44 vd., erişim: https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-taxonomy_en.pdf.

¹³⁸ Technische Bewertungskriterien bezüglich Klimaschutz bzw. Anpassung an den Klimawandel, C(2021) 2800 final (dipnot 50).

¹³⁹ OECD Çokuluslu Şirketler Rehberi'ne atıfta bulunarak, gözden geçirilmiş versiyon 2001, erişim: <https://mneguidelines.oecd.org/>; der Leitprinzipien der Vereinten Nationen für Wirtschaft und Menschenrechte t. 21.3.2011, A/HRC/17/31; der Grundprinzipien und Rechte aus den acht Kernübereinkommen, Erklärung der Internationalen Arbeitsorganisation über grundlegende Prinzipien und Rechte bei der Arbeit t. 18. 6. 1998 (Sekiz önemli sözleşmenin temel ilkeleri ve hakları, Uluslararası İş Örgütü'nün 18. 6. 1998 tarihli Çalışma Yaşamında Temel İlkeler ve Haklar Bildirgesi), erişim: <https://www.ilo.org> sowie der Internationale Charta der Menschenrechte t. 10.12.1948, A/RES/217 A (III).

¹⁴⁰ ErwG 40 cümle 1 Taxonomie-VO (dipnot 49).

¹⁴¹ Guido Calabresi, *The Costs of Accidents* (Connecticut: Yale University Press, 1977), 135 vd.; Coase, “The Problem of Social Cost,” 1, 6 vd.; Hans-Bernd Schäfer ve Claus Ott, *Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts* (Wiesbaden: Springer Gabler, 6th edition 2020), 279; Michael Adams, *Ökonomische Analyse der Gefährdungs- und Verschuldenshaftung* (Heidelberg: R. v. Decker's Verlag, G. Schenck, 1985), 42, 165 vd.; Möllers, *Juristische Methodenlehre*, § 5 knr. 125.

¹⁴² Bkz. yukarıda dipnot 125 vd.

görünmektedir. Nükleer enerji, emisyon üretmediği ve nihai depolamanın güvenli olduğu düşünüldüğü için, sürdürülebilir kabul edilmektedir¹⁴³.

AB norm koyucusu bir ekonomik faaliyetin çevresel hedefe “çeşitli şekillerde” ulaşmasına izin vermektedir¹⁴⁴. Taksonomi Tüzüğü, Döngüsel ekonomi için, sadece dayanıklılıktan değil, aynı zamanda kaynakların tüketiminden ve hizmet olarak bir ürünün dönüştürülmesinden de bahsetmektedir¹⁴⁵. Döngüsel ekonomi sadece ayrı bir çevresel hedef olarak bulunmamakta, aynı zamanda birçok kişi tarafından “yaşam döngüsü” yaklaşımı (“Life-cycle”) olarak da adlandırılmaktadır¹⁴⁶. Bu yaklaşım sadece ürünü değil, aynı zamanda ön ürünlerin sürdürülebilirliğini ve ürün döngüsünü, yani geri dönüşümünü de dikkate almaktadır¹⁴⁷. “Sınıfının en iyisi” yaklaşımı özellikle geçiş dönemi faaliyetleri için talep görmektedir. Burada sektördeki en iyi çözüm ödüllendirilmektedir¹⁴⁸.

III. YASAL BOŞLUKLARDAN KAYNAKLANAN YEŞİL YIKAMA RİSKLERİ

Yukarıda açıklanan standart belirleme şu anki statükonun ötesine geçmekte ve doğru istikamette ilerlemektedir. Ancak bu şekilde yatırımcıların yanıltılmasının ya da “yeşil yıkamanın” önüne geçmek mümkündür müdür? Bu soruya kesin olarak “evet” cevabı vermek mümkün değildir. Zira dört alanda hala cevaplanmamış sorular mevcuttur ve bu bağlamda, daha somut ve daha detaylı düzenlemelere ihtiyaç vardır: Bunlar: (1) Yetersiz kalan “ya hep ya hiç ilkesi”, (2) heterojen uygulama alanı (3) düzenleyici bir amaç olarak rasyonel yatırımcı karar verme yetisinin dikkate alınmaması (4) ve normatif düzenlemelerin yetersiz uygulanmasıdır.

¹⁴³ *Joint Research Centre*, Technical assessment of nuclear energy with respect to the ‘do no significant harm’ criteria of Regulation (EU) 2020/852 (‘Taxonomy Regulation’), 2021, s. 11, erişim: <https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/handle/JRC125953>.

¹⁴⁴ “Grundsatz der Technologieneutralität (“Teknolojik tarafsızlık prensibi”), Art. 19 Abs. 1 lit. a) Taxonomie-VO (dipnot 49)

¹⁴⁵ Döngüsel ekonomi için bkz. ErwG 28 cümle 1 ve Art. 13 Abs. 1 Taxonomie-VO (dipnot 49).

¹⁴⁶ Şu hükümlerde bulabilirsiniz: ErwG 28 cümle 4, ErwG 34 cümle 3, ErwG 40 cümle 3, ErwG 42 cümle 2, ErwG 44 cümle 3, ErwG 47, Artt. 2 Nr. 9, 13 Abs. 1 lit. d), 16 lit. b), 17 Abs. 1, 1 lit. d) i), 2, 19 Abs. 1 lit. g) Taxonomie-VO (dipnot 49).

¹⁴⁷ Yaşam döngüsünün tamamı için karşı. Art. 17 Abs. 2 Taxonomie-VO (dipnot 49).

¹⁴⁸ Cf. Art. 10 Abs. 2 lit. a) Taxonomie-VO (dipnot 49): “sektördeki en iyi çözümler”.

A. Taksonomi Tüzüğü'nün Zayıf Noktası Olarak “Ya Hep Ya Hiç Yaklaşımı”

1. Çeşitli ve Kısmen de Çelişkili Olan Parametrelerin Karmaşıklığı (Kompleks Oluşu) Sorunu

Taksonomi Tüzüğü'ndeki tanımlama yaklaşımına rağmen, finansal piyasada hala yanıltıcı bilgi riski bulunmaktadır: Aynı anda çok fazla parametre dikkate alındığında, yani çevresel, sosyal ve yönetim (ÇSY) konuları dikkate alındığında, bilgilerin çelişkili olma riski gündeme gelebilir: Örneğin sürdürülebilir olmakla birlikte, üretiminde sosyal ve yönetim parametreleri dikkate almayan Hindistan malı elektrikli otomobil bataryasının¹⁴⁹ ya da biyoyakıtla çalışan bir litrelik bir dizel motorun nasıl sınıflandırılacağı açık değildir.

Avrupa Birliği norm koyucusunun, akla gelebilecek her türlü ekonomik faaliyetin çevresel sürdürülebilirliğini belirlemeye yönelik kriterler tanımlayarak, en fazla ayrıntı düzeyine sahip, her şeyi kapsayan bir dizi düzenleme yoluyla yeşil yıkamayı (göz boyamayı) önleme girişiminin pratikte gerçekleşmesi zor görünmektedir. Aksine bu girişimin, teknik ilerleme ve gelişmeleri engelleyebilecek “taşkın bir mevzuata”¹⁵⁰ yol açma riski bulunmaktadır. Başlangıçta sürdürülebilirlik konusunun yatırımlardan elde edilecek getirileri etkilediği, düzenleyicinin hangi yoğunlukta yönlendirmede bulunmak istediğine dair ekonomik bir karar verilmesi gerektiği belirtilmişti¹⁵¹: Buna göre sorulması gereken soru şudur: Acaba şirketlerin %95'i mi parametreleri yerine getirmeli yoksa sadece %5'i mi? Bu soru yeşil yıkamanın kapsamını belirlemektedir.

¹⁴⁹ Genel olarak konuyu ele alan başka bir yazar için bkz. Köndgen, “Sustainable Finance,” 671, 678.

¹⁵⁰ Taksonomi Tüzüğü (die Taxonomie-VO) ve Taslak Yetki Devri Tüzükleri (die entworfenen Delegierten Verordnungen) halihazırda birkaç bin sayfadan oluşmaktadır. Sadece İklim Değişikliğine İlişkin Yetki Devri Tüzüğü'nün Taslak Annex I'i (der Entwurf des Annex I der Delegierten VO zum Klimawandel) 230'dan fazla sayfa içermektedir. Eleştirel görüş için bkz. Franz-Christoph Zeitler ve Silke Wolf, “Nachhaltigkeit in der Finanzwirtschaft,” *Positionspapier Wirtschaftsbeirat München*, Mayıs 2020, www.wbu.de. Sermaye piyasası hukukundaki benzer sorunlar için bkz., Thomas M. J. Möllers, “Europäische Gesetzgebungslehre 2.0: Die dynamische Rechtsharmonisierung im Kapitalmarktrecht am Beispiel von MiFID II und PRIIP,” *Zeitschrift für Europäisches Privatrecht*, no. 2 (2016): 325, 332 vd.

¹⁵¹ Bkz. dipnot 81.

2. Ya Hep ya Hiç Yaklaşımının Teknolojiye Açık Olmaması Sorunu

Taksonomi Tüzüğü çerçevesinde, şu ana kadar şirketlere sürdürülebilir faaliyetlerini münferit ekonomik faaliyetlerle ilişkilendirerek, daha ayrıntılı bir şekilde gerekçelendirmeleri için doğrudan bir fırsat verilmemiştir. Bunun yerine, genel bir “ya hep ya hiç anlayışı” hakimdir. Yanlış yönlendirme (yatırımcının yanıltılması) ve yeşil yıkama sorunundan kaçınmak için, parametrelerin tekrar ele alınarak, revize edilmesi gerekir. Bu her şeyden önce dışlama (eleme) kriterleri için geçerlidir. Burada norm koyucunun öncelikli görevi sürdürülebilirliği akılcı parametreler kullanmak suretiyle tanımlamaktır. Nihayetinde, sadece global (tüm alanları kapsayan) bir yaklaşım küresel ısınmayı durdurabilir ve sürdürülebilirliği sağlayabilir. Buna, yukarıda bahsedilen “yaşam döngüsü”¹⁵² yaklaşımı ve döngüsel ekonominin¹⁵³ yanı sıra, tanımlanan çevresel hedeflere ulaşılmasına katkıda bulunabilecek yeni teknolojilere ve ekonomik faaliyetlere açık olmak da dahildir. Kriterleri her zaman güncel gelişmeleri yansıtmayan¹⁵⁴ katı bir sınıflandırma, böylesine karmaşık ve değişken bir konunun hakkını veremez. Ayrıca Taksonomi Tüzüğünde yer alan ve sadece münferit ekonomik faaliyetlere odaklanan sürdürülebilirlik kavramının, karmaşık değer zincirlerinin hakkını verebileceği şüphelidir. AB norm koyucusunun bu yöndeki iradesi (isteği) bilinmekte¹⁵⁵. Ancak Teknik Değerlendirme Kriterleri Taslağında (“Annex I und Annex II”) bu iradeyi (isteği) yansıtan doğrudan bir düzenleme bulunmamaktadır. Elektrikli otomobillerde hangi elektriğin kullanılması gerektiğine dair bir düzenleme mevcut değildir. Bunu yine otomobil örneğini kullanarak açıklamak gerekirse: Elektrik ya da hidrojenle çalışan otomobiller ancak yeşil enerji kullanıldığında, yani enerji kömür ya da doğal gazdan elde edilmediğinde ekolojik açıdan anlam ifade eder. Elektrikli bataryalar için lityum üretmek üzere Güney Amerika'da kömürle çalışan enerji

¹⁵² Avrupa'daki durum için bkz. dipnot 145 vd. ve Ziel 12.4 UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung (dipnot 7).

¹⁵³ Avrupa'daki durum için bkz. dipnot 143 ve Ziel 12.5 UN-Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung (dipnot 7).

¹⁵⁴ Komisyon sadece üç yılda bir tüzük uygulamasına ilişkin rapor hazırlar: Art. 26 Abs. 1 Taxonomie-VO (dipnot 49).

¹⁵⁵ Taksonomi Tüzüğü m. 19 f. 1 g (dipnot 49) teknik değerlendirme kriterlerinin gereklilikleri ile ilgili olarak şunları belirtmektedir: "Teknik değerlendirme kriterleri [...] hem ekonomik faaliyetin kendisinin çevresel etkisini hem de sağladığı ürün ve hizmetlerin çevresel etkisini, özellikle de bu ürün ve hizmetlerin üretimi, kullanımı ve kullanım süresinin sonunu göz önünde bulundurarak yaşam döngüsünü ve mevcut yaşam döngüsü analizlerinin sonuçlarını dikkate almalıdır."

santralleri inşa edilir ve Avustralya'dan da kömür ithal edilirse, ortaya pek de çevre dostu (ekolojik) olmayan bir tablo çıkar¹⁵⁶. Bu nedenle, gelecekte sadece yeşil elektrik olacağı varsayımı, uzun süre varlığını sürdürecektir hoş bir temenniden öteye gidemeyecektir. Sadece Hindistan'dan¹⁵⁷ gelen bataryalar gibi uç örnekler DNSH testi kullanılarak elenebilir¹⁵⁸. Alman Federal Hükümeti Tedarik Zinciri Özen Yükümlülüğü Yasası (“Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz”) ile bu konuda atak bir yaklaşım sergiledi, ancak bu yasal düzenleme daha çok sosyal boyutla sınırlı kaldı¹⁵⁹. Burada çevresel boyuta yönelik bir düzenleme düşünülebilir.

Başka bir açıdan bakıldığında, “siyah-beyaz düşünme”, başka bir söyleyişle “ya hep ya hiç anlayışı”, her şeyden önce geçiş teknolojilerinin sürdürülebilirlik potansiyelinde dışarıda kalmasına neden olmaktadır. Örneğin, yeni üretilen konvansiyonel (motorlu) araçların 2025 yılı sonuna kadar sadece 50grCO₂/km emisyon salınımına izin verilirken, 2026 yılından itibaren CO₂ emisyon salınımı tamamen yasaklanmıştır¹⁶⁰. Taksonomi Tüzüğü'ne göre, bu eşikleri aşan motorlu araçların üretimi, araç üreticisi örneğin özellikle iyi bir geri dönüşüm oranına sahip olduğunu veya bir litrelik dizel araç geliştirdiğini veya dizel motorun biyoyakıtla çalışabildiğini ispat etmeden çevresel açıdan sürdürülebilir bir ekonomik faaliyet sayılmaz¹⁶¹. Ya hep ya hiç yaklaşımı, tek yönlü olması nedeniyle, “sınıfının en iyisi” yaklaşımının devamını sağlayacak derecede teknolojiye açık değildir; sürdürülebilir faaliyeti kısmen de olsa engellemektedir.

¹⁵⁶ Örneğin, Arte'nin Umweltsünder Elektroautos adlı belgeselindeki tartışmalı veriler için bkz.: www.youtube.com.

¹⁵⁷ Hindistandan gelen batarya örneği için bkz. Köndgen, “Sustainable Finance“, 671, 678.

¹⁵⁸ Bu konu hakkında bkz. yukarıda II.B.3. nolu başlık.

¹⁵⁹ Bkz. Gesetz über die unternehmerischen Sorgfaltspflichten in Lieferketten (Tedarik Zincirlerinde Kurumsal Özen Yükümlülükleri Hakkında Kanun) t. 11.6.2021, BGBl. I (2021), s. 2959; Gesetzesentwurf (Yasa Taslağı) t. 19.4.2021, BT-Drs. 19/28649. Suyun korunmasını sadece çok sınırlı bir ölçüde öngörmektedir. Karş. Alman Ticaret Kanunu (HGB) § 289c f. 3 Nr. 4.

¹⁶⁰ Technische Bewertungskriterien bezüglich Klimaschutz bzw. Anpassung an den Klimawandel, C(2021) 2800 final (dipnot 50), Annex I Nr. 3.3. (e) sowie Nr. 6.5. TEG, Taxonomy Report: Technical Annex 2020, Nr. 6.5 (S. 339 f.), erişim: https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy-annexes_en.pdf.

¹⁶¹ Bakınız yukarıda dipnot 124. Eleştirel görüş için bkz. yazarı belirsiz, “Green meme,“ 61, 62: “rather than the EU playing God...”

B. Finansal Piyasa Katılımcıları Kavramının Aşırı Dar Tanımı

1. Devletler ve Borsada İşlem Gören Şirketler Tarafından İhraç Edilen Tahvil ve Hisse Senetlerinin Kapsam Dışı Bırakılması

AB Yeşil Mutabakatı'nın mevcut bilgilendirme (bilgi) rejimi, çevresel sürdürülebilirliğe çok fazla odaklanmakta ve çeşitli muhatapları ihmal etmektedir. Taksonominin kişi bakımından uygulama alanı ve dolayısıyla finansal ürün ihraççıları hedef grubu olarak eksik düzenlenmiştir. Taksonomi ve Bilgilendirme Tüzüğü'nün hali hazırdaki versiyonu, ihraççılar ve finansal araçlar arasında ayırım yapmamakta, bunun yerine seçili (belirli) finansal piyasa katılımcılarına odaklanmaktadır¹⁶². Bunlar arasında örneğin AIF'lerin veya UCITS fonlarını ihraç eden portföy yönetim şirketlerinin yöneticileri yer alır. Bu yöneticiler sürdürülebilirlik riskleri ve sürdürülebilirlik etkileri hakkında rapor hazırlamak zorundadır. Bu sözleşme öncesi bilgilendirme yükümlülükleri, yatırımcıları sürdürülebilirlik riskleri ve bir yatırımın olumsuz sürdürülebilirlik etkileri hakkında bilgilendirme yükümlülüğü olan finansal danışmanlar için de geçerlidir¹⁶³. Devletler ve borsada işlem gören şirketler ise muhataplar arasında yer almamaktadır. Bu da toplanan sermayeyi reel ekonomide yatırım yapmak için kullanan devleti ve borsada işlem gören şirketleri oyunun dışında bırakmak anlamına gelir. Borsaya kayıtlı şirketler, finansal olmayan şirketler olarak, yıllık raporda sadece finansal olmayan bir beyanda bulunmakla yükümlüdür¹⁶⁴ (Taksonomi Tüzüğü madde 8 f. 2).

Kişi bakımından uygulama alanındaki eksikliğin dışında, Bilgilendirme Tüzüğü'nün konu bakımından uygulama alanı da parçalıdır ve bu nedenle önceki finansal piyasa düzenlemesinin aksine sistematik değildir: Finansal araç kavramına değil, madde 2(12)'de yasal olarak tanımlanan ayrı bir finansal ürün kavramına dayanmaktadır. Örneğin, finansal araçlar kategorisine AIF ve UCITS'leri dahil edilmiştir, ancak geleneksel tahvil ve hisse senetleri dahil edilmemiştir. Gelecekte, borsada işlem gören bir şirketin izahnamesinin de bilgi yükümlülüklerine dahil edilmesi mantıklı olacaktır. Norm koyucu öncelikle finansal piyasa katılımcılarına odaklanır ve fakat borsada işlem gören şirketleri finansal olmayan şirketler olarak açıkça yükümlülüklerden muaf tutarsa, ilk adımdan önce ikinci adımı atmış olur. Çünkü şirket, bilgi

¹⁶² Art. 3 vd. Offenlegungs-VO 2019/2088 (dipnot 44), Art. 5-7 Taxonomie-VO 2020/852 (dipnot 49).

¹⁶³ Art. 6 Abs. 2 OffenlegungsVO 2019/2088 (dipnot 44); detaylı bilgiler için bkz. örneğin Geier ve Hombach, "ESG: Regelwerke im Zusammenspiel," 6 vd.

¹⁶⁴ Bakınız yukarıda dipnot 52.

tekelcisi¹⁶⁵ konumunda olması nedeniyle, kendi şirket verilerini en iyi bilen kişidir ve finansal piyasa katılımcıları şirketin bu verilerine muhtaçtır ve değerlendirmelerini bunlara dayanarak yapmak zorundadır.

Devletler veya şirketler yeşil tahviller ihraç ettiklerinde, AB Yeşil Tahvil Standardına uyum sadece tahvilin açıkça “Avrupa Yeşil Tahvili” veya “EuGB” olarak tanımlanması halinde zorunlu olmalıdır¹⁶⁶. Ancak ihraççılar kendi takdirlerine bağlı olarak yeşil tahvilleri bu şekilde etiketleme imkanına sahiptir¹⁶⁷. Piyasadaki yanıltıcı bilgileri önlemek için, bu yeşil tahvillerin de, kolaylıkla dahil edilmesi mümkündür. Borsaya kayıtlı şirket ve devletlerin tahvil veya hisse senedi ihraç ederken, Bilgilendirme Tüzüğünde düzenlenen bilgi rejimine dahil edilmeleri çok makul ve mantıklı bir tutum olur.

2. Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yapılan Yeşil Yıkama

Son zamanlarda yapılan araştırmalar, gerçek ihraççılar (borsada işlem gören şirketler ve devletler) için bağlayıcı düzenlemeler olmadığı için, finansal araçlar tarafından sağlanan bilgilerin de çok güvenilir olmadığını göstermektedir. Bir süredir çeşitli derecelendirme kuruluşlarının, şirketleri ve finansal ürünleri sürdürülebilirlikleri açısından değerlendirme konusunda uzmanlaştıklarını gözlemlemekteyiz. Ancak şu anda, farklı derecelendirme kuruluşlarının aynı şirket için verdiği notların büyük farklılıklar gösterdiğinden, derecelendirme sonuçları oldukça düşündürücüdür. *Flossbach von Storch Araştırma Enstitüsü* tarafından yapılan ve MSCI, Sustainalytics ve RobecoSam olmak üzere üç sürdürülebilirlik derecelendirme kuruluşunu karşılaştıran bir çalışmanın sonucu şu şekildedir: MSCI Volkswagen'e 0 ve Tesla'ya 65 puan verirken, RobecoSam Volkswagen'e 65 ve Tesla'ya 13 puan vermiştir¹⁶⁸. En yüksek 100 derecelendirmeye sahip konserni (holdingi) karşılaştırdığımızda, her üç derecelendirme kuruluşu için de, ilk 100 arasında sadece 11 konsernin yer aldığını görüyoruz¹⁶⁹ (fonlar ve ETF'ler için de sonuçlar benzer şekilde tutarsızdır). Büyük Fransız bankalarından biri olan BNP Paribas bu

¹⁶⁵ İlk olarak Möllers ve Leisch, “Haftung von Vorständen gegenüber Anlegern wegen fehlerhafter Ad-hoc-Meldungen nach § 826 BGB,” 1648, 1654.

¹⁶⁶ Art. 3 Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über europäische grüne Anleihen t. 6.7.2021, COM(2021) 391 final.

¹⁶⁷ Bakınız yukarıda dipnot 36.

¹⁶⁸ Kai Lehmann, “Nachhaltig? Ja...Nein...Vielleicht! Zur mangelnden Vergleichbarkeit von ESG-Ratings,” *Flossbach von Storch-Studie*, 28 Kasım 2019, 9 vd., www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com.

¹⁶⁹ Lehmann, “Nachhaltig? Ja...Nein...Vielleicht!,” 10.

yatırımların yaklaşık yüzde 80'ini sürdürülebilir olarak etiketlemiştir. Ancak ECOreporter tarafından yapılan testlerde bu yatırımların neredeyse tamamı sürdürülebilirlik kriterlerini karşılayamamıştır¹⁷⁰.

Bu, en hafif tabirle, derecelendirmelerin şu anda sadece sınırlı bir fonksiyona sahip olduğu anlamına gelmektedir. Avrupa norm koyucusu bu durumun ciddiyetini kavramış ve borsada işlem gören şirketler için bilgi yükümlülükleri getiren düzenlemelerin ilk taslaklarını yayınlamıştır¹⁷¹. Norm koyucu bu taslak ile sürdürülebilirlik raporlarının daha karşılaştırılabilir hale gelmesini amaçlamaktadır¹⁷². Ancak bu raporlarda özetler ve gerekçeler eksik olduğu zaman, yeşil yıkama tehlikesinin önüne geçmek mümkün olmaz.

C. Unutulan Yatırımcı: Sürdürülebilir Bir Finansal Ürün Lehine Olan Rasyonel Yatırımcı Kararı

Yukarıda bahsi geçen çerçeve düzenlemelerdeki boşluklar sadece tahvil ve menkul kıymet ihraç eden devletler ve borsada işlem gören şirketler için söz konusu değildir. Yeşil Mutabakattaki düzenlemeler, finansal ürün alıcısı olan yatırımcıyı da göz ardı etmektedir. İnsanlar, çevre üzerinde olumlu bir etkisi olması için sürdürülebilir bir finansal ürüne yatırım yapmaktadır¹⁷³. Yeşil Mutabakatın bilgi rejiminin etkili olabilmesi için yatırımcının bu kararının hukuken korunması gerekir.

1. Sermaye Piyasası Hukukunda Rasyonel Yatırımcı Kararı

Avrupa sermaye piyasası hukuku, pek çok yerde bilgilendirmenin hedefinden açıkça bahseder: Buna göre sermaye piyasası hukukunda bilgilendirme, yatırımcıların rasyonel bir karar vermelerini sağlamalı ve böylece karar özgürlüğünü temin etmelidir. Bu, sermaye piyasası hukukunun en temel ilkelerinden biridir¹⁷⁴. Örneğin, 2017/1129 sayılı İzahname Tüzüğü,

¹⁷⁰ Yazarı belirsiz, "Schon mehr als 40 ETFs im Test: Autsch! So wenig grün sind die neuen Lieblinge der Finanzbranche," *ECOreporter*, 7 Nisan 2021, <https://www.ecoreporter.de/artikel/nachhaltige-etfs-im-test-wie-grun-sind-die-neuen-lieblinge-der-finanzbranche/>; Antonia Mannweiler, "Grüner, grüner, am grünen," *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 27 Şubat 2020: 27.

¹⁷¹ Bakınız yukarıda Delegierte VO zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2020/852 t. 6.7.2021, C(2021) 4987 final (dipnot 2) ve Klima-Benchmark-VO 2019/2089.

¹⁷² ErwG 2 Delegierte VO zur Ergänzung der VO (EU) 2020/852 t. 6. 7. 2021, C(2021) 4987 final.

¹⁷³ Bakınız yukarıda II.A.1. nolu başlık.

¹⁷⁴ Heinz-Dieter Assmann, "Konzeptionelle Grundlagen des Anlegerschutzes," *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 1, no. 2 (1989): 49, 57 vd.; Thomas M.J. Möllers,

yatırımcının “bilgilendirilmiş (bilinçli) bir karara” varabilmesi¹⁷⁵ veya “yatırımcılar için karar vermede bir destek”¹⁷⁶ olabilmesi için gerekli bilgilerden bahsetmektedir. Yatırımcı “bilinçli” - başka bir söyleyişle “bilgilendirilmiş” - , bir karar verebilmek için, yeterli bilgiye¹⁷⁷ sahip olmalıdır. 1286/2014 sayılı PRIIP Tüzüğü de küçük yatırımcının “bilinçli bir yatırım kararı” vermesini sağlamayı amaçlamaktadır¹⁷⁸. Burada sözü geçen ve belirleyici olarak esas alınan yatırımcı, ortalama yatırımcı olmalıdır¹⁷⁹.

“Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht – Harmonisierungsmöglichkeiten nach geltendem und künftigem Recht,” *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 26, no. 3 (1997): 334, 338, aynı yazar, “Zur methodischen Arbeit mit allgemeinen Rechtsprinzipien – aufgezeigt am europäischen Kapitalmarktrecht,” içinde *Festschrift für Theodor von Baums*, ed. Helmut Siekmann (Tübingen: Mohr Siebeck, 2017), 805, 817 vd.; Fleischer, *64 DJT*, F 27: Prinzip der informierten Transaktionsentscheidung; Jürgen Oechsler, “Finanzierung des Angebots,” içinde *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, ed. Ulrich Ehricke, Jens Ekkenga ve Jürgen Oechsler (München: Beck, 2003), § 3 knr. 20; Ulrich Noack ve Timo Holzborn, “Dauer des Bestehens des Emittenten,” içinde *Kapitalmarktrechtskommentar*, ed. Eberhard Schwark ve Daniel Zimmer (München: Beck, 5th edition 2020), § 3 WpÜG knr. 12. Genel olarak bkz. Klaus Hopt, “Europäisches und deutsches Insiderrecht,” *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 20, no. 1 (1991): 17, 25 vd.

¹⁷⁵ ErwG 26, Art. 6 Abs. 1 S. 1 ve Art. 18 Abs. 1 lit. b) Prospekt-VO (EU) 2017/1129 t. 14.6.2017, ABl. Nr. L 168, s. 12.

¹⁷⁶ Art. 7 Abs. 1 S. 1 Prospekt-VO (EU) 2017/1129 (dipnot 175).

¹⁷⁷ Art. 3 Abs. 1 lit. b) Richtlinie 2004/25/EG t. 21.4.2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl. Nr. L 142,12 - Übernahme-RL 2004/25/EG, bu düzenleme Almanya’da § 3 Abs. 2 WpÜG ile iç hukuka aktarılmıştır.

¹⁷⁸ ErwG 15, 26 Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 t. 26.11.2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP), ABl. Nr. L 352, S. 1 (PRIIP-VO 1286/2014).

¹⁷⁹ BGH, Urt. t. 12.7.1982, II ZR 175/81, NJW 1982, 2823, 2824 - Beton- und Monierbau. Özel durum bildiriyle ilgili olan benzer problemler için bkz., BT-Drucks. 14/8017, s. 87; BT-Drucks. 15/3174, S. 34; Thomas M.J., Möllers ve Franz Clemens Leisch, “Schadensersatz wegen unterlassener unverzüglicher Veröffentlichung von Insiderinformationen,” içinde *Kölner Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz*, ed. Heribert Hirte ve Thomas M.J. Möllers (München: Heymanns, 2nd edition 2014), §§ 37 b, c knr. 281 vd. Aynı yönde bkz. BGH, Urt. t. 13.12.2011, XI ZR 51/10, BGHZ 192, 90 knr. 56 – IKB; Daniel Zimmer ve Philipp Steinhaeuser, “Haftung für falsche und unterlassene Kapitalmarktinformationen,” içinde *Kapitalmarktrechtskommentar*, ed. Daniel Zimmer ve Eberhard Schwark (München: Beck, 5th edition 2020), §§ 97, 98 knr. 101. Karşıt görüş için bkz. Alexander Hellgardt, “Haftung für falsche und unterlassene Kapitalmarktinformationen,” içinde *Wertpapierhandelsrecht*, ed. Heinz-Dieter Assmann ve Uwe Schneider (Köln: Otto Schmidt, 7th edition 2019), §§ 97, 98 WpHG knr. 40; Günter Seulen, “Haftung für fehlerhafte Sekundärmarktpublizität,” içinde *Handbuch der Kapitalmarktinformation*, ed. Mathias Habersack, Peter Mülbelt ve Michael Schlitt (München: Beck, 3th edition 2020), § 29 knr. 121.

Medeni hukukun önemli sacayaklarından biri olan sözleşme hukuku da, her iki tarafın kendi kaderini tayin etmesi esasına (irade serbestisi ilkesine) dayanmaktadır¹⁸⁰. Bilgilendirme (bilgi) rejimi finans sektöründeki sürdürülebilir finansal ürünler için geçerli olacaksa, tıpkı sermaye piyasası hukukunun diğer hükümlerinde olduğu gibi, yatırımcının karar verme sürecini açıkça belirlemelidir: Yatırımcının, “sürdürülebilirliği” kendisi için bir yatırım hedefi olarak benimseyip benimsemeyeceğine karar verebilmesi için, gerekli bilgilere sahip olması zorunludur. Olumlu bir perspektiften bakıldığında, bunu yapabilmek için yatırımcının, olgulara dayalı olan, yani bilinçli bir yargıya varmayı sağlayacak tüm bilgilere ihtiyacı vardır¹⁸¹. Bu, negatif perspektiften yani tersinden bakıldığında, “yatırımcıya yanıtıcı bilgilendirme yapmaktan kaçınmak, böylece yatırımcının normal şartlarda vermeyeceği yatırım kararları vermesini engellemek” anlamına da gelmektedir¹⁸².

2. Bilgi Aktarımında Yetersiz Araçlar Olarak Etiketleme ve Derecelendirme

Öncelikle cevaplandırılması gereken soru şudur: Acaba hangi araçlar bu tür rasyonel bir yatırımcı kararını sağlayabilir? Taksonomi Tüzüğü, Bilgilendirme Tüzüğü ve yetki devri düzenlemeleri birlikte değerlendirildiğinde, finansal piyasa katılımcıları tarafından yatırımcılara sunulması gereken bilgilerin kapsamının son derece geniş olduğu görülmektedir. Şirketlerin tek tek ekonomik faaliyetlerinin sınıflandırılması, finansal ürün alanında çok fazla bir fayda sağlamaz. Zira yatırım objesi ekonomik faaliyetler değil, bilakis şirketin kendisidir. Şirketler kural olarak tek bir iktisadi faaliyet değil, çok sayıda ve çeşitli iktisadi faaliyette bulunurlar. Bu durumlarda, şirketin sürdürülebilirlik derecesi belirlenmelidir.

¹⁸⁰ Motive zu dem Entwurfe eines Bürgerlichen Gesetzbuches für das Deutsche Reich (Alman İmparatorluğu İçin Medeni Kanun (“BGB”) Taslağının Gerekçeleri, Bd. 1, 1866, s. 204: “Hukuk sistemi, hukuki işlemler alanında kendi kaderini özgürce tayin etme hakkının hukuka aykırı bir şekilde zedelenmesine izin veremez.” Werner Flume, “Rechtsgeschäft und Privatautonomie,” içinde *Hundert Jahre deutsches Rechtsleben: Festschrift zum hundertjährigen Bestehen des Deutschen Juristentages 1860-1960/1*, ed. Ernst von Caemmerer (Karlsruhe: Müller, 1960), 135, 136 vd.; Möllers, *Juristische Methodenlehre*, § 9 knr. 43 vd.

¹⁸¹ Bu konuda bkz. dipnot 176 vd.

¹⁸² Bakınız dipnot 202.

Birkaç şirkete yatırım yapan finansal ürünler söz konusu olduğunda ise, sürdürülebilirlik derecesi yatırım oranlarına göre yeniden hesaplanmalıdır¹⁸³.

Bu nedenle AB Komisyonu, bireysel (küçük) yatırımcılara yönelik karar vermede yardımcı olması amacıyla, sürdürülebilir finansal ürünler için bir etiket geliştirmeyi amaçlamaktadır¹⁸⁴. Komisyon yukarıda bahsi geçen Ortak Araştırma Merkezi'ni ("Joint Research Centre") bir etiket geliştirmesi hususunda görevlendirmiştir. Bu merkez sürdürülebilir finansal ürünler için bir eko-etiket taslağını da Aralık 2019'da sunmuştur¹⁸⁵. Bir alternatif de derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerini (notlarını) benimsemek olabilir. Şimdiye kadar bunlar sadece bir tahvil ihraççısının iflas riskini yansıtmaktaydı. Ancak derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerini Bilgilendirme Tüzüğünde yer alan parametrelere aktarması ve böylece finansal ürünler için bir derecelendirme (rating) geliştirmesi düşünülebilir. Derecelendirmelerin en önemli avantajı ise, derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerini derecelendirme skalalarında çok ayrıntılı bir şekilde gösterebilmeleridir. Bu avantajdan dolayı, sürdürülebilir/sürdürülebilir olmayan şeklindeki absürt bir tezattan¹⁸⁶ oluşan bir değerlendirme yerine, sürdürülebilirlik 23 değerlendirme notundan ("rating scores") oluşan çok daha rafine bir yöntemle derecelendirilebilir¹⁸⁷. Duruma göre, "sosyal" ve "yönetişim" için de not verilmesi mümkündür. Ancak az önce de söylendiği gibi, şirketler genelde pek çok ekonomik faaliyeti paralel yürüttüklerinden dolayı, başka kompleks durumlar da gündeme gelmektedir.

Ancak, ya hep ya hiç çözümü çerçevesinde etiketleme veya derecelendirme, sürdürülebilir finansal ürünlerin doğasında var olan karmaşıklığın üstesinden gelmeye yeterli değildir. Buna gerekçe olarak şu üç olguyu ileri sürmek mümkündür: İlk olarak, ekolojik (E), sosyal (S) ve yönetim (G) unsurları dikkate alınmalıdır, ancak her zaman birlikte değil¹⁸⁸.

¹⁸³ Stumpp, "Die EU-Taxonomie für nachhaltige Finanzprodukte – Eine belastbare Grundlage für Sustainable Finance in Europa?," 71, 76.

¹⁸⁴ *EU-Kommission*, Aktionsplan (dipnot 11), Nr. 2.2., s. 6.

¹⁸⁵ JRC Technical Reports, "Development of EU Ecolabel criteria for Retail Financial Products, Technical Report 2.0" (Aralık 2019), https://susproc.jrc.ec.europa.eu/product-bureau/sites/default/files/2020-02/20191220_EU_Ecolabel_FP_Draft_Technical_Report_2-0.pdf.

¹⁸⁶ Bu tür itirazlar için bkz. Möllers, *Juristische Methodenlehre*, § 5 knr. 31 vd.

¹⁸⁷ Rakamlar (notlar) farklılık göstermektedir; Standard & Poors AAA - D arasında 11 harf kullanmakta, her bir harf + ve - ile tekrar derecelendirilmekte, böylece toplam rakam 23 bulunmaktadır.

¹⁸⁸ Hindistan'da üretilen batarya örneği ile ilgili bkz. dipnot 149.

İkinci olarak, ekonomik faaliyetler aslında az ya da çok sürdürülebilirdir¹⁸⁹. Ve üçüncü olarak, şirketlerin belirli çevresel hedeflere ulaşmak için izledikleri yol, Taksonomi Tüzüğü kapsamında olmayan ve bu nedenle ekolojik bakımdan sürdürülebilir olarak nitelendirilemeyen önlemleri içerebilir.

3. Rasyonel Yatırımcı Kararını Sağlama Araçları Olarak “Özet” ve “Gereğe”

Bilgi taşkınlığı (bombardımanı) ve yatırımcıların bilgiyi değerlendirme kapasitesinin sınırlı olmasından kaynaklanan sorunların üstesinden gelmek için, sermaye piyasası hukukunun eski araçları tekrar devreye sokulabilir. İzahname Tüzüğü, asıl izahnameye ek olarak yedi DIN A4 sayfasını geçmeyecek bir özet hazırlanmasını şart koşmaktadır¹⁹⁰. Bundan başka özeti anlaşılması kolay olmalıdır; zira özeti muhatabı bireysel (küçük) yatırımcıdır¹⁹¹. Avrupa norm koyucusu, UCITS fon yöneticilerine yatırımcılar için “temel” (=önemli=kilit) yatırımcı bilgilerini bir Temel Yatırımcı Bilgi Formunda (“KIID”= “Key Investor Information Document”) toplama yükümlülüğü getirmişti¹⁹². Daha sonra söz konusu KIID konseptini tüm PRIP'lere (“Packaged Retail Investment Products” = Paketlenmiş Bireysel Yatırım Ürünleri) de uygulandı. Temel bilgi formu üç sayfadan oluşmalı, kısa ve öz bir şekilde formüle edilmeli ve böylece açık, kesin ve anlaşılır bir üslupla yazılmalıdır¹⁹³. Ürün bilgi formu¹⁹⁴ (“Beipackzettel”) Almanya'da ilk kez 2011 yılında uygulamaya konulmuştur¹⁹⁵. Bu konsept finansal ürünlerin

¹⁸⁹ Bkz. II. C.3. numaralı başlık altındaki açıklamalar.

¹⁹⁰ Art. 7 Abs. 3 S. 1 Prospekt-VO (dipnot 175).

¹⁹¹ ErwG 28, Art. 7 Abs. 3 S. 2 lit. b) Prospekt-VO (dipnot 175).

¹⁹² Art. 78 Richtlinie 2014/91/EU t. 23.7.2014 zur Änderung der Richtlinie 2009/ 65/ EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen, ABI. Nr. L 257, S. 186 (OGAW V). Bu AB Yönergesi Alman hukukuna KAGB §§ 164 Abs. 1, 166, 270 düzenlemelerle aktarılmıştır.

¹⁹³ Art. 8 Abs. 3 lit. d) PRIIP VO (dipnot 178).

¹⁹⁴ Başka bir ifade ile söylemek gerekirse; Almanya'da "paket prospektüsü" olarak adlandırılan ürün bilgi formunun uygulamaya konuluş tarihi 2011'dir.

¹⁹⁵ § 64 Abs. 2 WpHG'den önceki düzenlemeler için bkz. Thomas M. J. Möllers ve Thomas G. Wenninger, “Das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz,” *Neue Juristische Wochenschrift*, no. 24 (2011): 1697 vd.; Möllers, “Europäische Gesetzgebungslehre 2.0: Die dynamische Rechtsharmonisierung im Kapitalmarktrecht am Beispiel von MiFID II und PRIIP,” 325, 333 vd.; Petra Buck-Heeb ve Dörte Poelzig, “Die Verhaltenspflichten (§§ 63 ff. WpHG n.F.) nach dem 2. FiMaNoG – Inhalt und Durchsetzung,” *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* 17, no. 12 (2017): 485, 490 vd.

sürdürülebilirliği alanına da aktarılabilir. Finansal piyasa katılımcıları tarafından açıklanan bilgilerin sadece açık ve anlaşılır olması değil, aynı zamanda bir özetinin de bulunması gerekmektedir. Avrupa norm koyucusunun Bilgilendirme Tüzüğü ve Referans Değerleri Tüzüğü ile bu yönde ilerleme kaydetmekte olduğu oldukça memnuniyet vericidir. Mart 2021'den bu yana, finansal piyasa katılımcıları ve danışmanlar, sözleşme öncesi bilgilerde (ör. ürün bilgi formları ile) ve ürün ve şirket düzeyindeki periyodik olarak yayınlanan dokümanlarda, sürdürülebilirlik riskleri ve yatırım stratejilerinin sürdürülebilirlik etkileri hakkında web sitelerinde bilgi (rapor) vermekle yükümlüdür¹⁹⁶. Bu raporlama yükümlülüğünü somutlaştıran RTS¹⁹⁷, (Düzenleyici Teknik Standartlar Direktifi Taslağı) doğru, dürüst, açık, yanıltıcı olmayan, basit ve özlü bir form sağlamayı amaçlamaktadır¹⁹⁸. Benzer bir şeffaflık rejimi iklim kıyaslama ölçütleri için de geçerlidir. Kıyaslama ölçütü sağlayıcıları, 2020/1816 sayılı Yetki Devri Tüzüğü'nün Ek I'de belirtilen şablona uygun olarak, çevresel, sosyal ve yönetim faktörlerinin bireysel kıyaslama ölçütlerinde nasıl dikkate alındığını kısa ve net bir şekilde açıklamakla yükümlüdür¹⁹⁹.

Rasyonel bir karar için diğer bir ön koşul da, risklere işaret etme ve bu değerlendirmeyi *gereçlendirme* yükümlülüğünü hükme bağlayan Prospektüs Tüzüğü'nde bulunmaktadır²⁰⁰. PRIIP Tüzüğü (Prospektüs Tüzüğü) açıkça "W" olarak adlandırılan temel (kilit) soruların cevaplanması yükümlülüğü getirmektedir²⁰¹. Benzer hükümler Avrupa Birliği haksız rekabet hukukunda da yer almaktadır: Buna göre bilgilendirme yanıltıcı olmamalıdır. Ticari hayatta (iş hayatında), "ortalama tüketicinin bilinçli bir işlem kararı alması için duruma göre ihtiyaç duyduğu önemli bilgiler ondan saklanıyorsa ve bu yüzden bu ortalama tüketicinin normal şartlarda almayacağı bir işlem kararı almasına gerçekten neden olmuşsa veya neden olma ihtimali varsa, yanıltıcıdır"²⁰². Haksız ticari uygulamalara ilişkin

¹⁹⁶ Krakuhn, Stiefel ve Gilles, "Nachhaltige Finanzwirtschaft," 133 vd.

¹⁹⁷ Draft Regulatory Technical Standard (dipnot 48).

¹⁹⁸ Art. 8 Abs. 5 UAbs. 2 Offenlegungs-VO (dipnot. 44).

¹⁹⁹ Bkz. yukarıda dipnot 60.

²⁰⁰ Art. 7 Abs. 6 lit. c Prospekt-VO (dipnot 176).

²⁰¹ Örneğin: Riskler nelerdir, hangi maliyetler söz konusudur? Yatırımı sürdürmeye daha ne kadar süre devam etmeliyim, nasıl şikayet edebilirim, vs., karşı. Art. 8 Abs. 3 lit. d) PRIIP-VO (dipnot 178).

²⁰² ErwG 28 ve Art. 7 Abs. 1 Richtlinie 2005/29/EG t. 11.5.2005 über unlautere Geschäftspraktiken im binnenmarktinternen Geschäftsverkehr zwischen Unternehmen und Verbrauchern – Unlautere Geschäftspraktiken-RL, ABl. Nr. L 149, 22.

2005/29/EC sayılı Yönergenin Fransızca versiyonunda da açıkça belirtildiği üzere, bu, gerçek durum, yani bu kararla ilgili tüm hususlar, hakkında bilgi sahibi olarak alınan bir ticari karar anlamına gelmektedir²⁰³. Sürdürülebilirlikle ilgili yanıltıcı reklamlara ilişkin ilk somut vakalar uygulamada görülmeye başlanması oldukça dikkat çekicidir. Alman Rekabet Merkezi ("Wettbewerbszentrale"), ürünlerini "iklim nötr" olarak tanımlayan (etiketleyen) ancak bu amaçla sadece ucuz emisyon sertifikaları satın alan şirketlere karşı yasal işlem başlattı. Rekabet Merkezinin görüşüne göre bu uygulama yanıltıcıdır, çünkü tüketici emisyonlardan tamamen kaçınan ya da azaltan önlem alınması beklentisi içindedir. Buna karşılık, Aldi Süd Marketler Zinciri "ilk iklim nötr gıda perakendecisi oldukları" sloganı ile reklam yapmakta ve eleştirilere karşı kendini, CO2 sertifikalarının satın alınmasının çevreye fayda sağladığına işaret ederek savunmaktadır. Karşı görüşte olanlar ise tam tersine, Aldi marketler zincirinin asıl bu savunmasının yeşil yıkama olduğunu, zira sözü edilen sertifikaların, şirketin başka hiçbir çevre dostu önlem almadan da, sadece bir Euro karşılığında satın alınabileceği gerçeğini dile getiriyorlar²⁰⁴. Yukarıdaki örneklerle devam edecek olursak²⁰⁵: Nükleer enerji karşıtı bir Alman, Fransız yeşil devlet tahvili satın alırsa, bunun nükleer enerjiyle mi yoksa yenilenebilir enerjilerle mi ilgili olduğunu anlayabilmelidir. Başka bir örnek: Yeşil devlet tahvilleri söz konusu olduğunda, bütçe kanunu çerçevesinde yeşil projelerin sadece ilan edilebileceğini, ancak garanti edilemeyeceğini belirtmek gerekir²⁰⁶.

Örneğin Almanya'da "Mavi Melek" ("Blaue Umweltengel") olarak adlandırılan bir eko-etiket yıllardır çevre dostu olma özelliğini daha esaslı ve detaylı gerekçelendirebilmek için bir "açıklama kutusu" kullanmaktadır²⁰⁷.

²⁰³ Art. 7 Abs. 1 Richtlinie 2005/29/EG (dipnot 201), Almanca: "informierte geschäftliche Entscheidung", İngilizcesi "informed transactional decision", Fransızcası: "décision commerciale en connaissance de cause". Tüm bu terimler Türkçeye "bilgilendirilmiş veya bilinçli iş ya da işlem kararı" şeklinde tercüme edilebilir. Almanya'da bu §§ 2 Abs. 1 Nr. 9, 5 Abs. 1 UWG ile iç hukuka aktarılmıştır. Aynı yönde karşı. EuGH, Urt. t. 16.4.2015, C-388/13, EU:C:2015:225, knr. 40 – UPC.

²⁰⁴ Gustav Theile, "Unterlassungsklagen gegen "klimaneutrale" Werbung," *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 20 Mayıs 2021: 18.

²⁰⁵ Bkz. yukarıda dipnot 125 ve 126.

²⁰⁶ Eleştirel yaklaşım için bkz. Veil, "Europa auf dem Weg zu einem Green Bond Standard," 1093, 1096; Frühauf, "Für den Bund sind die grünen Anleihen billiger," 29.

²⁰⁷ "Mavi Melek yeşil kararları kolaylaştırır çünkü...". Bu konuda bkz. *Umweltbundesamt*, Blauer Engel, erişim: https://www.umweltbundesamt.de/sites/default/files/medien/378/publikationen/flyer_blauer_engel_webversion.pdf.

Yıllar öncesinde yargısal içtihatlarda, çevresel uyumluluğa ilişkin genel nitelikteki bilgilendirmeler söz konusu olduğunda, çevresel uyumluluğa ilişkin özel durumların daha detaylı bir şekilde açıklanması talep edilmekteydi²⁰⁸. Yaygın kullanılan tüketici ürünlerinin sürdürülebilirliğine ilişkin bilgiler yanıltıcı beyanlara yol açabileceği göz önünde bulundurulursa, bu durumun daha karmaşık bir konu olan sürdürülebilir finansal ürünler için de geçerli olması gerektiği yadsınamaz bir gerçektir. Henüz taslak halinde olan AB Yeşil Tahvil Standardına uygun olarak çıkarılmak istenen yeşil tahviller, yeşil tahvil bilgi formlarında (“Green Bond Factsheet”) finanse edilecek veya yeniden finanse edilecek yeşil projelerin bir tanımını da yapmalıdır²⁰⁹.

Taksonomi Tüzüğünde de belirtildiği gibi, sürdürülebilir eylem çeşitli çevresel hedeflere, farklı ekonomik faaliyetlere veya çevreyi korumaya yarayan özel tedbirlere yönelik olabilir²¹⁰. Ancak yatırımcı için çevresel önlemin CO2 emisyonlarına mı yoksa biyoçeşitliliğe mi odaklandığı ve hangi özel önlemlerin (yaşam döngüsü, sınıfının en iyisi vb.) alındığı önem arz etmektedir. Belirtmek gerekir ki, belirli sürdürülebilir finansal ürünler söz konusu olduğunda, sürdürülebilirliğin finansal ürünün veya şirketin ekonomik faaliyetinin gerçekte yüzde kaçında mevcut olduğu da dikkate alınmalıdır.

4. Yeşil Yıkamayı Önlemek Maksadıyla Taksonomi Tüzüğü'ne Rasyonel Yatırımcı Kararı, Özetleme ve Gereçlendirme Konularının Dahil Edilmesi

Bilgilendirme Tüzüğü, Referans Değerleri Tüzüğü ve Taksonomi Tüzüğünden oluşan Yeşil Mutabakatın mevcut bilgi rejimi, devlet ve şirket gibi tahvil ihraç edenleri ve finansal ürün satın alanları göz ardı etmektedir. Bu nedenle uygulama alanı, Bilgilendirme Tüzüğü m. 2 Nr. 1'de yer alan ve kapsamı dar tutulmuş finansal piyasa katılımcıları kavramından daha ileri giderek, borsada işlem gören şirketleri ve devletleri de kapsayacak şekilde genişletilmelidir.

²⁰⁸ BGH, Urt. t. 20.10.1988, I ZR 219/87, BGHZ 105, 277, 281 – Umweltengel; BGH, Urt. t. 19.2.2014, I ZR 230/12, GRUR 2014, 578 knr. 11 – Umweltengel für Tragetasche; BGH, Urt. t. 20.10.1988, I ZR 238/87, GRUR 1991, 546 – Altpapier; bkz. Joachim Bornkamm ve Jörn Feddersen, “Irreführende geschäftliche Handlungen,” içinde *Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb*, ed. Helmut Köhler, Joachim Bornkamm ve Jörn Feddersen (München: Beck, 39th edition, 2021), § 5 knr. 2184 vd.

²⁰⁹ Art. 8 Abs. 1 lit. a) i.V.m. Anhang I Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über europäische grüne Anleihen t. 6.7.2021, COM(2021) 391 final.

²¹⁰ Bkz. yukarıda II.B.1. ve 2. numaralı başlıklar.

Şimdiye kadar, yeşil yıkama riskinden sadece Tüzüğün mülahazalar kısmında (“Erwägungsgründe”) kısaca bahsedilmiştir²¹¹; aynı durum yatırımcının rasyonel karar vermesi konusu için de geçerlidir²¹². “Bilgi taşkınlığı” ve yeşil göz boyama (yıkama) gibi risklerden daha iyi korunmak için norm koyucu, yatırımcının sağlıklı karar verebilmesi konusunu birinci düzey çerçeve düzenleme olan Taksonomi Tüzüğü’nün ilk maddelerinden birinde bir hedef olarak açıkça hükme bağlamalıdır. Norm koyucu, rasyonel bir yatırımcı kararı için gerekli araçlar olarak “özetleme” ve “gerekçeleştirme”-zorunluluğu-da getirmelidir. Bu tür bir gerekçeleştirmenin gerekliliği, her şeyden önce sürdürülebilirliğin çok farklı alanları kapsayabilmesinden kaynaklanmaktadır. Bu gerekçe sunma zorunluluğu, ilgili kanunlarda tüm sürdürülebilir finansal ürünleri kapsayacak şekilde yer almalıdır.

Buraya kadar açıkladığımız ((a) ila (d)) öneriler daha sonra mevcut münferit hükümlere atıfta bulunmak için kullanılabilir; örneğin bilgilerin açık, öz ve kolay anlaşılır olması²¹³, organizasyona ilişkin önlemlerin şirketin internet sitesinde kısa bilgi olarak verilmesi²¹⁴ ve finansal piyasa katılımcılarının yatırım kararı alma süreçlerine etki eden gerekçeleştirme yükümlülüğü gibi (bkz. örneğin Bilgilendirme Tüzüğü m. 3)²¹⁵. Sonuç olarak, özet ve basit bir gerekçe, rasyonel bir yatırımcı kararı sağlamaya yarayan araçlardır. Özellikle çok komplike olmayan etiketleme sayesinde bilgi taşkınlığı ile yeşil yıkama arasında başarılı bir orta yola ulaşılabilir²¹⁶.

D. Mevzuatın Uygulanmasında Yeterince Harmonizasyonun (Uyumlaştırmanın) Sağlanamaması

1. Devlet Denetimi

Taksonomi Tüzüğü’nün 22. maddesi normatif düzenlemelerin uygulanmasını doğrudan AB üyesi devletlere bırakmakta ve etkinlik

²¹¹ Bu mülahazalar için bkz. Taxonomie-VO ErWG 11 cümle 3 (dipnot. 49), ve ErWG 9 cümle 3) ve Klima-Benchmark-VO 2019/2089 CSRD ErWG 2 Uabs. 2, ErWG 13 (dipnot 54).

²¹² ErWG 23 Offenlegungs-VO (dipnot 44): "Sürdürülebilirlik risklerini yatırım karar alma süreçlerine dahil etmek".

²¹³ Art. 10 Abs. 1 Uabs. 2 Offenlegungs-VO (dipnot 44).

²¹⁴ ErWG 23 Offenlegungs-VO (dipnot 44).

²¹⁵ Artt. 6 Abs. 1 Uabs. 2, Abs. 2, 7 Abs. 1 lit. a), Abs. 2 Offenlegungs-VO (dipnot 44).

²¹⁶ Benzer şekilde, ABD’de de zorunlu bir “red light” (kırmızı ışık) ve “green light” (yeşil ışık) bilgilendirme rejimi talep edilmektedir, Esty ve Karpilow, “Harnessing Investor Interest in Sustainability: The Next Frontier in Environmental Information Regulation,” 625, 662.

formülüyle (“etkili, orantılı ve caydırıcı”) yetinmektedir²¹⁷. Bilgilendirme Tüzüğü'nün 14. maddesi de benzer şekilde muğlaktır. Bu da para cezaları, ihtiyati tedbir kararları (menetme kararları), yasaklar ya da “uyarma” konularında herhangi bir uyumlaştırma olmadığı anlamına gelmektedir. Sermaye piyasası hukukundaki diğer düzenlemeler bu konuda çok daha ileri düzeydedir²¹⁸. Taksonomi Tüzüğü'nün 26. maddesine göre bu durum Temmuz 2022'ye kadar gözden geçirilecektir. Bu denetim, daha sonra yapılacak revizyonlar için ideal bir fırsat olacaktır.

2. Üçüncü Taraflarca (Denetçiler, Derecelendirme Kuruluşları vb.) Yapılan Değerlendirme ve Sorumluluk

Özel sektör genellikle daha yenilikçi, bürokrasiden uzak olması nedeniyle daha hızlıdır. Devletin çarkları ise, daha yavaştır ve yükü daha ağırdır. Bu nedenle yeşil yıkamadan kaçınmak için, açıklanan bilgilerin denetçiler veya derecelendirme kuruluşları gibi üçüncü taraflar tarafından izlenmesi ve denetime tabi tutulması daha mantıklı görünmektedir. Üst Düzey Uzman Grubu (HLEG = “High Level Expert Group”) sürekli olarak yeşil tahvillerin sertifikalandırılması ve bu işi yapacak sertifikasyon kuruluşlarının ise ESMA tarafından izlenmesi çağrısında bulunmaktadır²¹⁹. AB Komisyonu, AB Yeşil Tahvil Standardı Tasarısında bu talebi kısmen yerine getirmiştir: Yeşil Tahvil Bilgi Formu (“Green Bond Factsheet”) ve gelirlerin kullanımına ilişkin nihai rapor, ESMA'ya kayıtlı harici bir değerlendirme birimi tarafından değerlendirilmek zorundadır²²⁰. Avrupa hukuku yükümlülükleri uyumlaştırmasına rağmen, hukuki sorumluluğa yönelik taleplerin hükme bağlandığı düzenlemeler Avrupa düzeyinde kural olarak eksik bulunmaktadır. Dolayısıyla, medeni hukuka dayanan sorumluluk taleplerini dile getiren (ileri süren) herkes, kendi milli hukukunun dışına çık(a)mamaktadır. Literatürde, son zamanlarda yeşil tahvillerin sürdürülebilirlik yönleriyle ilgili yanlış veya yanıltıcı bilgilerden kaynaklanan tazminat (sorumluluk) taleplerinin söz

²¹⁷ *Effet utile* olarak etkililik ilkesi hakkında bkz. Möllers, *Juristische Methodenlehre*, § 5 knr. 108 vd.

²¹⁸ Örneğin Art. 5 vd. Richtlinie 2014/57/EU t. 16.4.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie - MAD), ABl. Nr. L 173, S. 179; Art. 15 vd. PRIIP-VO 1286/2014 (dipnot 178).

²¹⁹ TEG, “TEG-Report on Sustainable Finance, Report on EU Green Bond Standard” (Haziran 2019), 39; bu konu için bkz. Veil, “Europa auf dem Weg zu einem Green Bond Standard,” 1093, 1099.

²²⁰ Artt. 8 Nr. 1 lit. b), 9 Nr. 3 Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über europäische grüne Anleihen t. 6.7.2021, COM(2021) 391 final.

konusu olup olamayacağını araştıran çalışmalar yapılmıştır²²¹. Olması gereken hukuk bakımından (*de lege ferenda*) milli hukuklar yerine Avrupa Birliği hukuku ile uyumlaştırma tercih edilmeli ve İzahname Tüzüğü ile Derecelendirme Tüzüğü'nün 35a maddesinde hükme bağlanan sorumluluk model olarak alınmalıdır²²². Ancak bu sorumluluğun daha da geliştirilmesi gerekmektedir: Bugüne kadar derecelendirme kuruluşlarının, belirli bir koda (nota) ulaşmalarını sağlayan parametreleri açıklamaları gerekmemiştir. Ayrıca, sorumluluk çok sınırlı bir düzeyde kalmaktadır. Zira sorumluluk kural olarak ancak belirli formal kriterler ihlal edildiğinde gündeme gelmektedir. Bu sorunun çözümü, norm koyucunun sürdürülebilirliğin unsurlarını (gereklerini) net bir şekilde tanımlamasıyla mümkün olabilir. Bunun dışında, haksız rekabet hukukuna göre yanılmadan (yanıltıcı bilgidен) kaynaklanan tazminat talepleri de düşünülebilir.

2016 yılında Frankfurt am Main Eyalet Mahkemesi ("Landgericht"), dondurulmuş kroketlerin "patates tarlasından perakendecinin dondurulmuş gıda reyonuna kadar" %100 iklim nötr olarak reklam edilmesi nedeniyle açılan davada, bu tür reklamların yasaklanmasına (menedilmesine) karar vermiştir. Buna göre, tüm üretim zincirinde gerçekten %100 iklim nötrlüğü sağlanmadığı takdirde tüketicinin yanıltılması söz konusu olacaktır²²³. Baden-Württemberg Eyaleti Tüketici Koruma Merkezi ("*Verbraucherzentrale*"), değerlerin yalnızca tahminlere dayandığı ve bu nedenle yanıltıcı olduğu gerekçesiyle kısa süre önce Deka şirketi tarafından hazırlanan ve web sayfasında kullanıma sunulan bir CO2 hesaplama programından dolayı Deka aleyhine dava açmıştır. Frankfurt am Main Eyalet Mahkemesi'nin kararından önce, Deka hesaplama programını web sitesinden kaldırmıştır; bu yüzden ihtiyati tedbir (menetme) davasının neticede istenilen başarılı sonuca götürdüğü söylenebilir²²⁴.

²²¹ Veil, "Europa auf dem Weg zu einem Green Bond Standard," 1093, 1100.

²²² Art. 35a Rating-VO Nr. 1060/2009 t. 16.9.2009, ABl. Nr. L 302, S. 1 eingeführt durch die Änderungs-Rating-VO (EU) Nr. 462/2013 t. 21.5.2013, ABl. Nr. L 146, S. 1; bu konuda bkz. Thomas M.J. Möllers, "Der Bilanzskandal von Wirecard und das Versagen der Finanzbranche," içinde *50 Jahre Juristische Fakultät Augsburg*, ed. Arnd Koch, Michael Kubiciel, Ferdinand Wollenschläger ve Wolfgang Wurmnest (Tübingen: Mohr Siebeck, 2021), 473, 502 vd.

²²³ LG Frankfurt a.M., Urt. t. 31.5.2016, 3-06 0 40/15, juris knr. 22 vd. - 100% klimaneutraler Tiefkühl-Spezialist.

²²⁴ Clara Thier, "Deka nimmt "Impact-Rechner" vom Netz", *Süddeutsche Zeitung*, 25 Şubat 2021, www.sz.de.

Etkinlik açısından, problemin dava yoluyla çözülmesi durumunda, dava usulü ve çerçevesi de önemlidir ve dikkate alınmalıdır. Yatırımcıların rasyonel ilgisizliği sorununa karşı çözüm olarak, mahkemeler nezdindeki taleplerin (hak arayışının) ya ortak vekiller ya da toplu davalar yoluyla ileri sürülmesi düşünülebilir. Temsili davalara ilişkin 2020/1828 sayılı Yönerge (“RL über Verbandsklagen 2020/1828”) uygun çözümler içermektedir²²⁵. Ancak, medeni hukuka dayanan davalar da sorunların çözümünde her derde deva bir yöntem değildir. Zira prosedürel açıdan bakıldığında, davalarda sadece sonradan (ex-post) kontrol yapılmaktadır²²⁶. Bu yüzden Taksonomi Tüzüğü'nün 22. maddesi ve Bilgilendirme Tüzüğü'nün 14. maddesi kamu hukuku ve medeni hukuk yaptırımlarıyla da desteklenmelidir. Bu yaptırımların en önemli fonksiyonu ise caydırıcılıktır.

IV. GENEL BAKIŞ: SÜRDÜRÜLEBİLİR FİNANSAL ÜRÜNLERİN ÖTESİNDE HUKUKUN ROLÜ

A. Bilgi Rejiminin Genişletilmesi - Ürün ve Hizmetler İçin Karbon Ayak İzi

Çevresel bilgi rejimi sürdürülebilir finansal ürünlerle sınırlı kalmamalı, adım adım hayatın tüm alanlarına yayılmalıdır²²⁷. İdeal olan, bireysel vicdanın, başka bir söyleyişle bireysel farkındalığın (bilincin) sadece yatırım hedeflerinin belirlenmesinde değil, aynı zamanda günlük yaşamda da kişinin kendi sürdürülebilir davranışlarında dikkate alınmasıdır. Münferit (bireysel) tüketiciler ancak çevreye zararlı davranışlarının (burada anahtar kelime “CO2 ayak izi”)²²⁸ farkında olurlarsa ve bunu duruma uyarlama, başka bir ifadeyle duruma göre değiştirme imkânına sahip olurlarsa kısa, orta ve uzun vadede faydalı olabilirler. Eğer normatif düzenlemelerin davranışlar üzerinde yönlendirici bir etkisi olması arzu edilirse, çevresel farkındalıktan çevresel

²²⁵ RL (EU) 2020/1828 über Verbandsklagen zum Schutz der Kollektivinteressen der Verbraucher t. 25.11.2020, ABl. Nr. L 409, 1 – Verbandsklagen-RL 2020/1828. Ausführlich zum VW-Dieselskandal und dem Richtlinienentwurf, bkz. Gsell, Möllers, “Enforcement of Consumer Law”.

²²⁶ Telekom davaları hakkında bkz. Thomas M.J. Möllers ve Lisa Wolf, “Die Causa Telekom und das Recht auf effektiven Rechtsschutz – zur überfälligen Reform des KapMuG,” *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* 21, no. 5 (2021): 249 vd.

²²⁷ Ayrıca bkz. BM 2030 Sürdürülebilir Kalkınma Gündemi Hedef 12.8 (Ziel 12.8 UN-Agenda 2030) (dipnot 8) ve “2030'a kadar, her yerde insanların sürdürülebilir kalkınma ve doğayla uyumlu bir yaşam biçimi hakkında ilgili bilgi ve bilince sahip olmasını sağlamak”.

²²⁸ Bu kavram Almandaca “CO₂-Fußabdruck” şeklinde ifade edilmektedir.

eyleme doğru atılması gereken zor adım ancak bu şekilde atılabilir²²⁹. Tüketiciler daha sonra, davranışlarını değiştirmeleri ya da çevreye zarar veren davranışlar için ödeme yapmak isteyip istemediklerine karar vermeleri konusunda, sağlanan bilgiler aracılığıyla “yönlendirilebilirler”.

Buna bir örnek olarak, çevre dostu projeleri teşvik etmek için bir sertifika satın alarak bir uçuşun çevreye zarar veren etkilerinin ihtiyari olarak telafi edilmesi verilebilir²³⁰. Bir başka örnek de İsveçli finansal hizmet sağlayıcısı Klarna'nın kullanıcılara bir satın alma işleminin karbon ayak izini sorgulayabilme imkanı sunmasıdır²³¹. Hala eksik olan şey ise, bir dijital hizmetin karbon ayak izidir, örneğin bir dijital bulut hizmetinin (“Clouddienst”) kullanımı veya kripto para biriminin çıkarılmasıyla ortaya çıkanlar gibi²³². Alternatif olarak, örneğin dizel ya da elektrikli bir otomobil yerine elektrikli bir bisiklet - ya da belki daha da iyisi pedallı bir bisiklet - kullanarak tüketimden tamamen vazgeçmek de düşünülebilir²³³.

²²⁹ Çok sayıda örnek içeren genel bilgiler için bkz. Thomas M.J. Möllers, “Die Rolle der Verhaltensforschung für das Umweltrecht – Ein Beitrag zur Berücksichtigung menschlicher Verhaltensweisen bei der Steuerung umweltgerechten Verhaltens durch Aufklärung und Rechtszwang,” içinde *Festschrift für Wolfgang Fikentscher zum 70. Geburtstag*, ed. Bernhard Großfeld, Rolf Sack, Thomas M.J. Möllers, Josef Drexel ve Andreas Heinemann (Tübingen: Mohr Siebeck, 1998), 144 vd. (İngilizce versiyon: Thomas M.J. Möllers, “A call for consideration of human modes of behavior when promoting environmentally correct behavior by means of information and force of law,” içinde *Law and evolutionary biology: selected Essays in Honor of Margaret Gruter on her 80th birthday*, ed. Lawrence Frolik (Portola Valley: Gruter Institute for Law and Behavioral Research, 1999), 315 vd. aynı görüş için bkz. Eckhard Reh binder, “Festschrift für Wolfgang Fikentscher zum 70. Geburtstag,” *Neue Juristische Wochenschrift*, no. 20 (1999): 1454.

²³⁰ <https://www.atmosfair.de/de/kompensieren/flug/>. Ayrıca bkz. Marcus Theurer, “So verbessern wir unsere CO₂-Bilanz,” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 27 Aralık 2020: 30.

²³¹ Bkz. Antonia Mannweiler, “Das Gewissen kauft mit ein,” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 21 Nisan 2021: 29.

²³² Christoph Hein, “Singapur verbietet neue Datenzentren,” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 12 Mayıs 2021: 18; Franz Nestler, “Bitcoin sind für Tesla zu umweltschädlich,” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 14 Mayıs 2021: 23.

²³³ Bisiklete binmenin (“personal mobility devices where the propulsion comes from the physical activity of the user”) (yani Türkçe ifadeyle “itici gücün kullanıcının fiziksel aktivitesinden kaynaklandığı kişisel mobilite cihazları”) iklimin korunmasına önemli bir katkı sağlaması şartıdır, Art. 10 Abs. 1 lit. a) Taxonomie-VO i.V.m. Technische Bewertungskriterien bezüglich Klimaschutz bzw. Anpassung an den Klimawandel, C(2021)2800 final (dipnot 48), Annex I, Nr. 6.4.

B. Piyasanın Düzeltilmesi

Yukarıdaki açıklamalarda görüldüğü üzere, dış maliyetlerin içselleştirilmesi ve hedeflerin net olarak tanımlanması, ancak bu hedeflere nasıl ulaşılabileceği sorusunun konunun muhataplarına bırakılması yararlı ve gereklidir²³⁴. Bunun bir örneği, uluslararası toplum tarafından kabul edilen karbondioksit emisyonları oluşturmaktadır. Dış çevresel maliyetler içselleştirilmediği sürece piyasa başarısızlığı kaçınılmazdır. İşte bu noktada uluslararası toplum müdahale etmelidir. İhtiyaç duyulan şey katı hedefler değil, esnek piyasa araçlarıdır. Nihayetinde, karbondioksit emisyonları uluslararası toplum tarafından uygun bir şekilde fiyatlandırılmalıdır²³⁵. Almanya'da bu tür bir aracın madeni yağ vergisi şeklinde yıllardır uygulandığı bilinmektedir. Emisyon ticaretinde piyasa katılımcıları çevreyi korumak için iki seçenektten birini tercih edebilirler: Çevreyi korumak için kendi önlemlerini alabilirler ya da bunun yerine üçüncü kişilerin çevre sertifikalarını satın alabilirler²³⁶. Emisyon ticaretinde sertifikaların fiyatı artmakta²³⁷ ve bu çevre dostu davranışlar için özendirici etki yaratmaktadır. Emisyon ticareti sistemlerinin geliştirilmesi ve yaygınlaştırılması önemli bir adımdır²³⁸. Diğer taraftan da, toplu taşıma veya özel sektörün fotovoltaik ("Photovoltaik") sistemlerden elektrik üreterek şebekeye vermesi gibi çevre dostu davranışlar ödüllendirilmektedir.

Bu nedenle kural koyucu otorite olarak devletten veya uluslararası toplumdan fiyatlandırma, sübvansiyon ve sosyal destek seçenekleri arasında tercih yaparak, düzenleme yapması beklenmektedir. Fiyatlandırma mekanizmasında, yüksek fiyatı karşılayamayanlar devre dışı kalacaktır. Halihazırda Avrupa Birliği ölçeğinde emisyon ticaretinin sanayi, elektrik ve

²³⁴ Paris Anlaşması için bkz. yukarıda dipnot 5.

²³⁵ BM 2030 Sürdürülebilir Kalkınma Gündeminin 12.c Hedefi (dipnot 8): Fosil yakıtların verimsiz bir şekilde sübvansiyon edilmesine son verilmesi ve bunun yerine vergilendirilmesi. Aynı şekilde Sustainable Finance Beirat, "Shifting the Trillions" (2021), 16 vd., https://sustainable-finance-beirat.de/wp-content/uploads/2021/02/210224_SFB_Abschlussbericht-2021.pdf.

²³⁶ Bu politika AB, ABD ve Çin'de elektrikli otomobiller için geçerli. Tesla gibi tamamen elektrikli otomobiller üreten üreticiler, bedelsiz çevre sertifikalarını üçüncü kişilere satabilir ve bunun sonucunda kar elde edebilirler.

²³⁷ Fiyat 2018'den bu yana on kat artarak CO2 ton başına 50 Avro'ya yükseldi, bkz. Hendrick Kafsack ve Niklas Záboji, "CO₂-Handel am Wendepunkt," *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 29 Nisan 2021: 17.

²³⁸ Ayrıntılı bilgi için bkz. Sachverständigenrat, "Jahresgutachten 2019/2020," Anh. 1: Aufbruch zu einer neuen Klimapolitik.

hava taşımacılığı sektörlerinin ötesine geçerek ulaşım, inşaat ve tarımı da kapsayacak şekilde genişletilmesine karşı bir direnç gözlemlenmektedir²³⁹. Her gün belirli bir mesafeyi gidip gelmek zorunda olan yolcular gibi, münferit grupların sosyal olarak desteklenmesi gerekebilir²⁴⁰.

CO2 emisyonlarını azaltmanın maliyeti genellikle çok daha az ekonomik kaynağa sahip olan gelişmekte olan ülkeler bakımından daha da büyüktür²⁴¹. Hindistan ve Çin örneklerinde, son yıllarda ekonomik büyümenin çevrenin korunmasından daha öncelikli hale geldiği görülmektedir. Burada *kazan-kazan* modelleri geliştirilmelidir; örneğin güneş ve rüzgar enerjisi tesislerinin inşası ve ilgili altyapı için mali destek sağlanmalıdır²⁴². Hedefe ancak yenilenebilir enerjilerin maliyetinin fosil yakıtların maliyetinden daha uygun olması halinde ulaşılacaktır²⁴³. Hatta, dezavantajlı ülkeleri desteklemek için uluslararası bir iklim fonu kurulması da düşünülebilir²⁴⁴. Özetle, çevre dostu faaliyetlerin maliyetlerini sübvans eden, çevreye zararlı davranışların maliyetlerini arttıran ve sosyal kaygıları da dikkate alan dengeli bir sisteme ihtiyacımız var.

²³⁹ Helmut Bünder, Christian Geinitz ve Hendrick Kafsack, "Rückschlag für den Emissionshandel," *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 5 Mayıs 2021: 15.

²⁴⁰ Bkz. Sachverständigenrat, "Jahresgutachten" (2019/2020), Anh. 1, 109 vd.

²⁴¹ Bu, 50 yaşın üzerinde olan ve ilgili emisyonları üreten Mercedes-Benz araçları ile sembolize edilmektedir.

²⁴² Almanya'nın Kazakistan'a yönelik olarak yenilenebilir enerjileri desteklemesi hususunda bkz. https://www.german-energy-solutions.de/GES/Redaktion/DE/Publikationen/Marktanalysen/2019/zma_kasachstan_2019_solar-wind.pdf?__blob=publicationFile&v=4.

²⁴³ Danimarkalı siyaset bilimci Lomborg, bu yöndeki araştırma harcamalarının acilen artırılmasından yana, bkz. Patrick Bernau ve Anna Steiner, "So retten Sie die Welt nicht," *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 13 Ocak 2019: 21.

²⁴⁴ BM 2030 Sürdürülebilir Kalkınma Gündemi Hedef 13.a (dipnot 8): "Birleşmiş Milletler İklim Değişikliği Çerçeve Sözleşmesi'nin Tarafı olan gelişmiş ülkelerin, anlamlı iklim eylemi ve şeffaf uygulama bağlamında gelişmekte olan ülkelerin ihtiyaçlarını karşılamak üzere 2020 yılına kadar tüm kaynaklardan yılda 100 milyar dolar toplama taahhüdünü yerine getirmesi ve Yeşil İklim Fonu'na mümkün olan en kısa sürede gerekli mali kaynakları sağlayarak tam olarak faaliyete geçirmesi." Ayrıca bkz. Hedef 1; Svea Junge, "Die Zukunft der Globalisierung," *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 12 Mayıs 2021: 17. Bununla bağlantılı sorunlar için bkz. Gabriel Felbermayr ve Klaus M. Schmidt, "CO₂-Grenzausgleich: Klimaclub statt Klimafestung," *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 28 Mayıs 2021: 18.

C. Kamu ve Özel Kullanım Haklarının Kısıtlanması

Biyolojik çeşitliliğin ve ekosistemlerin korunması ve yeniden canlandırılması için, hafif “yönlendirme” yöntemlerinden biri olan bilgi aktarımının yanı sıra daha sıkı tedbirlerin de alınması gerekmektedir. Demokratik sistemlerdeki yasa koyucular, örneğin şu an rağbet görmese bile yeşil elektrik olarak rüzgar enerjisini yaygınlaştırmak için teklifler ve yasaklar yoluyla da sürdürülebilirliği uygulamaya koymalıdır. Almanya'da güneş enerjisi tesislerinin veya rüzgâr parklarının inşasının önünde engel teşkil eden Aziz Florians-Prensibine²⁴⁵ şimdiye kadarkinden daha sert bir şekilde karşı konulmalıdır²⁴⁶. Herkes yeşil elektrik veya hızlı bir internet bağlantısı istiyor, ancak hiç kimse kendi ön bahçesinde bu iş için gerekli olan uzun direkleri istemiyor²⁴⁷. Bu bağlamda kamu ve özel kullanım haklarının (aynı hakların) kısıtlanması hususu değerlendirilmelidir. İklimin ve biyolojik çeşitliliğin korunmasına yönelik küresel “kamu malları” (“public goods”)²⁴⁸ fikri, özellikle sömürünün önlenmesi veya sınırlandırılması yoluyla dünyanın bazı münferit bölgelerinin korunması amacıyla uluslararası düzeyde uygulanmalıdır. Antarktika Antlaşması²⁴⁹ kapsamında münferit bölgelerin veya Afrika'daki Serengeti gibi çeşitli milli parkların korunması buna örnek

²⁴⁵ Almancası “Sankt-Florian-Prinzip” olan bu ilke, politikada potansiyel tehdit ve tehlike durumlarına karşı kişinin kendisi çözüm bulmak yerine, başkasına havale etme veya başkasından bekleme tarzındaki davranışlarını ifade etmek için kullanılır. Türkçede bilindiği üzere benzer şekilde, “politikada bir sorunun çözülmesi istenmiyorsa, çözüm alt komisyonlara havale edilir” ifadesi kullanılır. Almanya'da Aziz Florian Prensibi, halkın belirli bir çoğunluğu önemli altyapı tesislerinin inşasını onaylayıp kabul etmesine rağmen, bazı dezavantajlarından dolayı bunların kendi yakınlarına yapılmasına karşı çıkması olgusunu vurgulamak için kullanılır. İngilizcede buna karşılık gelen “not in my backyard” ifadesi kullanılır.

²⁴⁶ İtfaiyecilerin koruyucu azizine göre: "Aziz Florian, benim evimi koru, diğerlerini ateşe ver!" Bavyera'da elektrik hatlarının genişletilmesine dair kurgusal bir örnek için bkz. Thomas Schmitt, Jörn Hamacher, Anna Pflaum, Rena Tilsner ve Matthias Wolf, “Alles nur Wutbürger/Nimbies? Eine Analyse der jüngsten Konflikte zur Neuplanung von Stromtrassen in Bayern,” *Mitteilungen der Fränkischen Geographischen Gesellschaft*, no. 61/62 (2015/16): 83 vd.

²⁴⁷ İngilizcesi “not in my backyard” – Nimby. Nimby-Konzeptine ilişkin ayrıntılı bilgiler için bkz. Maarten Wolsink, “Wind power and the NIMBY-myth: institutional capacity and the limited significance of public support”, *Renewable Energy* 21, no. 1, (2000): 49 vd.

²⁴⁸ OECD, “Public Goods and Externalities. Agri-environmental Policy Measures in Selected OECD Countries” (2015), <https://oecd-library.org>.

²⁴⁹ 1.12.1959 tarihli Antarktika Antlaşması (Antarktis-Vertrag), bu konuda bkz. Gesetz zum Antarktis-Vertrag t. 22.12.1978, BGBl. II (1517) ve Antarktika'nın Deniz Canlılarını Koruma Sözleşmesi (CCAMLR = Convention on the Conservation of Antarctic Marine Living Resources) t. 20.5.1980.

teşkil etmektedir. Buna karşılık Amazon yağmur ormanlarının yok edilmesine karşı alınan koruma önlemleri ise hala son derece yetersizdir²⁵⁰. Glasgow'da düzenlenen 26. İklim Değişikliği Konferansında 110 ülke ormanların korunmasına yönelik yeni bir anlaşma imzaladı. Ancak bu anlaşmanın yakın gelecekte uygulamaya konulup konulmayacağını zaman gösterecek. Uluslararası toplumun, çevreye daha fazla zarar verilmesini önlemek için, ilgili ulus devletten belirli kullanım haklarını süresiz olarak satın alması gerekecektir²⁵¹.

Toplumu sürdürülebilirliği içselleştirmeye teşvik etmek ve konforlu, sürdürülemez yolları terk etme arzusunu desteklemek her bir birey için süreklilik arz eden önemli görevlerden biri olmaya devam etmektedir. Şeffaflık, bireyler arasında sürdürülebilir davranış bilincinin oluşturulmasında önemli bir yapı taşıdır. Avrupa Birliği bilgi rejimi burada yolun sadece yarısını katetmiştir: Hukuki düzenlemenin hedefleri arasına yatırımcı kararı konusu dahil edilmeli ve uygun araçlar olan “özetleme” ve “gerekçeleştirme” kullanılarak yeşil yıkamadan kaçınılmalıdır. O zaman bu model hayatın diğer alanlarına da aktarılabilir.

D. Tezlerimizin Özeti

Çalışmamızdaki tezler şu şekilde özetlenebilir: Çevrenin korunması 21. yüzyılın temel ödevidir. Finansal piyasaların olaya dahil edilmesi başka bir ifadeyle devreye sokulması, satranç oyunundaki gibi, çok zekice bir hamle olacaktır. Çünkü uluslararası toplum tek başına yetersiz kalmaktadır; zaten piyasalar da artık buna reaksiyon vermektedir, başka bir ifadeyle oyuna iştirak etmektedir. Finansal piyasalar, sürdürülebilir finansal ürünlerle çevrenin korunmasına katkıda bulunabilir. AB'nin geleceğe yönelik bu göreve ilişkin hassasiyeti ve yaklaşım tarzı, özellikle uygun bilgi aktarımı yoluyla yatırımcının sürdürülebilir finansal ürünlere yönelik ilgisini uyandırma çabaları son derece dikkate ve takdire şayandır. Ancak yatırımcının sınırlı

²⁵⁰ Yazarı belirsiz, “Glasgow Leaders Declaration on Forests and Land Use (2021),” <https://ukcop26.org/glasgow-leaders-declaration-on-forests-and-land-use/>; eleştirel yaklaşım için bkz. Joachim Müller-Jung, “Sie wollen den Wald retten,” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, December 3, 2021: 2.

²⁵¹ BM 2030 Sürdürülebilir Kalkınma Gündemi Hedef 15.b (dipnot 8): “Sürdürülebilir orman yönetimini finanse etmek için tüm kaynaklardan ve tüm düzeylerden önemli miktarda kaynak seferber edilmesi ve gelişmekte olan ülkelere kullanımını artırmaları için uygun teşvikler sağlanması, özellikle ormanların korunması ve yeniden ağaçlandırılması amacıyla.” Ayrıca bkz., die Arbeit der UN Environment Programme World Conservation Monitoring Centre, erişim: <https://www.unep-wcmc.org/>.

düzye rasyonel davranması, mevcut işlem maliyetleri ve yanıltıcı bilgi riski (“greenwashing”) gibi hususlar dikkate alınması gereken dezavantajlardır. Taksonomi Tüzüğü, çevresel sürdürülebilirliği çevresel hedefler aracılığıyla tanımlayarak, çeşitli çevre dostu ekonomik faaliyetler arasında ayırım yaparak ve çevresel hedeflere nasıl ulaşabileceğini göstermek için, çeşitli kriterler kullanarak bu dezavantajları bertaraf etmeye çalışmaktadır. Ancak, finansal piyasa katılımcıları bilgi tekelleri olan devletler ve borsada işlem gören şirketler tarafından sağlanan bilgilere bağımlıdır, bu durum da yeşil yıkama riskini artırmaktadır.

Sürdürülebilirliğin net bir şekilde ortaya konması, yani tanımlanması önemli bir ilk adımdır. İkinci adımda, ayrıntıya girerek daha fazla açıklık getirilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda, yasa koyucu kilit piyasa oyuncularını unutmamalıdır. Yeşil yıkama riskinden kaçınmak için mevcut düzenleyici yaklaşımların dört alanda optimize edilmesi gerekmektedir:

(1) Taksonomi Tüzüğü'nün “ya hep ya hiç ilkesi” teknolojiye yeterince açık değildir ve yeşil yıkamayı teşvik etmektedir.

(2) Bilgilendirme Tüzüğü'nün konu bakımından ve şahıs bakımından uygulama alanı, finansal piyasa katılımcılarının dar bir tanımıyla sınırlıdır; tahvil ve hisse senedi sağlayıcıları olarak devletleri ve borsada işlem gören şirketleri büyük ölçüde normatif düzenlemelerin dışında bırakmaktadır. Ancak, finansal piyasa katılımcıları bilgi tekelleri olarak devletler ve borsaya kayıtlı şirketler tarafından sağlanan bilgilere bağımlı (muhtaç) olduklarından, bu durum yeşil yıkama riskini artırmaktadır.

(3) Hepsinden önemlisi, sürdürülebilir finansal ürünü talep eden yatırımcı yeterince normatif düzenlemelere henüz konu olmamıştır. Yatırımcı, çevre üzerinde olumlu bir etki yaratmak amacıyla sürdürülebilir bir finansal ürüne yatırım yapmaktadır. Yeşil Mutabakatta yer alan bilgilendirme rejiminin etkili olabilmesi için, bu kararın hukuken korunması gerekmektedir. Avrupa Birliği sermaye piyasası hukuku ve haksız rekabet hukukunda, rasyonel yatırımcı kararı ilkesi veya müşterinin (yatırımcının) bilgilendirilmiş kararı gibi ilkeler, uzun yıllardır yanıltıcı bilgilere karşı korumayı sağlayan somut örnekler olarak karşımıza çıkmaktadır. Sermaye piyasası hukukunda bilgi taşkınlığını ve yatırımcının kısıtlı algılama kapasitesi sorununu çözmeye yönelik araçlar yıllardır bilinmektedir: Kısa özet ve sürdürülebilir önlemin gereçesi. Düzenlemelerde yatırımcının unutulması olarak nitelendirilebilecek önemli hatanın bir an önce düzeltilmesi gerekmektedir.

Norm koyucu, yatırımcının sürdürülebilir finansal ürün lehine vereceği kararını sağlam temellere dayandırmasını temin yükümlülüğünün (bilgilendirilmiş karar) yanı sıra özet ve gerekçe sunma yükümlülüğünü de düzenlemelerde açıkça yer vermeli ve bu şekilde yeşil yıkama sorunu somutlaştırmalıdır.

(4) Normatif düzenlemelerin uygulanmasına ilişkin daha somut ve ayrıntılı düzenlemeler halen eksiktir. Burada, devlet kurumlarının idari para cezası içeren yasakları, ihtar veya ihtiyati tedbir (ilgili fiilin menı) gibi klasik yöntemleri kullanmaları gerekmektedir. Ayrıca yeşil yıkama durumunda mevcut Avrupa sorumluluk kuralları temel (esas) alınmak suretiyle, sorumluluk (tazminat) ve ihtiyati tedbir (menetme) mekanizmaları Avrupa düzeyinde işletilebilir.

Küresel ısınmayı durdurmak istiyorsak, kendimizi finans sektörüyle sınırlandırmamalıyız. Çevre bilincini (“karbon ayak izi”) arttırmak ve ideal olarak vatandaşların çevresel davranışları üzerinde daha güçlü bir etki yaratmayı mümkün kılmak için, bilgi rejimi günlük yaşamın diğer alanlarına da aktarılmalıdır. Bu tür bir bilgi aktarımıyla, en azından vatandaşların, başka bir anlatımla bireysel tüketicinin günlük yaşamlarındaki tüketime yönelik davranışlarını, ister et, ister plastik tüketimi veya uzak mesafeli seyahatler olsun, değiştirme şansı doğacaktır. Dışsal maliyetleri içselleştirmek için uluslararası toplum sabit CO2 limitleri belirlemeli, CO2 emisyonlarına bir fiyat koymalı, sürdürülebilir davranışları sübvansetmeli ve özellikle uluslararası bağlamda sosyal konuları dikkate almalıdır.

KAYNAKÇA

- Adams, Michael. *Ökonomische Analyse der Gefährdungs- und Verschuldenshaftung*. Heidelberg: R. v. Decker's Verlag, G. Schenck, 1985.
- Akerlof , George A. “The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism.” *Quarterly Journal of Economics* 84, no. 3 (1970): 488-500.
- Assmann, Heinz-Dieter. “Konzeptionelle Grundlagen des Anlegerschutzes.” *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 1, no. 2 (1989): 49-63.
- Bernau, Patrick ve Anna Steiner. “So retten Sie die Welt nicht.” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 13 Ocak 2019: 21.
- Bianchi, Robert ve Michael Drew. “Sustainable stock indices and long-term portfolio decisions.” *Journal of Sustainable Finance and Investment*, no. 2 (2012): 303-305.

- Bornkamm, Joachim ve Jörn Feddersen. “Irreführende geschäftliche Handlungen.” İçinde *Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb*, Editör Helmut Köhler, Joachim Bornkamm ve Jörn Feddersen. München: Beck, 39th edition, 2021.
- Braumberger, Gerald ve Georg Merk. “‘Jetzt reicht’s!’.” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 16 Mayıs 2021.
- Breuer, Wolfgang, Michaela Haase ve Claudia Breuer. “Editorial.” *J.Bus.Econ.* 83, no. 6 (2013) 551-554.
- Brosig, Isabella. *Benchmark-Manipulation: Eine ökonomische und regulatorische Analyse des LIBOR-Manipulationskandals*. Baden-Baden: Nomos, 2018.
- Buck-Heeb, Petra ve Dörte Poelzig. “Die Verhaltenspflichten (§§ 63 ff. wPnG n.F.) nach dem 2. FiMaNoG – Inhalt und Durchsetzung.” *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* 17, no. 12 (2017): 485-495.
- Bünder, Helmut, Christian Geinitz ve Hendrick Kafsack. “Rückschlag für den Emissionshandel.” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 5 Mayıs 2021: 15.
- Bueren, Eckart. “Sustainable Finance.” *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 48, no. 5 (2019): 813-875.
- Calabresi, Guido. *The Costs of Accidents*. Connecticut: Yale University Press, 1977.
- Coase, Ronald. “The Problem of Social Cost.” *J.L. & Econ.* 3 (1960): 1-44.
- Eidenmüller, Horst. *Effizienz als Rechtsprinzip: Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts*. Tübingen: Mohr Siebeck, 4th edition 2015.
- Esty, Daniel ve Todd Cort. “Guest Editors’ Introduction Rethinking Environmental/Social/Governance Metrics for the Mainstream Investor.” *J. Environ. Investing* 8, no. 1 (2017): 8-10.
- Esty, Daniel C. ve Quentin Karpilow. “Harnessing Investor Interest in Sustainability: The Next Frontier in Environmental Information Regulation.” *Yale J. on Reg.* 36 (2019): 625-692.
- Felbermayr, Gabriel ve Klaus M. Schmidt. “CO₂-Grenzausgleich: Klimaclub statt Klimafestung.” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 28 Mayıs 2021: 18.
- Fleischer, Holger, “Corporate Social Responsibility – Vermessung eines Forschungsfeldes aus rechtlicher Sicht.” *Die Aktiengesellschaft* 62, no. 15 (2017) 509-525.
- Fleischer, Holger. *Informationsasymmetrie im Vertragsrecht: eine rechtsvergleichende und interdisziplinäre Abhandlung zu Reichweite und Grenzen vertragsschlußbezogener Aufklärungspflichten*. München: Beck, 2001.
- Fleischer, Holger. *Verhandlungen des 64. Deutschen Juristentages Berlin 2002 Band I: Gutachten Teile F und G - Abteilung Wirtschaftsrecht: Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?*. München: Beck, 2002.

- Flume, Werner. "Rechtsgeschäft und Privatautonomie." İçinde *Hundert Jahre deutsches Rechtsleben: Festschrift zum hundertjährigen Bestehen des Deutschen Juristentages 1860-1960/1*, Editör: Ernst von Caemmerer, 135-238. Karlsruhe: Müller, 1960.
- Frühauf, Markus. "Neue grüne Bundesanleihe trifft auf großes Interesse." *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 12 Mayıs 2021: 23.
- Frühauf, Markus. "EU-Anleihen sorgen für Paukenschlag." *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 21 Ekim 2020: 23.
- Frühauf, Markus. "Für den Bund sind die grünen Anleihen billiger." *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 20 Nisan 2021: 29.
- Fuest, Clemens, Hans Peter Grüner ve Volker Wieland. "Europäische Zentralbank auf grünen Abwegen." *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 15 Mayıs 2021: 22.
- Geier, Bernd ve Katharina Hombach. "ESG: Regelwerke im Zusammenspiel." *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht*, no.1 (2021): 6-14.
- Geisel, Adrian ve Jennifer Spieles. "Eigenschaften von Green Bonds und ihre Bilanzierung nach IFRS." *Recht der Finanzinstrumente*, no. 4 (2018): 328-335.
- Gerg, Stephan. *Nudging: Verfassungsrechtliche Maßstäbe für das hoheitliche Einwirken auf die innere Autonomie des Bürgers*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2019.
- Grodsky, Jamie. "Certified Green: The Law and Future of Environmental Labeling." *Yale Journal on Regulation* 10, no. 1 (1993): 147-219.
- Grundmann, Stefan. *Europäisches Gesellschaftsrecht*. Heidelberg: C.F. Müller, 2nd edition 2011.
- Gsell, Beate ve Thomas M.J. Möllers. "The Enforcement of Consumer Law and Capital Markets Law." İçinde *Enforcing Consumer and Capital Markets Law*, Editör: Beate Gsell ve Thomas M.J. Möllers, 465-476. Antwerpen: Intersentia, 2020.
- Hein, Christoph. "Singapur verbietet neue Datenzentren." *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 12 Mayıs 2021: 18.
- Hellgardt, Alexander. "Haftung für falsche und unterlassene Kapitalmarktinformationen." İçinde *Wertpapierhandelsrecht*, Editör: Heinz-Dieter Assmann ve Uwe Schneider. Köln: Otto Schmidt, 7th edition 2019.
- Henrichs, Joachim. "Die Grundkonzeption der CSR-Berichterstattung und ausgewählte Problemfelder." *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 47, no. 2-3 (2018): 206-229.
- Herlyn, Estelle ve Magdalene Lévy-Tödter, ed. *Die Agenda 2030 als Magisches Vieleck der Nachhaltigkeit*. Essen: Springer Gabler, 2020.
- Hopt, Klaus. "Europäisches und deutsches Insiderrecht." *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 20, no. 1 (1991): 17-73.

- Ipsen, Nils ve Lars Röh. "Mysterium Taxonomie." *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, no. 41 (2020): 2001, 2005.
- Junge, Svea. "Die Zukunft der Globalisierung." *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 12 Mayıs 2021: 17.
- Kafsack, Hendrik ve Christian Geinitz. "EU schafft im Klimaschutz Fakten." *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 21 Nisan 2021: 15.
- Kafsack, Hendrick ve Niklas Záboji. "CO₂-Handel am Wendepunkt." *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 29 Nisan 2021: 17.
- Kahl, Wolfgang. "Art. 192 AEUV." İçinde *EUVAEUV*, Editör: Rudolf Streinz. München: Beck, 3th edition 2018.
- Kahneman, Daniel. *Thinking, Fast and Slow*. New York: Farrar, Straus and Grioux, 2011.
- Kahneman, Daniel. *Schnelles Denken, langsames Denken*. München: Penguin, 2012.
- Kanning, Tim. "Jetzt soll die Geldanlage ganz CO₂-neutral werden." *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 24 Haziran 2021: 25.
- Kanning, Tim ve Antonia Mannweiler. "Ein Dax für das gute Gewissen." *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 5 Mart 2020: 25.
- Klemm, Thomas. "Die Bundesanleihe wird grün." *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 20 Ağustos 2020: 29.
- Kohler, Jürgen. "Schnittstellen von Umweltschadengesetz und privatrechtlicher Umwelthaftung." *Umwelt- und Technikrecht* 104 (2010).
- Kowsmann, Patricia, Corinne Ramey ve Dave Michaels. "Authorities Probing Deutsche Bank's DWS Over Sustainability Claims." *Wall Street Journal*, 25 Ağustos 2021. <https://www.wsj.com/articles/u-s-authorities-probing-deutsche-banks-dws-over-sustainability-claims-11629923018>.
- Köndgen, Johannes. "Die Ad hoc-Publizität als Prüfstein informations-rechtlicher Prinzipien." İçinde *Festschrift für Jean Nicolas Druey zum 65. Geburtstag*, Editör: Rainer J. Schweizer, Herbert Burkert ve Urs Gasser, 791-817. Zürich: Schulthess, 2002.
- Köndgen, Johannes. "Sustainable Finance: Wirtschaftsethik – Ökonomik – Regulierung." İçinde *Festschrift für Karsten Schmidt zum 80. Geburtstag*, Editör: Katharina Boele-Woelki, Florian Faust, Matthias Jacobs, Thilo Kuntz, Anne Röthel, Karsten Tom ve Birgit Weitemeyer, 671-701. München: Beck, Vol. 1 2019.
- Krakuhn Joachim, Stiefel Kristina ve Gilles Elena. "Die nachhaltige Finanzwirtschaft: Ausgewählte Reportingpflichten auf der Internetseite von Kreditinstituten und Versicherungsunternehmen nach der Offenlegungsverordnung und dem finalen Entwurf des technischen Regulierungsstandards." *Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung*, no. 3 (2021): 133-134.

- Kremer, Dennis. "Das taugen nachhaltige ETF." *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 27 Aralık 2020: 33.
- Kremer, Dennis. "Wie grün sind Fonds?." *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 8 Ağustos 2021: 28.
- Krohn, Philipp ve Antonia Mannweiler. "Ohne Richtschnur im Dschungel der Nachhaltigkeit." *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 3 Nisan 2021: 31.
- Lanoie, Paul, Jérémy Laurent-Lucchetti, Nick Johnstone veStephan Ambec. "Environmental Policy, Innovation and Performance: New Insights on the Porter Hypothesis." *J. Econ. & Mgmt. Strategy* 20, no. 3 (2011): 803-841.
- Larcker, David F. ve Edward M. Watts. "Where's the greenium?." *J. of Account. & Eco.* 69, no. 2/3 (2020): 101312.
- Lehmann, Kai. "Nachhaltig? Ja...Nein...Vielleicht! Zur mangelnden Vergleichbarkeit von ESG-Ratings." *Flossbach von Storch-Studie*, 28 Kasım 2019. www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com.
- Leisner, Walter. *Der Abwägungsstaat: Verhältnismäßigkeit als Gerechtigkeit?*. Berlin: Duncker und Humblot, 1997.
- Löffler, Kristin Ulrike, Aleksandar Petreski ve Andreas Stephan. "Drivers of green bond issuance and new evidence on the "greenium"." *Eurasian Econ Rev* 11 (2021): 1-24.
- Lomborg, Björn. "Wie Klimaklagen den Armen Schaden." *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 27 Mayıs 2021: 17.
- Lutter, Marcus, Walter Bayer veJessica Schmidt. *Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*. Berlin: De Gruyter, 6th edition 2017.
- Mannweiler, Antonia. "Blätter, Globen und Sterne." *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 13 Mart 2021: 30.
- Mannweiler, Antonia. "Grüner, grüner, am grünsten." *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 27 Şubat 2020: 27.
- Mannweiler, Antonia. "Das Gewissen kauft mit ein." *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 21 Nisan 2021: 29.
- Mayer, Justus. "Das System des Europäischen Handelsrechts." İçinde *Europäisches Privat- und Unternehmensrecht*, Editör: Martin Gebauer ve Christoph Teichmann. Baden-Baden: Nomos, 2016.
- Mock, Sebastian. "Berichterstattung über *Corporate Social Responsibility* nach dem CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz." *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, no. 38(2017): 1195-1203.
- Möllers, Thomas M.J. "A call for consideration of human modes of behavior when promoting environmentally correct behavior by means of information and force of law." İçinde *Law and evolutionary biology: selected Essays in Honor of Margaret*

Gruter on her 80th birthday, Editör: Lawrence Frolik, 315-350. Portola Valley: Gruter Institute for Law and Behavioral Research, 1999.

Möllers, Thomas M.J. “Der Bilanzskandal von Wirecard und das Versagen der Finanzbranche.” İçinde *50 Jahre Juristische Fakultät Augsburg*, Editör: Arnd Koch, Michael Kubiciel, Ferdinand Wollenschläger ve Wolfgang Wurmnest, 479-513. Tübingen: Mohr Siebeck, 2021.

Möllers, Thomas M.J. “Die Rolle der Verhaltensforschung für das Umweltrecht – Ein Beitrag zur Berücksichtigung menschlicher Verhaltensweisen bei der Steuerung umweltgerechten Verhaltens durch Aufklärung und Rechtszwang.” İçinde *Festschrift für Wolfgang Fikentscher zum 70. Geburtstag*, Editör: Bernhard Großfeld, Rolf Sack, Thomas M.J. Möllers, Josef Drexl ve Andreas Heinemann, 144-177. Tübingen: Mohr Siebeck, 1998.

Möllers, Thomas M. J. “Europäische Gesetzgebungslehre 2.0: Die dynamische Rechtsharmonisierung im Kapitalmarktrecht am Beispiel von MiFID II und PRIIP.” *Zeitschrift für Europäisches Privatrecht*, no. 2 (2016): 325-357.

Möllers, Thomas M.J. “Gesellschafts- und Unternehmensrecht”. İçinde *Europarecht*, Editör: Reiner Schulze, Andre Janssen ve Stefan Kadelbach, § 19 knr. 98. Baden-Baden: Nomos, 4th edition 2021.

Möllers, Thomas M.J. *Juristische Methodenlehre*. München: C.H. Beck, 4th ed. 2021.

Möllers, Thomas M.J. “Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht – Harmonisierungsmöglichkeiten nach geltendem und künftigem Recht.” *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 26, no. 3 (1997): 334-367.

Möllers, Thomas M.J. *Rechtsgüterschutz im Umwelt- und Haftungsrecht: Präventive Verkehrspflichten und Beweiserleichterungen in Risikolagen*. Tübingen: Mohr Siebeck, 1996.

Möllers, Thomas M.J. “Zur methodischen Arbeit mit allgemeinen Rechtsprinzipien – aufgezeigt am europäischen Kapitalmarktrecht.” İçinde *Festschrift für Theodor von Baums*, Editör: Helmut Siekmann, 805-827. Tübingen: Mohr Siebeck, 2017.

Möllers, Thomas M.J. “Zur Zulässigkeit des Verbraucherboykotts - Brent Spar und Mururoa.” *Neue Juristische Wochenschrift* 49, no. 21 (1996): 1374-1378.

Möllers, Thomas M.J. ve Franz Clemens Leisch. “Haftung von Vorständen gegenüber Anlegern wegen fehlerhafter Ad-hoc-Meldungen nach § BGB § 826 BGB.” *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* 55, no. 35 (2001): 1648-1662.

Möllers, Thomas M.J. ve Franz Clemens Leisch. “Schadensersatz wegen unterlassener unverzüglicher Veröffentlichung von Insiderinformationen.” İçinde *Kölner Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz*, Editör: Heribert Hirte ve Thomas M.J. Möllers. München: Heymanns, 2nd edition 2014.

- Möllers, Thomas M.J. ve Erhan Temel. “Sermaye Piyasasında Bilgi Taşkınlığı (Kısa Finansal Raporların Hayata Geçirilmesine Dair Ampirik, Psikolojik ve Karşılaştırmalı Hukuk Temeline Dayalı Bir Öneri).” *BATİDER* 32, 4 (2016).
- Möllers, Thomas M. J., ve Thomas G. Wenninger. “Das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz.” *Neue Juristische Wochenschrift* 64, no. 24 (2011): 1697-1702.
- Möllers, Thomas M.J. ve Lisa Wolf. “Die Causa Telekom und das Recht auf effektiven Rechtsschutz – zur überfälligen Reform des KapMuG.” *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* 21, no. 5 (2021): 249-255.
- Möslein, Florian ve Karsten Sørensen. “The Commission’s Action Plan for Financing Sustainable Growth and Its Corporate Governance Implications.” *European Company Law Journal*, no. 6 (Aralık 2018): 221-231.
- Müller-Jung, Joachim. “Sie wollen den Wald retten.” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 3 Aralık 2021: 2.
- Nees, Daniel. “Klimaschutz durch die EZB? Reichweite und Grenzen des Mandats der EZB in Bezug auf den Erwerb sogenannter “grüner” Anleihen.” *Europarecht*, no. 2 (2021): 119-137.
- Nestler, Franz. “Bitcoin sind für Tesla zu umweltschädlich.” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 14 Mayıs 2021: 23.
- Noack, Ulrich ve Timo Holzborn. “Dauer des Bestehens des Emittenten.” İçinde *Kapitalmarktrechtskommentar*, Editör: Eberhard Schwark ve Daniel Zimmer. München: Beck, 5th edition 2020.
- Oechsler, Jürgen. “Finanzierung des Angebots.” İçinde *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, Editör: Ulrich Ehricke, Jens Ekkenga ve Jürgen Oechsler. München: Beck, 2003.
- Oehler, Andreas, Matthias Horn ve Stefan Wendt. “Why Self-Commitment Is Not Enough: On a Regulated Minimum Standard for Ecologically and Socially Responsible Financial Products and Services.” İçinde *Designing a Sustainable Financial System*, Editör: Thomas Walker, Stefanie Kibsey ve Rohan Crichton, 405-421. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2018.
- Park, Stephen Kim. “Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution.” *Journal of Environmental Investing* 8, no. 1 (2017): 1-48.
- Papon, Kerstin. “Hohe Umsätze mit gutem Gewissen.” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 24 Ocak 2020: 25.
- Pigou, Arthur Cecil. *The Economics of Welfare*. London: Macmillan, 4th edition 1932.
- Rehbinder, Eckhard. “Festschrift für Wolfgang Fikentscher zum 70. Geburtstag.” *Neue Juristische Wochenschrift*, no. 20 (1999): 1454-1454.

- Reich, Sandra. "Status Quo: Sorgfaltspflichten und Verantwortung in der Lieferkette nach der EU-Konfliktmineralien-VO." *Die Aktiengesellschaft*, no. 4 (2021): R 100.
- Renneboog, Luc, Jenke Ter Horst ve Chendi Zhang. "Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior." *Journal of Banking and Finance*, no. 9 (Eylül 2008): 1723-1734.
- Rogers, Everett ve Rekha Agarwala-Rogers. *Communications in Organisations*. New York: Free Press, 1976.
- Rotman, Robin, Chloe Gossett ve Hope Goldmann. "Greenwashing No More: The Case for Stronger Regulation of Environmental Marketing." *Administrative Law Review* 72, no. 417 (2020).
- Schäfer, Hans-Bernd ve Claus Ott. *Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts*. Wiesbaden: Springer Gabler, 6th edition 2020.
- Schäfer, Henry. "Sustainable Finance – A Conceptual Outline." *University of Stuttgart Working Paper*, no. 3 (August 2012).
- Scheid, Oliver ve Sean Needha. "Sustainable Finance: Überblick über die Gesetzesinitiativen und deren Auswirkungen auf die Unternehmensberichterstattung." *Zeitschrift für internationale Rechtsauslegung*, no. 1 (2021) 35-40.
- Schmitt, Thomas, Jörn Hamacher, Anna Tilsner Pflaum ve Matthias Wolf Rena. "Alles nur Wutbürger/Nimbies? Eine Analyse der jüngsten Konflikte zur Neuplanung von Stromtrassen in Bayern." *Mitteilungen der Fränkischen Geographischen Gesellschaft*, no. 61/62 (2015/16): 83-98.
- Seulen, Günter. "Haftung für fehlerhafte Sekundärmarktpublizität." İçinde *Handbuch der Kapitalmarktinformation*, Editör: Mathias Habersack, Peter Mülbart ve Michael Schlitt. München: Beck, 3th edition 2020.
- Siedenbiedel, Christian. "Die Pflicht zur grünen Geldpolitik." *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 18 Haziran 2021.
- Simon, Herbert. "A Behavioral Model of Rational Choice." *The Quarterly Journal of Economics* 69, no. 1 (1955): 99-118.
- Simon, Herbert. *Models of Bounded Rationality*. Cambridge: MIT Press, 1982.
- Smith, Adam. *Theory of Moral Sentiments*. London: Henry G. Bohn, 2nd edition 1761.
- Stumpp, Maximilian. "Die EU-Taxonomie für nachhaltige Finanzprodukte – Eine belastbare Grundlage für Sustainable Finance in Europa?." *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 31, no. 1 (2019): 71-80.
- Sunstein, Cass. "Nudging: A Very Short Guide." *Journal of Consumer Policy* 37, no. 4 (Aralık 2014): 583-588.

- Talbot, Kevin M. "What Does "Green" Really Mean?: How Increased Transparency and Standardization Can Grow the Green Bond Market." *Vill. Envtl. L.J.* 28, no. 1 (2017): 127-145.
- Thaler, Richard ve Cass Sunstein. *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*. Connecticut: Yale University Press, 2008.
- Thaler, Richard ve Cass Sunstein. *Nudge: Wie man kluge Entscheidungen anstößt*. Berlin: Econ, 2011.
- Theile, Gustav. "Unterlassungsklagen gegen "klimaneutrale" Werbung." *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 20 Mayıs 2021: 18.
- Theurer, Marcus. "Von wegen Klimaneutral." *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 14 Şubat 2021: 20.
- Theurer, Marcus. "So verbessern wir unsere CO₂-Bilanz." *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 27 Aralık 2020: 30.
- Thier, Clara. "Deka nimmt "Impact-Rechner" vom Netz." *Süddeutsche Zeitung*, 25 Şubat 2021, www.sz.de.
- Van Dam, Cees. *The Shell Case (t.b.c.)*. Athens: ECFR, 2021.
- Veil, Rüdiger. "Europa auf dem Weg zu einem Green Bond Standard." *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, 24 (2020): 1093-1101.
- Veil, Rüdiger. "Nachhaltigkeitsförderung durch Finanzmarktrecht." *İçinde Zertifizierung nachhaltiger Kapitalgesellschaften*, Editör: Martin Burgi ve Florian Möslein, 319-342. Tübingen: Mohr Siebeck, 2021.
- Vetter, Jochen. "Geschäftsleiterpflichten zwischen Legalität und Legitimität – Muss sich Ethik lohnen? –." *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 47, no. 2-3 (2018): 338-378.
- Weber, Olaf. "Financial Sector Sustainability Regulations and Voluntary Codes of Conduct: Do They Help to Create a More Sustainable Financial System?." *İçinde Designing a Sustainable Financial System*, Editör: Thomas Walker, Stefanie D. Kibsey ve Rohan Crichton, 383 vd. Berlin: Springer, 2018.
- Webber, Gregoire. "Proportionality, Balancing, and the Cult of Constitutional Rights Scholarship." *Canadian Journal of Law and Jurisprudence*, no 1 (2010): 179-202.
- Wolff, Johanna. *Anreize im Recht: Ein Beitrag zur Systembildung und Dogmatik im Öffentlichen Recht und darüber hinaus*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2021.
- Wolsink, Maarten. "Wind power and the NIMBY-myth: institutional capacity and the limited significance of public support." *Renewable Energy* 21, no. 1, (2000): 49-64.
- Yazarı belirsiz. "Dunkelgrüner Fonds sucht Anleger: Wiwin-Fondsmanager kritisiert "Mogelpackungen" vieler nachhaltiger Anlagen und will es besser machen." *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 31 Mart 2021.

Yazarı belirsiz. “Schon mehr als 40 ETFs im Test: Autsch! So wenig grün sind die neuen Lieblinge der Finanzbranche.” *ECOREporter*, 7 Nisan 2021, <https://www.ecoreporter.de/artikel/nachhaltige-etfs-im-test-wie-grun-sind-die-neuen-lieblinge-der-finanzbranche/>.

Yazarı belirsiz. “The green meme.” *Economist*, 20 Mayıs 2021.

Zeitler, Franz-Christoph ve Silke Wolf. “Nachhaltigkeit in der Finanzwirtschaft.” *Positionspapier Wirtschaftsbeirat München*, Mayıs 2020, www.wbu.de.

Zetzsche, Dirk. *Aktionärsinformation in der börsennotierten Aktiengesellschaft*. Berlin: Heymann, 2006.

Zimmer, Daniel ve Philipp Steinhäuser. “Haftung für falsche und unterlassene Kapitalmarktinformationen.” İçinde *Kapitalmarktrechtskommentar*, Editör: Daniel Zimmer ve Eberhard Schwark. München: Beck, 5th edition 2020.