

828. Greenwashing risico's in groene of duurzame leningen en obligaties

MR. B.E.E. BULSING, MR. M.G.T. DRIESSEN EN MR. N. GROENENDIJK

Leningen en obligaties met een profiel op het gebied van één of meer Environmental, Social en Governance (ESG) factoren hebben een grote vlucht genomen in de afgelopen jaren. Met de toename van vraag naar en aanbod van leningen en obligaties met ESG-kenmerken deed ook het fenomeen 'greenwashing' zijn intrede: het fenomeen dat een bij het financiële product betrokken partij zichzelf of diens financiële product duurzamer voordoet dan waar in werkelijkheid sprake van is. In dit artikel worden de diverse kenmerken van duurzame leningen en obligaties en de mate van greenwashing waaraan financiële markten zijn blootgesteld besproken. Standpunten in de markt, van toezichthouders en van de Europese Commissie, worden benoemd aan de hand van recente ontwikkelingen.

1. Inleiding

1.1 De groei van duurzame schuldfinanciering nu en in de toekomst

Bij de productvoorwaarden van financieringsproducten ziet men steeds vaker het thema ESG terugkomen, waarbij de nadruk vooralsnog ligt op de 'E' (milieufactoren). Er is inmiddels een grote, actieve markt voor groene leningen en obligaties en *sustainability-linked* schuldproducten.¹

De Europese Commissie (EC) ziet duurzame financieringsinstrumenten als een belangrijk instrument voor de transitie naar een duurzame economie in Europa. Zo publiceerde de EC, als onderdeel van het Sustainable Finance Package², een aanbeveling (de Aanbeveling) die beoogt financiering voor de overgang naar een duurzame economie te vergemakkelijken.³ De EC moedigt daarin expliciet het gebruik van groene en sustainability-linked leningen en obligaties aan.

In de Aanbeveling⁴ somt de EC stappen op die deelnemers aan de financiële markten kunnen nemen voor de verduur-

zaming van hun activiteiten en de financiering daarvan. Daarbij is een grote rol weggelegd voor zowel de 'transitieplannen' van ondernemingen als een intensieve dialoog tussen ondernemingen en hun financiers en investeerders, waarbij uitgebreid wordt ingegaan op de rol van schuldfinancieringsinstrumenten.

De EC moedigt ondernemingen aan om één of meer soorten financieringsinstrumenten te gebruiken of te combineren, zoals specifieke soorten leningen of kapitaalmarktuitgiften met specifieke kenmerken, ten behoeve van de financiering van de transitie.⁵ Dit kan bijvoorbeeld in de vorm van een sustainability-linked lening of obligatie, waarbij marktparticipanten de lening verstrekken of de obligatie kopen tegen concurrerende rentetarieven die gelden als de beoogde milieuprestaties (gekoppeld aan transitiedoelstellingen) die ten grondslag liggen aan de leningen worden behaald. Ook wijst de EC op de mogelijkheden van groene leningen die kunnen worden gebruikt voor investeringen om specifieke transitiedoelstellingen te bereiken, zoals het upgraden van activa of het verrichten van nieuwe investeringen die productieprocessen met lage klimaat- en milieueffecten mogelijk maken. De Aanbeveling verwijst daarbij naar de internationale marktstandaarden voor groene en duurzame leningen en obligaties.

1.2 Greenwashing risico's en litigation

Met de groeiende omvang van de markt zijn er ook steeds meer kritische geluiden te horen vanuit toezichthouders, financiers, investeerders en andere deelnemers aan de financiële markten. De kritiek ziet er hoofdzakelijk op dat het niet altijd duidelijk is of een groen of sustainability-linked

1 Het Climate Bonds Initiative rapporteerde in haar H1 Market Report 2023 dat in de afgelopen 16 jaar (de eerste green bonds dateerden van 2007) voor USD 4,2 biljoen aan groene, social, transition en sustainability producten zijn aangegaan of uitgegeven. Volgens het Climate Bonds Initiative bestond ongeveer 62% van dit volume uit groene obligaties.

2 Het EU Sustainable Finance Package werd gepubliceerd op 13 juni 2023 om bedrijven en de financiële sector te ondersteunen bij financiering van de energietransitie en transitietechnologieën. Zie: https://finance.ec.europa.eu/publications/sustainable-finance-package-2023_en

3 Aanbeveling (EU) 2023/1425 van de Europese Commissie van 27 juni 2023 over het vergemakkelijken van financiering voor de overgang naar een duurzame economie.

4 Ibidem.

5 Punt 8 van de Aanbeveling.

product wel zo groen of duurzaam is, dat het vaak niet duidelijk is welke impact er nu precies wordt bereikt met de producten en dat de producten onderling vaak slecht vergelijkbaar zijn. En hoewel de EC duurzame financiering voor de duurzaamheidstransitie aanmoedigt, is ook de EC zich bewust van de greenwashing risico's. Zo licht de EC toe dat de Aanbeveling aanmoedigt tot het vrijwillig gebruik van instrumenten voor duurzame financiering en openbaarmerkingen 'op een wijze die de geloofwaardigheid van investeringsmogelijkheden in transitie kan waarborgen'.⁶

Ook toezichthouders volgen de markt voor groene en duurzame financiering op de voet, teneinde risico's voor de integriteit van de markt en investeerders te inventariseren en waar mogelijk in te perken. Zo hebben de Europese toezichthouders, de Europese Autoriteit voor Banken (EBA), de Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA) en de Europese Autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen (EIOPA) risico's op greenwashing bij onder andere groene en sustainability-linked leningen en obligaties geanalyseerd en heeft het Network for Greening the Financial System (NGFS), een samenwerkingsverband van Europese centrale banken en toezichthouders, risico's op klimaatgerelateerde procedures rondom greenwashing onder de loep genomen.

1.3 Doel

In dit artikel wordt stilgestaan bij de huidige marktpraktijken op het gebied van groene en sustainability-linked leningen en obligaties binnen de zakelijke markt,⁷ die zich richten op duurzaamheid ten aanzien van klimaat en milieu (oftewel, de 'E' van ESG).⁸ Het doel van dit artikel is om marktstandaarden toe te lichten en stil te staan bij discussiepunten die in de markt leven en de gepercipieerde (structurele) zorgpunten die onlangs zijn geïdentificeerd door de Europese toezichthouders (EBA, ESMA en EIOPA) ten aanzien van het risico op greenwashing bij groene en sustainability-linked leningen en obligaties. Daarbij komen ook observaties van het NGFS aan de orde en zal de Aanbeveling worden besproken.

2. Groene leningen en obligaties

2.1 Algemeen

2.1.1 Wat is een groene lening of obligatie?

De traditionele en meest bekende vorm van groene financiering is de groene lening of obligatie.⁹ In de kern is dit een schuldinstrument waarbij de opbrengsten exclusief worden gebruikt om groene projecten te (her)financieren. Deze groene projecten zijn projecten die duidelijke milieuvoordelen opleveren. Een voorbeeld van een groene lening of obligatie is bijvoorbeeld een lening of obligatie waarbij de opbrengsten worden gebruikt om een zonne-energiepark te realiseren of om energiezuinige gebouwen te realiseren.

2.1.2 Wie kan een groene lening aantrekken of groene obligatie uitgeven?

In principe kan ieder bedrijf een groene lening aantrekken of groene obligatie uitgeven, mits zij de opbrengsten kan alloceren aan een groen project. Dit betekent dat de duurzaamheid van het product afhankelijk is de duurzame eigenschappen van het gefinancierde project in plaats van de duurzaamheid van het bedrijf dat de lening aantrekt of de groene obligatie uitgeeft.

Deze kritiek ziet er hoofdzakelijk op dat het niet altijd duidelijk is of een groen of sustainability-linked product wel zo groen is, dat het vaak niet duidelijk is welke impact er nu precies wordt bereikt met de producten en dat de producten onderling vaak slecht vergelijkbaar zijn

In het verleden betekende dit dan ook dat vervuilende c.q. niet-duurzame bedrijven een groene lening of obligatie konden aantrekken of uitgeven, mits het onderliggende project maar voldoende duurzaam was. Hier worden echter steeds meer kritische noten bij geplaatst, omdat een dergelijke nauwe blik vraagtekens zet bij de geloofwaardigheid van het product en de deur openzet voor *cherry picking*,¹⁰ wat potentieel een vorm van greenwashing kan zijn. Zowel investeerders als toezichthouders verwachten in toenemende mate dat bedrijven die een groene financiering aantrekken beschikken over een bredere duurzaamheidsstrategie en kunnen uitleggen hoe de groene financiering bijdraagt aan

⁶ Ibidem.

⁷ Wij richten ons in dit artikel niet op duurzame financieringen door (quasi-)overheden.

⁸ In de praktijk is er inmiddels ook een actieve markt voor financieringen die zich richten op sociale thema's. Hierbij kan men denken aan leningen die worden verstrekt voor de realisatie van projecten in het kader van toegankelijke zorg of betaalbare woningen.

⁹ Hoewel er verschillen bestaan tussen groene leningen en groene obligaties, zijn zij in hun aard vergelijkbaar. Groene obligaties zijn producten die vaak worden aangeboden (althans verhandelbaar zijn) op de publieke markt door grote bedrijven en financiële instellingen. Groene obligaties hebben vaak een hogere hoofdsom dan de gemiddelde groene lening en, omdat de producten vaak publiekelijk verhandelbaar zijn, ligt er meestal meer nadruk op transparantie.

¹⁰ Dat wil zeggen, het enkele benadrukken van positieve ESG-effecten van een project, zonder dit in een bredere context te plaatsen.

de uitvoering van die strategie en het behalen van specifieke milieudoelstellingen. Dit betekent niet dat vervuilende c.q. niet-duurzame bedrijven nu geen groene lening kunnen aantrekken of groene obligatie kunnen uitgeven, maar wel dat zij richting de markt een overtuigend verhaal moeten hebben met betrekking tot de duurzaamheid van de groene lening of obligatie in een bredere context.¹¹

2.2 Regelend kader

Hoewel regelgeving op komst is,¹² bestaat het regelend kader voor groene leningen en obligaties voorsnog hoofzakelijk uit aanbevelingen en richtlijnen die zijn opgesteld door verschillende brancheorganisaties.¹³ Dit zijn vaak vrijwillige standaarden die voorschrijven aan welke voorwaarden een lening of obligatie moet voldoen om als 'groene lening' of 'groene obligatie' te worden aangemerkt.

Ondanks dat de hierboven genoemde standaarden in de regel vrijwillig van aard zijn, zijn zij in de praktijk van groot belang omdat zij de verwachtingen van de markt reflecteren. Voor groene leningen en obligaties zijn de belangrijkste standaarden de Green Bonds Principles (GBP) van de International Capital Market Association (ICMA) en de Green Loan Principles (GLP) van de Loan Market Association (LMA), Asia Pacific Loan Market Association (APLMA) en Loan Syndications and Trading Association (LSTA).¹⁴ Dit zijn globale standaarden die niet alleen voor de Europese markt van belang zijn, maar algemeen gevolgd worden in vrijwel alle financiële markten wereldwijd.

2.2.1 De kernvoorwaarden van de GBP en GLP

De GBP en GLP lijken (bewust) sterk op elkaar¹⁵, waarbij de GLP in grote mate kan worden gezien als een adaptatie van de GBP voor de zakelijke leningenmarkt.¹⁶

De GBP en GLP zelf zijn vrij beknopte documenten. Zij zien er niet op om in detail te bepalen wat wel en niet een groen project is, maar zijn bedoeld om een algemeen geaccepteerd kader vast te stellen op het gebied van marktpraktijk en verwachtingen omtrent voorwaarden zoals transparantie, rapportage en de algemene integriteit van een transactie. Dit kader is relatief flexibel, waarbij veel partijen betrek-

kelijk veel ruimte wordt geboden om invulling te geven aan de vereisten van de GBP en GLP.¹⁷

Samengevat komen de vereisten van de GBP en GLP neer op de volgende vier kernvoorwaarden:

- 1. Gebruik van opbrengsten.** De opbrengsten van de groene lening of obligatie moeten worden gebruikt om één of meerdere groene projecten te (her)financieren¹⁸ die voor het bedrijf duidelijke milieuvoordelen opleveren en bijdragen aan specifieke milieudoelstellingen, zoals het terugbrengen van vervuiling.¹⁹ Indien opbrengsten worden gebruikt voor herfinanciering van projecten, wordt aangemoedigd om openbaar te maken wat de verhouding tussen financiering en herfinanciering is.²⁰
- 2. Project evaluatie en selectie.** Met een groene lening of obligatie wordt door een bedrijf vaak een substantiële lening aangetrokken. Zij zal aan haar geldgevers moeten laten weten hoe zij deze gelden gaat alloceren aan in aanmerking komende groene projecten. Hierbij moet duidelijk zijn welke milieudoelstellingen worden nagestreefd met de groene projecten, hoe de gefinancierde projecten worden geselecteerd en hoe de ESG-risico's verbonden aan deze projecten worden geïdentificeerd en beheerd.²¹
- 3. Beheer van opbrengsten.** Bedrijven moeten kunnen verantwoorden hoe zij de opbrengsten van de groene lening of obligatie hebben besteed. Dit betekent kort gezegd zij de opbrengsten zorgvuldig moeten beheren en kasstromen secuur moeten vastleggen, zodat duidelijk is dat de opbrengsten uiteindelijk zijn gebruikt voor de (her)financiering van groene projecten.²² Deze adminis-

11 Een voorbeeld hiervan kan bijv. zijn een bedrijf in een vervuilende sector, dat de groene lening of obligatie wil gebruiken om de transitie te maken naar meer duurzame activiteiten.

12 Zie par. 2.3.

13 Deze standaarden worden vaak opgesteld door werkgroepen bestaande uit (afgezanten van) grote financiële instellingen en advocatenkantoren die actief zijn in de markt voor groene leningen of obligaties.

14 Andere belangrijke standaarden zijn de Climate Bonds Standard van het Climate Bonds Initiative (welke een vorm van certificering biedt) en de Guidelines for Blue Finance van de International Finance Corporation van de World Bank Group.

15 Green Loan Principles van de LMA en APLMA, versie 21 maart 2018 (oude versie), onder het kopje 'Introductie'.

16 Er bestaan uiteraard wel enkele (kleine) verschillen tussen de GBP en GLP. Deze verschillen zien vooral op het vereiste niveau van transparantie, waarbij de GBP iets strenger zijn dan de GLP. Dit lijkt vooral voort te vloeien uit het feit dat de obligatiemarkt voornamelijk een publieke markt is terwijl de leningenmarkt een meer private markt is die groten-deels relatie-gedreven is.

17 De GBP en GLP kunnen worden toegepast op verschillende soorten obligaties (bijv. standaard *use of proceeds bonds*, *green revenue bonds*, *green project bonds* en *secured green bonds*).

18 Waaronder tevens kan worden geschaard de (her)financiering van gerelateerde en ondersteunde uitgaven (waaronder onderzoek en ontwikkeling).

19 De GBP en GLP schrijven zelf niet in meer detail voor wat een groen project is of aan welke voorwaarden een groen project moet voldoen; dat wordt aan de gebruikers overgelaten. Wel vermelden de GLP en GBP uitdrukkelijk dat aansluiting kan worden gezocht bij bestaande taxonomieën, zoals de EU-Taxonomieverordening (Verordening (EU) 2020/852) of de Climate Bonds Taxonomy van het Climate Bonds Initiative. Hierbij moet uiteraard wel aan de minimumvoorwaarden van de GBP en GLP worden voldaan.

20 Zie de GBP en GLP onder 'Use of Proceeds'.

21 Zie de GBP en GLP onder 'Process for Project Evaluation and Selection'. Naast deze verplichte elementen worden bedrijven aangemoedigd om uit te leggen (i) hoe de projecten bijdragen aan hun bredere milieudoelstellingen, (ii) of zij bij hun selectie gebruik maken van taxonomieën (zoals de EU Taxonomieverordening) en/of groene standaarden of certificeringen, en (iii) hoe zij ESG-risico's verbonden aan de projecten hopen te beheersen (hetgeen met name aanvullende aandacht heeft gekregen in de 2022 update van de GBP en de 2023 update van de GLP).

22 Zie de GBP en GLP onder 'Management of Proceeds'. Omdat het gebruik van de opbrengst bij een groene lening of obligatie centraal staat is het niet toegestaan om de groene opbrengsten te vermengen met gelden die niet worden gebruikt ter (her)financiering van een groen project. Elke uiteindelijke lening die wordt verstrekt mag enkel voor het in aanmerking komende groene project worden gebruikt, ook wanneer de financiering (lees: de allocatie van de opbrengsten) gezamenlijk met andere financiers wordt verstrekt.

tratie kan op een per-lening-basis worden bijgehouden, of gezamenlijk (op portfolio-basis) voor alle groene leningen en obligaties van een bedrijf.²³ In dit kader zijn de GBP strenger dan de GLP, met een uitdrukkelijke aanbeveling dat de administratie van het bedrijf omtrent het gebruik van opbrengsten wordt gecontroleerd door een externe accountant of andere derde partij.²⁴

4. **Rapportage.** Bedrijven dienen informatie bij te houden over het gebruik van de opbrengsten van de groene lening of obligatie.²⁵ Zij dienen (ten minste) jaarlijks te rapporteren over het gebruik van de opbrengsten, welk rapport een lijst dient te bevatten van de gefinancierde groene projecten en een korte beschrijving daarvan, de gealloceerde bedragen en, waar mogelijk, de verwachte impact²⁶ van deze projecten.²⁷

2.2.2 De belangrijkste aanbevelingen van de GBP en GLP
Naast de vier verplichte kernvoorwaarden bevatten de GLP en GBP ook een aantal aanbevelingen, waarvan één (het green bond framework) specifiek is voor de GBP.

De twee belangrijkste aanbevelingen zijn de volgende:

1. **Externe controle.** De belangrijkste aanbeveling in zowel de GBP en GLP ziet erop dat een externe controle, door een onafhankelijke derde partij, wordt aangeraden teneinde vast te stellen of de groene lening of obligatie voldoet aan de hierboven genoemde vier kernvoorwaarden.²⁸ De uiteindelijke controle kan verschillende

vormen aannemen,²⁹ waaronder een second party opinion, een audit of certificering.³⁰

2. **Green bond framework.** Naast de aanbeveling voor een externe controle, bevatten de GBP (en niet de GLP) specifiek nog de aanbeveling dat een bedrijf een *green bond framework* opstelt voordat zij groene obligaties uitgeeft. In dit green bond framework kunnen bedrijven uitleggen hoe hun groene obligaties voldoen aan de vereisten van de GBP en kunnen zij hun bredere ESG-strategie toelichten.

2.3 Wettelijk kader (EU Green Bond Standard Verordening)

Naarmate de markt voor groene financieringen volwassen wordt, ligt het voor de hand dat er wettelijke standaarden worden geïntroduceerd teneinde de markt te reguleren. Hoewel er meerdere wettelijke regels zijn die de markt voor groene leningen en obligaties (direct of indirect) raken, zijn er nog geen wettelijke regels die groene leningen en obligaties specifiek op productniveau reguleren.

Wel is er voor groene obligaties een eerste voorbeeld van wettelijke regelgeving op productniveau op komst. Dit is de verordening inzake de EU Green Bond Standard (EUGBS-verordening). Na een politiek akkoord tussen de verschillende Europese instellingen, is ten tijde van het schrijven van deze bijdrage de compromis-tekst van de EUGBS-verordening op 11 oktober 2023 gepubliceerd, welke op 23 oktober 2023 is aangenomen door de Europese Raad.³¹

2.3.1 Wat regelt de EU Green Bond Standard

De EUGBS-verordening ziet hoofdzakelijk op de voorwaarden van het 'European green bond' (of 'EuGB') label. Dit is een vrijwillig label dat enkel mag worden gebruikt voor obligaties die voldoen aan de vereisten van de EUGBS-verordening. Dit label kent strenge vereisten en is door de Europese wetgever bedoeld als de 'gouden standaard' als het gaat om groene obligaties.³²

In aanvulling op de EU Green Bond Standard biedt de EUGBS-verordening een aantal vrijwillige openbaarmakingsvereisten voor groene en sustainability-linked obligaties die als zodanig worden aangeboden in de Europese

23 Zie de GBP en GLP onder 'Management of Proceeds'. Het beheren en traceren van geldstromen kan geschieden door gelden op een aparte rekening bij te houden of anderszins een administratie bij te houden. Het komt regelmatig voor dat een geldnemer of uitgevende instelling een substantieel bedrag ophaalt met een groene lening of obligatie. Het moet te allen tijde duidelijk zijn wat er met de gelden gebeurt, tot het moment dat zij zijn besteed conform het beoogde doel.

24 Zie de GBP onder 'Management of Proceeds'.

25 Zie de GBP en GLP onder 'Reporting'.

26 Zeker op het gebied van impactrapportage worden bedrijven aangemoedigd om zo transparant mogelijk te zijn. In het kader van de GBP heeft ICMA een aantal standaarden ontwikkeld in het kader van impactrapportage, welke zijn vastgelegd in ICMA's Harmonised Framework for Impact Reporting.

27 Zie de GBP en GLP onder 'Reporting'. Waar project-specifieke informatie niet beschikbaar kan worden gesteld, zij het vanwege concurrentie of vertrouwelijkheidsoverwegingen of vanwege een te grote hoeveelheid aan projecten, wordt in de GBP en GLP aanbevolen om deze informatie in meer algemene termen beschikbaar te stellen of op een portfolio-basis.

28 Voor groene leningen is een externe review minder gebruikelijk dan voor groene obligaties. Zie bijv. International Monetary Fund, J.M. Schmittmann & H.T. Chua, 'How Green are Green Debt Issuers?', IMF Working Paper WP/21/194, juli 2021, p. 9. Dit is mogelijk een uitvloeisel van het feit dat de leningenmarkt meer relatiegedreven is dan de kapitaalmarkt, en er dus meer onderling vertrouwen is.

29 Een relevant document in dit kader is ICMA's Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability-Linked Bonds External Review, waarin nader wordt uitgewerkt welke vorm de externe review kan aannemen. Deze guidelines zijn door de LMA, APLMA en LSTA verder uitgewerkt voor de zakelijke leningenmarkt in de Guidelines for Green, Social and Sustainability-Linked Loans External Reviews (Guidelines for External Reviews).

30 Een belangrijke kanttekening kan hier worden geplaatst voor de GLP, die uitdrukkelijk voorzien in de mogelijkheid tot zelf-certificering door kredietnemers met voldoende inhoudelijke expertise op het gebied van groene financieringen. De GBP voorziet niet in deze mogelijkheid, hoewel zij het ook niet uitdrukkelijk verbieden.

31 De beschrijving van de verordening hieronder gaat uit van de tekst die is aangenomen door de Europese Raad op 23 oktober 2023. Deze tekst is ten tijde van schrijven nog niet gepubliceerd in het Publicatieblad van de Europese Unie.

32 Zie Europese Commissie, 'Sustainable Finance: Commission welcomes political agreement on European green bond standard', 28 februari 2023.

Unie en een registratiesysteem voor externe controleurs van ‘European green bonds’.³³

2.3.2 Toekenning van het label ‘European green bond’

De EU Green Bond Standard bouwt voort op de GBP, maar is op een aantal vlakken aanzienlijk strenger. Allereerst geldt dat het ‘European green bond’-label (behoudens een beperkte uitzondering³⁴) enkel kan worden toegekend aan obligaties waarvoor een prospectus wordt gepubliceerd conform de vereisten van de EU Prospectusverordening.³⁵ In het prospectus kan de uitgevende instelling de keuze maken om de obligaties als ‘European green bonds’ te bestempelen.

Een ander belangrijk verschil ten opzichte van de GBP is dat onder de EU Green Bond Standard vereist is dat de netto opbrengsten,³⁶ behoudens een beperkte uitzondering,³⁷ worden aangewend ter financiering van specifieke activiteiten die voldoen aan de vereisten die worden gesteld aan ecologisch duurzame beleggingen onder de EU Taxonomieverordening.³⁸

Tenslotte bevat de EU Green Bond Standard zwaardere rapportageverplichtingen dan de GBP. De verplichte rapportage bestaat uit pre-uitgifte-rapportage in de vorm van een *factsheet* en post-uitgifte-rapportage in de vorm van een *allocation report* en *impact report*, die alle wettelijke standaarden volgen. Hierbij is in ieder geval vereist dat het allocation report en de fact sheet worden gecontroleerd door een externe controleur, waarbij de externe controle van het impact report optioneel is.

2.3.3 Praktische relevantie

Het zal afwachten zijn of investeerders uiteindelijk van uitgevende instellingen gaan verwachten dat zij rapporteren conform deze vrijwillige vereisten en of deze vrijwillige standaarden na verloop van tijd een verplicht karakter krijgen onder toekomstige regelgeving. Vooral het vereiste dat opbrengsten moeten worden aangewend aan activiteiten conform de vereisten van de EU Taxonomieverordening staat vooralsnog mogelijk in de weg aan de praktische

toepassing van de EU Green Bond Standard, aangezien de EU Taxonomieverordening gedetailleerde regelgeving betreft die in de praktijk niet altijd even eenvoudig toepasbaar is, mede door een gebrek aan data of door de algemene complexiteit van de wetgeving.³⁹ Brancheorganisaties zoals de ICMA⁴⁰ en de Association for Financial Markets in Europe (AFME)⁴¹ hebben dan ook het verplichte gebruik van opbrengsten conform de EU Taxonomieverordening geïdentificeerd als een potentieel struikelblok voor de toepassing op grote schaal van de EU Green Bond Standard.

In de tussentijd moedigt de EC de toepassing van de EU Green Bond Standard aan, alsmede de daarin voorgeschreven informatievoorziening – op vrijwillige basis – bij obligaties die niet bedoeld zijn als EU Green Bonds.⁴² Uiteraard is het mogelijk dat de marktpraktijk zich zal ontwikkelen in de richting van een steeds verdere vrijwillige toepassing van (elementen van) de EU Green Bond Standard.

3. Sustainability-linked leningen en obligaties

3.1 Algemeen

Na de opkomst van de groene lening en obligatie is inmiddels ook een grote markt ontstaan voor zogenoemde sustainability-linked leningen en obligaties. Sustainability-linked leningen en obligaties zien niet op de (her)financiering van een specifiek groen project,⁴³ maar kunnen worden gezien als een normale lening of obligatie waarbij het bedrijf wordt beloond met een lagere rente⁴⁴ indien zij bepaalde specifieke omschreven ESG-doelstellingen behaalt (vooral in de sustainability-linked leningenmarkt) of wordt gestraft met een hogere rente indien zij deze milieudoelstellingen niet haalt (vooral in de sustainability-linked obligatiemarkt).⁴⁵ Met het aangaan van een sustainability-linked lening of het uitgeven van een sustainability-linked obligatie geeft een bedrijf dus impliciet een *commitment* af om duurzamer te worden.⁴⁶

Net als voor groene leningen en obligaties geldt voor sustainability-linked leningen en obligaties dat in principe

33 In dit artikel wordt wij enkel ingegaan op de voorwaarden van het ‘European green bond label’ en de bepalingen die van toepassing zijn op vrijwillige rapportage, zijnde het meest relevante onderdeel van de EUGBS-verordening in het kader van dit artikel.

34 Zie art. 14.1 EUGBS-verordening.

35 Zie art. 14.2 EUGBS-verordening.

36 Dat wil zeggen, de opbrengsten van de uitgifte min kosten verbonden aan de uitgifte. Zie art. 4.1 EUGBS-verordening.

37 Zie art. 5 EUGBS-verordening, waaronder 15% van de opbrengsten mogen worden gebruikt voor activiteiten die voldoen aan de EU Taxonomieverordening, anders dan de technische screening criteria (zie hieronder), mits (i) er voor die activiteiten nog geen technische screeningcriteria zijn of (ii) de relevante activiteiten plaatsvinden in het kader van internationale ondersteuning conform specifieke richtlijnen.

38 De EU Taxonomieverordening biedt een zogenoemde taxonomie waarin een uniform begrip wordt gecreëerd omtrent welke activiteiten als ‘ecologisch duurzaam’ kunnen worden gezien.

39 Voor meer informatie over specifieke operationele problemen met de toepassing van de EU Taxonomieverordening in de praktijk, zie o.m. ICMA, ‘Ensuring the usability of the EU Taxonomy’, 1 februari 2022.

40 ICMA, ‘ICMA supports voluntary nature of EU Green Bond (EU GB) label and of wider sustainable bond disclosures’, 1 maart 2023.

41 AFME, ‘AFME welcomes provisional agreement reached on European Green Bonds Standard’, 1 maart 2023.

42 Zie de Aanbeveling.

43 Voor de volledigheid merken wij op dat deze ESG-doelstellingen niet per se milieu-gerelateerd dienen te zijn (hoewel zij dit wel vaak zijn), maar voor dit artikel is dit wel de focus.

44 In theorie kunnen ook andere vergoedingen afhankelijk worden gemaakt van het wel of niet behalen van de ESG-doelstellingen.

45 In theorie zijn de twee vormen te combineren, waarbij een groene lening of obligatie tevens een sustainability-linked product is. In de praktijk ziet men echter nog niet veel van dit type producten.

46 Een sustainability-linked lening of obligatie kan ook een opmars zijn naar een groene lening of obligatie, waarbij het bedrijf haar (groene) capex-plannen opvoert totdat deze van voldoende formaat zijn om een groene lening aan te trekken of groene obligatie uit te geven.

elk bedrijf een dergelijke lening kan aantrekken of obligatie kan uitgeven.

3.2 Regelend kader

Hoewel het een kwestie van tijd lijkt totdat er specifieke regelgeving komt voor sustainability-linked leningen en obligaties, bestaat het regelend kader voorsnog uit aanbevelingen en richtlijnen die zijn opgesteld door verschillende brancheorganisaties. In het algemeen zijn dit dezelfde brancheorganisaties die ook de standaarden hebben voorbereid voor groene leningen en obligaties.

De gevolgen van greenwashing voor degenen die zich daaraan hebben schuldig gemaakt zijn significant: greenwashing kan leiden tot actie van de toezichthouders en tot schadevergoedingsclaims van deelnemers aan de financiële markten

Voor sustainability-linked leningen en obligaties zijn de belangrijkste standaarden de Sustainability-Linked Bond Principles (SLBP) van de ICMA en de Sustainability-Linked Loan Principles (SLLP) van de LMA, APLMA en LSTA.⁴⁷ Ook hier geldt dat de SLBP en SLLP (bewust) sterk op elkaar lijken.

De kernvoorwaarden van de SLBP en SLLP

Net als de GBP en GLP, zijn de SLBP en SLLP vrij beknopte documenten die bedoeld zijn om een algemeen geaccepteerd kader vast te stellen op het gebied van sustainability-linked leningen en obligaties. Zij schrijven niet in detail voor aan welke milieudoelstellingen een bedrijf zich moet committeren of wat de beloning of straf moet zijn bij het wel of niet halen van de doelstellingen. De SLBP en SLLP zijn enkel bedoeld als een algemeen kader en set van minimumvereisten voor bedrijven die hun lening of obligatie sustainability-linked willen noemen. Gebruikers moeten vervolgens in de praktijk invulling geven aan deze minimumvereisten.⁴⁸

Samengevat komen de vereisten van de SLBP en SLLP neer op de volgende vijf kernvoorwaarden:

1. **Selectie van key performance indicatoren (KPIs).** De kern van de sustainability-linked lening of obligatie is dat een bedrijf wordt beoordeeld op haar ESG-prestaties. Dit betekent dus dat een aantal KPIs moet worden geselecteerd om deze ESG-prestaties meetbaar te maken, waarbij men kan denken aan KPIs zoals 'hoeveelheid CO₂-uitstoot' of 'hoeveelheid afval geproduceerd'. De SLBP en SLLP schrijven voor dat deze KPIs geloofwaardig moeten zijn, wat betekent dat zij (i) de kern van de onderneming moeten raken, (ii) meetbaar of anderszins kwantificeerbaar moeten zijn, (iii) moeten kunnen worden geverifieerd en (iv) moeten kunnen worden gebenchmarkt tegen een externe bron (wat vooral relevant is voor kernvoorwaarde twee, het ambitieniveau van de *sustainability performance targets*).⁴⁹
2. **Vaststellen van de sustainability performance targets (SPTs).** Nadat de KPIs (welke ESG-prestaties worden gemeten) zijn bepaald kunnen de SPTs worden vastgesteld. De SPTs zijn de targets voor de KPIs waaraan het bedrijf moet voldoen om het voordeel (lagere rente) te ontvangen of het nadeel (hogere rente) te ontlopen. Onder de SLBP en SLLP dienen de SPTs ambitieus te zijn. Dit betekent dat zij een materiële verbetering moeten vertegenwoordigen ten opzichte van de huidige ESG-prestaties van het bedrijf, die verder gaat dan enige 'business as usual'-verbetering en in het kader van de SLLP verder gaat dan wettelijk verplichte targets.⁵⁰ Daarnaast dienen de SPTs (i) te passen binnen de ESG-strategie van het bedrijf, (ii) (indien mogelijk) te worden gebenchmarkt tegen externe gegevens en (iii) te worden vastgesteld voor een vooraf bepaalde tijdslijn die wordt vastgelegd ten tijde van het aangaan van de lening dan wel uitgifte van de obligatie.⁵¹
 - Hierbij wordt aangeraden om een externe partij aan te wijzen voor de beoordeling of de sustainability-linked lening of obligatie voldoet aan de SLLP of SLBP (als van toepassing).
3. **Contractuele voorwaarden.** De kern van de sustainability-linked lening of obligatie is dat de (financiële) voorwaarden⁵² afhankelijk zijn van de vraag of aan de SPTs is voldaan. Dit kan dus concreet betekenen dat men een voordeel ontvangt indien aan de SPTs is voldaan (bijvoorbeeld lagere rente) of een boete krijgt indien niet aan de SPTs is voldaan (bijvoorbeeld hogere rente) of een combinatie van de twee. In de regel heeft men het hier over beperkte economische voordelen, die

47 Voor specifieke producten zijn er nog separate aanbevelingen, zoals de High Yield Sustainability-Linked Bonds (Practical Recommendations), van de European Leveraged Finance Association (ELFA) en ICMA van mei 2023.

48 Met minimumvereisten wordt bedoeld de minimumvereisten waaraan de sustainability-linked lening of obligatie moet voldoen, niet de minimumvereisten van het ESG-beleid van de issuer of kredietnemer. Zie ook de Sustainability-Linked Bond Principles Related Questions van ICMA gepubliceerd in september 2023.

49 Zie de SLBP en SLLP onder 'Selection of KPIs'.

50 Dit vereiste, dat de SPTs strenger moeten zijn dan wettelijk verplichte targets, is nieuw in de 2023 SLLP.

51 De KPIs en SPTs dienen in principe bij verstrekking van de lening of uitgifte van de obligatie te worden vastgesteld. De SLLP bieden beperkte ruimte om binnen twaalf maanden na aangaan van de lening de KPIs en SPTs vast te stellen. Hierbij wordt aangeraden dat alle geldgevers hieromtrent actief moeten instemmen.

52 In de regel heeft men het hierbij over de toepasselijke rente. Het is echter ook denkbaar dat andere financiële voorwaarden (bijv. de hoogte van enige commissies of andere vergoedingen) afhankelijk worden gesteld van het wel of niet behalen van de SPTs.

vaak niet verder oplopen dan een voordeel of boete van 0,25% rente op jaarbasis.⁵³

4. **Rapportage.** Bedrijven dienen onder de voorwaarden van de SLBP en SLLP informatie bij te houden over hoe zij presteren op het gebied van de KPIs en andere zaken die geldschieters in staat stelt om de SPTs te beoordelen, inclusief of deze SPTs voldoende ambitieus blijven. Qua verplichte rapportage bestaan er kleine verschillen tussen de SLBP en SLLP.
 - De SLBP schrijven voor dat de uitgevende instelling jaarlijks dient te rapporteren over het bovenstaande (inclusief nulmetingen waar relevant)⁵⁴ en dat dit rapport tevens een verificatiecontrole-rapport (*verification assurance report*) bevat ten aanzien van de prestaties ten opzichte van de SPTs. Dit verificatiecontrole-rapport dient publiek beschikbaar te worden gesteld.
 - De SLLP schrijven voor dat de geldnemer ten minste één keer per jaar een *sustainability confirmation statement* beschikbaar stelt aan de geldnemers met aangehecht verificatierapport (*verification report*), waarin wordt aangegeven of aan de SPTs is voldaan en wat de gevolgen zijn voor de voorwaarden van de lening. Bedrijven zijn onder de SLLP niet verplicht publiekelijk te rapporteren over hun SPTs en hun methodologie voor de berekening daarvan, maar worden daartoe wel aangespoord.⁵⁵
5. **Verificatie.** In de SLBP en SLLP staat verificatie meer centraal dan in de GBP en GLP. Verificatie van de ESG KPIs tegen de SPTs is verplicht en dient jaarlijks door een onafhankelijke externe partij⁵⁶ te worden geverifieerd. De vorm van de verificatie kan verschillende vormen aannemen (bijvoorbeeld *limited of reasonable assurance*, waarbij de limited assurance een minder sterke vorm van controle is).⁵⁷ Anders dan de pre-signing of pre-issuance verificatie is dit een verplicht element van de SLBP en SLLP. Deze controle vertaalt zich in een jaarlijks rapport dat onder de SLBP openbaar beschikbaar

dient te worden gesteld en onder SLLP slechts waar van toepassing openbaar beschikbaar moet worden gesteld.

3.3 Wettelijk kader

Er bestaat op moment van het schrijven van dit artikel nog geen specifieke wetgeving die zich op productniveau richt op sustainability-linked leningen en obligaties. Wel bevat de EUGBS-verordening bepaalde vrijwillige standaarden en templates die kunnen worden gebruikt om te rapporteren over sustainability-linked leningen en obligaties. Deze vorm van rapportage is niet verplicht onder de EUGBS-verordening. Ook de eerder genoemde Aanbeveling van de EC moedigt de vrijwillige toepassing van de EUGBS-verordening rapportagestandaarden aan voor zowel groene als sustainability-linked obligaties.

3.4 Contractuele marktstandaarden

Een belangrijk onderdeel van sustainability-linked leningen of obligaties zijn de contractuele voorwaarden, die bepalen welke en wanneer een korting of een boete wordt gegeven ten aanzien van de financiële voorwaarden van het product (zoals een lagere of hogere rente). Vooral op de leningenmarkt hebben verschillende brancheorganisaties standaardbepalingen of documentatie opgesteld voor sustainability-linked leningen, waaronder de LMA, APLMA en LSTA. Deze standaardbepalingen en documentatie zijn vrijwillig van aard en marktparticipanten zijn niet verplicht om ze te gebruiken.

Qua contractuele voorwaarden is de markt voor sustainability-linked leningen en obligaties nog volop in ontwikkeling. Een belangrijk thema binnen de leningenmarkt is op dit moment wat er moet gebeuren indien de geldnemer zich niet houdt aan haar rapportageverplichtingen, waardoor niet kan worden gecontroleerd hoe het bedrijf presteert met betrekking tot de afgesproken KPI's. Vaak resulteert dit niet in een verzuim, maar leidt dit slechts tot een hogere rente en/of een *declassification event* waarbij de sustainability-linked productbepalingen vervallen. In discussies komt steeds vaker de vraag op of het niet voldoen aan de sustainability-linked bepalingen moet leiden tot een verzuim, mede in het licht van de greenwashing risico's die zijn verbonden aan het benoemen van een lening als een sustainability-linked product.

4. Groene en sustainability-linked leningen en obligaties op de regulatoire agenda

Met de groei van de markt voor groene en sustainability-linked leningen en obligaties hebben deze producten ook steeds meer aandacht gekregen van toezichthouders. Voor toezichthouders in Nederland en de Europese Unie staat het toezicht op duurzame financiële producten en instrumenten hoog op de regulatoire agenda. Zo heeft de Autoriteit Financiële Markten (AFM) al in 2020 een rapport over duurzame obligaties van Nederlandse uitgevende instellingen uitgebracht, waarin de AFM aankondigt het risico van greenwashing op dit vlak te blijven monitoren en heeft de

53 In het kader van sommige sustainability-linked producten is er ten slotte nog een tussencategorie denkbaar, waarbij het bedrijf dat niet aan de SPTs heeft voldaan bijv. geen boete krijgt indien zij toch een bepaald minimumniveau heeft behaald. Zie de SBLP en SLLP onder 'Bond characteristics' en 'Loan Characteristics' respectievelijk.

54 Indien mogelijk dient de uitgevende instelling hierbij aan te geven welke factoren hebben bijgedragen aan de ontwikkeling, wat de impact is van de verbeterde ESG-prestaties en of zij de KPIs en/of SPTs nog moet bijstellen aan de hand van de behaalde prestaties.

55 Zie de SLBP en SLLP onder 'Reporting'.

56 Omtrent de praktische elementen van de verificatie schrijven de SLBP en SLLP enkel voor dat deze moet worden uitgevoerd door een geschikte externe partij met voldoende expertise, zoals een accountant, ESG-consultant met relevante expertise of rating agency.

57 Een relevant document in dit kader is ICMA's Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability-Linked Bonds External Review waarin nader wordt uitgewerkt welke vorm de externe review kan aannemen. Deze guidelines zijn door de LMA, APLMA en LSTA verder uitgewerkt voor de zakelijke leningenmarkt in de Guidelines for Green, Social and Sustainability-Linked Loans External Reviews (Guidelines for External Reviews).

AFM ook haar verwachtingen omtrent duurzame producten gecommuniceerd.⁵⁸

Daarnaast heeft het greenwashen van financiële producten en instrumenten bijzondere aandacht gekregen in recente rapporten van de Europese toezichthouders EBA, ESMA en EIOPA.⁵⁹ Hierbij is duidelijk dat de gevolgen van greenwashing voor degenen die zich daaraan hebben schuldig gemaakt significant zijn: greenwashing kan leiden tot actie van de toezichthouders en tot schadevergoedingsclaims van deelnemers aan de financiële markten.

4.1 Rapporten Europese toezichthouders omtrent greenwashing

In de praktijk communiceren marktpartijen steeds vaker hun ambities en behaalde doelen op het gebied van duurzaamheid. Bij het doen van dergelijke uitingen omtrent duurzaamheid ligt echter het risico van greenwashing op de loer. De impact van greenwashing op reputatie- en operationele (proces)risico's wordt steeds groter geschat en toezichthouders en marktpartijen zijn zich steeds meer bewust van greenwashing en de risico's die daarmee samenhangen.⁶⁰

4.1.1 Een definitie van greenwashing

De reikwijdte en interpretatie van het begrip 'greenwashing' is echter niet altijd even duidelijk. Hoewel het huidige regelgevingskader van de Europese Unie enkele aanwijzingen voor de interpretatie van het begrip greenwashing bevat, bestaat er momenteel nog geen eenduidige definitie van dit begrip.⁶¹ Het kan daarom lastig zijn voor marktdeelnemers om te bepalen welke uitingen met betrekking tot duurzame financiële producten of instrumenten potentieel kwalificeren als greenwashing. De recent gepubliceerde rapporten van de Europese toezichthouders voor de financiële markten bieden in dit opzicht nuttige handvatten: zij bevatten een (voorlopig) algemeen begrip van de term 'greenwashing', zijnde:

'Praktijken waarbij duurzaamheidsgerelateerde verklaringen, acties of mededelingen over het onderliggende duurzaamheidsprofiel van een entiteit, een financieel product of

financiële diensten niet duidelijk en eerlijk zijn weergegeven.'

Greenwashing is dan ook breder dan het publiceren van foutieve informatie (liegen) of het incorrect labelen van een product als groen maar omvat tevens de ommissie van belangrijke informatie, het geven van verklaringen die onduidelijk of te kort door de bocht zijn, alsook het geven van verklaringen die niet kunnen worden onderbouwd. Dit is een breed begrip dat een product gedurende verschillende momenten tijdens zijn levenscyclus kan raken.

De ruime uitleg van het begrip greenwashing die de Europese toezichthouders op dit moment voor ogen hebben, zal de risico's voor marktpartijen significant groter maken; dat geldt voor zowel 'gewone' leningen en obligaties als voor groene en sustainability-linked leningen en obligaties

Naast de algemene definitie van greenwashing identificeren de Europese toezichthouders een aantal kern-kenmerken van greenwashing en gevallen waarin informatie of verklaringen misleidend worden geacht. Toezeggingen over toekomstige ESG-prestaties worden beschouwd als het meest vatbaar voor greenwashing, gevolgd door de ESG-strategie en -doelstellingen van bedrijven, en het gebruik van ESG-labels en -certificaten. Met name het weglaten van informatie of het verkeerd labelen of classificeren van financiële producten als 'groen' wordt geclassificeerd als greenwashing.⁶²

Hoewel de door de Europese toezichthouders gehanteerde definitie breed is en inzicht geeft voor financiële marktpartijen, is dit een voorlopige definitie. Naar verwachting in mei 2024 zullen de Europese toezichthouders definitieve rapporten over greenwashing publiceren, welke naar verwachting tevens een finale en brede definitie van greenwashing zullen bevatten. In de tussentijd publiceren marktpartijen zoals de ICMA⁶³ en ESMA's Securities and Markets Stakeholder Group (SMSG)⁶⁴ hun blik op de huidige rapporten van de toezichthouders.

58 AFM, Report on Sustainable bonds in the Netherlands, Developments, risks and impact on supervision, april 2020. Zie: https://www.afm.nl/~/_profmedia/files/publicaties/202/afm-report-sustainable-bonds-in-the-netherlands-def.pdf.

59 EBA Progress Report on Greenwashing, 31 mei 2023, ESMA Progress Report on Greenwashing, 31 mei 2023 en EIOPAs Progress Report on Greenwashing – Advice to the European Commission, 1 juni 2023. Deze rapporten zijn beschikbaar via de website van de betreffende toezichthouder. De rapporten zijn opgesteld n.a.v. een verzoek van de EC aan de toezichthouders om hun visie te geven met betrekking tot het fenomeen greenwashing.

60 EBA Progress Report on Greenwashing, 31 mei 2023, p. 34 en 41.

61 Zie bijv. overweging 11 van de Taxonomieverordening ((EU) 2020/852) van 18 juni 2020 en p. 3 van het Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende de staving en het communiceren van uitdrukkelijke milieueclaims 2023/0085 (COD) (Richtlijn Groene Claims), zoals aangenomen door de Europese Commissie op 22 maart 2023.

62 Voorbeelden van greenwashing volgens het EBA-rapport zijn: sustainability-linked leningen of obligaties die worden gepresenteerd als leningen of obligaties met een reële impact, terwijl de kredietnemer/issuer niet noodzakelijkerwijs een dergelijke reële impact kan maken (bijv. vanwege de omvang van het bedrijf), sustainability-linked leningen of obligaties die enkel voorzien in een positieve aanpassing van de marge maar geen negatieve aanpassing bevatten indien de doelstellingen (KPIs) niet worden gehaald, of onterecht gebruik van een ESG label.

63 ICMA, 'Market integrity and greenwashing risks in sustainable finance', 10 oktober 2023.

64 ESMA Securities and Markets Stakeholder Group, 'Advice to ESMA: SMSG advice to ESMA on additional questions relating to greenwashing' (ESMA22-106-4551), 16 March 2023.

Een terugkerende kritiek van marktpartijen op de voorgestelde brede definitie is dat deze verder gaat dan bestaande regelgeving en dat een brede definitie lastig toepasbaar is in de praktijk. De ruime uitleg van het begrip greenwashing die de Europese toezichthouders op dit moment voor ogen hebben, zal de risico's voor marktpartijen significant groter maken; dat geldt voor zowel 'gewone' leningen en obligaties als voor groene en sustainability-linked leningen en obligaties. Dat kan de groei in groene en sustainability-linked leningen en obligaties beperken, terwijl de EC juist het gebruik daarvan aanmoedigt. Het ligt daarom, volgens sommige marktpartijen, voor de hand om een engere definitie van greenwashing te hanteren die zich meer richt op de actuele risico's voor de markt. Om deze redenen stellen zowel de ICMA als de SMSG voor om misleiding (*misrepresentation*) een prominentere plaats in te laten nemen bij de definitie van greenwashing. Zo stelt de ICMA voor, specifiek voor financieeltoezichtsrecht, de volgende definitie te hanteren:

'For financial regulatory purposes, greenwashing is a misrepresentation of the sustainability characteristics of a financial product and/or of the sustainable commitments and/or achievements of an issuer that is either intentional or due to gross negligence.'

Een bijkomend voordeel van een dergelijke definitie zou volgens marktpartijen bovendien kunnen zijn dat beter wordt aangesloten bij bestaande regelgeving op het gebied van misleiding van investeerders.⁶⁵

4.1.2 Impact op financiële producten⁶⁶

Greenwashing kan geschieden op verschillende niveaus, waaronder op het niveau van de uitgevende instelling of geldnemer (deze partij doet bijvoorbeeld uitspraken over haar duurzame praktijken die niet blijken te kloppen) of op productniveau (bijvoorbeeld, de door een groene obligatie gefinancierde projecten blijken niet groen te zijn of de ESG-targets van een sustainability-linked lening blijken allesbehalve ambitieus).

Op productniveau is de relevantie van de regulatoire focus op greenwashing evident. Een product dat als groen of sustainability-linked wordt gepresenteerd, maar niet voldoet aan de vereisten, kan leiden tot sancties, claims voor *misselling* van producten en juridische en reputationele risico's. Met deze achtergrond is het mogelijk dat financiële instellingen met een grotere focus op greenwashing terughoudender zullen zijn voordat zij tot verstrekking van een groene of sustainability-linked lening overgaan of zullen meewerken aan een uitgifte of plaatsing van een groene of sustainability-linked obligatie. Enerzijds kan dat de integriteit van deze specifieke productklasse bevorderen. Anderzijds roept dit ook vragen op omtrent

de toegankelijkheid van het specifieke product dat volgens verschillende wetgevers een belangrijke rol kan spelen in de financiering van de grootste uitdagingen van de huidige tijd, zoals de energietransitie. Dit zal met name spelen bij kleinere ondernemingen, die wellicht niet in alle gevallen beschikken over voldoende informatie op ESG-vlak.

4.1.3 Financiële producten op de private markt ten opzichte van de publieke markt

Greenwashing is iets dat zich kan voordoen op de publieke markten (bijvoorbeeld de obligatiemarkt) en de private markten (bijvoorbeeld de markt voor zakelijke leningen). De publieke markt is over het algemeen naar haar aard kritischer dan de private markt. Het is dan wellicht ook geen verrassing dat *checks and balances*, zoals externe controle van groene of sustainability-linked obligaties, in de regel worden uitgevoerd bij transacties op de publieke markt, terwijl dit op de private leningenmarkt eerder uitzondering dan regel is.

Ook wetgevers en toezichthouders zijn vaak strenger bij transacties op de publieke markten ten opzichte van transacties op de private markten. Zo heeft bijvoorbeeld de Europese toezichthouder ESMA een standpunt gepubliceerd over duurzaamheidsinformatie in prospectussen. ESMA baseert zich op de geldende EU Prospectus Verordening⁶⁷ om het standpunt in te nemen dat uitgevende instellingen de basis moeten noemen voor eventuele genoemde duurzaamheidskenmerken van de uitgevende instelling zelf of de effecten die zij uitgeven en dat zij daarbij zowel positieve als negatieve aspecten moeten presenteren.⁶⁸

Toch lijkt er ook genoeg reden te zijn voor marktparticipanten om kritischer te kijken naar producten op de private markt, gezien de focus van toezichthouders op duurzame financieringen. Ook op de private markten kan er sprake zijn van greenwashing en kan het voorkomen dat er schade wordt geleden of dat toezichthouders handhavend optreden. Ook bij de toezichthouders zijn de greenwashingrisico's binnen de private markt bekend. Zo heeft de Engelse toezichthouder, de Financial Conduct Authority (FCA), een brief gestuurd geadresseerd aan verschillende financiële instellingen omtrent het functioneren van de sustainability-linked leningenmarkt⁶⁹ (hoewel zij niet direct toezicht houdt op dit deel van de markt). Deze brief volgde op negatieve pers over sustainability-linked leningen in het Verenigd Koninkrijk. Ten aanzien van de sustainability-linked leningenmarkt identificeerde de FCA een aantal zorgpunten. Het eerste zorgpunt betrof het ambitieniveau van de afgesproken KPIs en SPTs. De FCA deelde hierbij haar visie dat er wellicht hogere verwachtingen moeten gelden bij KPIs en SPTs en dat hierbij beter moet worden aangesloten bij

⁶⁵ Ibidem.

⁶⁶ In het kader van dit artikel staan wij hoofdzakelijk stil bij greenwashing op productniveau.

⁶⁷ Verordening (EU) 2017/1129 van 14 juni 2017.

⁶⁸ ESMA Public Statement, Sustainability disclosure in prospectuses, 11 juli 2023, ESMA32-1399193447-441.

⁶⁹ FCA, 'FCA outlines concerns about sustainability-linked loans market', 29 juni 2023.

de transitieplannen van bedrijven.⁷⁰ Als tweede zorgpunt wees de FCA op potentiële belangenverstrengelingen, waarbij financiële instellingen zelf quota hebben omtrent het verstrekken van sustainability-linked leningen, terwijl bedrijven slechts beperkt voordeel (in de vorm van lagere rente) halen uit een sustainability-linked lening. Volgens de FCA zou dit ertoe kunnen leiden dat financiële instellingen genoeg nemen met relatief zwakke SPTs en KPIs, waarbij zij alsnog een sustainability-linked lening kunnen verstrekken, maar de leningnemer niet te zwaar wordt belast.⁷¹

5. Afsluitende opmerkingen

Dat ESG en duurzaamheid breed in de belangstelling staan bij veel partijen die deel uitmaken van de financiële markten is duidelijk. Met de grote vlucht die groene of duurzame leningen en obligaties hebben genomen in de internationale financiële markten is het niet verwonderlijk dat deze financiële producten de aandacht van de Europese toezichthouders hebben getrokken. Greenwashing speelt echter niet alleen een rol bij duurzame financiële producten: ook niet-duurzame producten kunnen te maken krijgen met greenwashing claims.⁷²

Greenwashing wordt door de toezichthouders EBA, ESMA en EIOPA beschouwd als elke praktijk waarbij een entiteit zichzelf of een financieel product of een financiële dienst niet duidelijk of niet eerlijk weergeeft. Dat is uiteraard een ruime definitie, waardoor veel uitingen en gedragvormen op de financiële markten daaronder kunnen vallen, zoals: het wel noemen van goede duurzaamheidsresultaten, het niet noemen van niet-behaalde duurzaamheidsdoelen, inconsistente, onjuiste, dubbelzinnige of niet-materiële informatie geven, suggestieve afbeeldingen of geluid gebruiken, ESG-termen onjuist gebruiken, het maken van duurzaamheidsclaims zonder deugdelijke onderbouwing van vergelijkingen, aannames of gebruikte gegevens.

De Europese toezichthouders beschouwen greenwashing als een praktijk die schade kan toebrengen aan consu-

menten, beleggers en andere deelnemers aan de financiële markten. Daarmee kunnen de gevolgen van greenwashing voor degenen die zich daaraan hebben schuldig gemaakt significant zijn: greenwashing kan leiden tot actie van de toezichthouders, (schadevergoedings-)claims van deelnemers aan de financiële markten en andere juridische en reputationele risico's.⁷³

De centrale banken en de toezichthouders die deel uitmaken van het NGFS geven in twee recente rapporten inzicht in verschillende aspecten van die klimaatgerelateerde litigation risico's

Het NGFS benoemt daarnaast de risico's op klimaatgerelateerde procedures in de financiële sector, waaronder op basis van greenwashing. De centrale banken en de toezichthouders die deel uitmaken van het NGFS geven in twee recente rapporten inzicht in verschillende aspecten van die klimaatgerelateerde litigation risico's.⁷⁴ In de rapporten worden overzichten gegeven van klimaatgerelateerde procedures wereldwijd tegen staten en publieke rechtspersonen, tegen financiële instellingen en tegen andere bedrijven en wordt geanalyseerd hoe dit risico in het oog kan worden gehouden als onderdeel van prudentieel toezicht in de financiële sector. Claims gebaseerd op greenwashing worden als een van de belangrijkste trends in klimaatgerelateerde procedures genoemd, waarbij greenwashing wordt omschreven als niet-gesubstantieerde, misleidende of selectieve informatie of communicatie over de duurzame prestaties van een bedrijf. De risico's vloeien voort uit vorderingen in rechtszaken en uit beschuldigingen van greenwashing in de vorm van klachten bij toezichthouders, consumentenautoriteiten en reclamecommissies.⁷⁵ Hoewel de door de NGFS beschreven voorbeelden niet specifiek gaan over de kenmerken van groene of sustainability-linked leningen of obligaties, ligt het in de lijn der verwachting dat klimaatgerelateerde liti-

70 FCA, Brief van 29 juni 2023 aan hoofden ESG/Sustainable Finance van specifieke instellingen, onder 'Credibility, market integrity and greenwashing concerns'.

71 FCA, Brief van 29 juni 2023 aan hoofden ESG/Sustainable Finance van specifieke instellingen, onder 'Conflicts of interest and weak incentives to issue SLLs'.

72 Kortom, ook leningnemers, leninggevers, uitgevende instellingen, investeerders en hun agenten en adviseurs die betrokken zijn bij leningen en obligaties die niet bedoeld zijn om als groen of sustainability-linked te gelden, moeten overwegen of het profiel van de onderneming die de leningen aantrekt of obligaties uitgeeft aanleiding geeft tot ESG-risico's, het risico op greenwashing of klimaatprocedures en hoe deze risico's gemitigeerd kunnen worden. Echter, waar marktpartijen wel de intentie hebben om leningen of obligaties als groen of sustainability-linked te kwalificeren is een analyse van de van toepassing zijnde en toekomstige regels en trends in marktgebruiken des te meer aan de orde om de risico's op greenwashing en klimaatprocedures te kunnen beoordelen en beperken.

73 Overigens kan greenwashing ook gevolgen hebben voor anderen dan de partij die zich aan greenwashing schuldig maakt. Zo kunnen banken, vermogensbeheerders en andere financiële marktpartijen die zelf onder toezicht staan, met vervelende gevolgen te maken krijgen als hun gereguleerde informatieverstrekking (zoals rapportages) gebruikmaakt van gegevens van cliënten die zich aan greenwashing schuldig maakten. Ook toezichthouders zelf kunnen in de wind komen te staan. Zo is de Engelse toezichthouder FCA gedagvaard voor het goedkeuren van een prospectus van een uitgevende instelling die volgens eiser ClientEarth de klimaatgerelateerde risico's niet goed had benoemd in het prospectus. Zie: <https://www.clientearth.org/latest/press-office/press/uk-financial-regulator-faces-legal-challenge-over-fossil-fuel-company-s-climate-risk-disclosures/>

74 NGFS Technical Document, Climate-related litigation: recent trends and developments, september 2023, en NGFS Technical Document, Report on micro-prudential supervision of climate-related litigation risks, september 2023.

75 NGFS Technical Document, Climate-related litigation: recent trends and developments, september 2023, p. 10-13.

gation risico's gebaseerd op greenwashing in de toekomst ook daarop van toepassing zijn.⁷⁶

De vrees voor zulke mogelijk nadelige gevolgen van (beschuldigingen van) greenwashing, eventuele gerechtelijke klimaatprocedures en de mogelijk hoge kosten van het proberen te voorkomen van greenwashing claims en procedures, leiden ertoe dat veel marktpartijen juist voorzichtig zijn of worden met het al dan niet benoemen van duurzaamheidskenmerken van hun financiële producten.⁷⁷ Ook dat fenomeen (ook wel 'greenbleaching' genoemd⁷⁸) is uiteraard niet bevorderlijk voor de integriteit en transparantie

van financiële markten of de financiering van, bijvoorbeeld, de energietransitie of andere ESG-uitdagingen.

Dit artikel is afgesloten op 28 november 2023.

Over de auteurs

Mr. B.E.E. (Barbra) Bulsing

Advocaat te Amsterdam bij Stibbe.

Mr. M.G.T. (Marieke) Driessen

Advocaat te Amsterdam bij Stibbe.

Mr. N. (Niek) Groenendijk

Advocaat te Amsterdam bij Stibbe.

76 Zo is er in het Verenigd Koninkrijk een procedure gestart tegen de Financial Conduct Authority (FCA) waarin tegen de goedkeuring door de FCA van een prospectus wordt opgekomen. Dit prospectus betrof de beursnotering van aandelen van een olie- en gasbedrijf waarin klimaatrisico's onvoldoende zouden zijn beschreven.

77 Voorbeelden van dit mechanisme zijn beschreven in het rapport van de ESMA Stakeholders Group van 16 maart 2023. Zie: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA22-106-4551_SMSG_additional_report_on_greenwashing.pdf

78 Sommige marktpartijen menen dat greenbleaching zelf niet tot sancties moet leiden, zolang er geen wettelijke verplichting bestaat om ESG-disclosures te maken. Zie bijv. ESMA Securities and Markets Stakeholder Group, Advice to ESMA: SMSG advice to ESMA on additional questions relating to greenwashing (ESMA22-106-4551), 16 maart 2023.