

# Transparantie en Sustainable Finance

## Over greenwashing en door de bomen het bos niet meer zien

prof. mr. C.W.M. Lieveverse<sup>1</sup>

In zijn tijd als (hoofd-)redacteur van (eerst) het Tijdschrift voor Effectenrecht en (later) het Tijdschrift voor Financieel Recht, heeft Pim veel aandacht besteed aan de transparantie-eisen bij aanbidding van effecten, financiële producten en diensten en de effectiviteit daarvan.<sup>2</sup> Dit betreft een onderwerp dat mag rekenen op onverminderde of zelfs hernieuwde belangstelling in het kader van de ontwikkelingen op het gebied van sustainable finance. Het doel van het EU Actieplan inzake duurzame financiering is om kapitaalstromen te leiden naar duurzame investeringen om zo een duurzame en inclusieve groei te bewerkstelligen.<sup>3</sup>

### 1. Inleiding

Een belangrijke pijler om dit doel te bereiken is transparantie voor beleggers. De Europese wetgever heeft hierbij voor ogen dat transparantie over duurzaamheid beleggers zal inspireren om beleggingsbeslissingen te nemen die bijdragen aan duurzaamheid op basis van een goed inzicht in de lange termijn waardecreatie van ondernemingen en hun beheersing van duurzaamheidsrisico's. Hierbij is er veel aandacht voor het voorkomen van *greenwashing*. Het afscheid van Pim als lid van de (hoofd-)redactie van het tijdschrift is voor mij de aanleiding om dit onderwerp nader onder de loep te nemen. Dit afscheid markeert het einde van een twintig jaar Pim-tijdperk bij het Tijdschrift voor Financieel Recht, maar zeker niet van de ontwikkelingen en discussies over de effectiviteit van transparatievoorschriften voor beleggingsbeslissingen in het belang van de duurzaamheidsagenda.

In deze bijdrage voor de Pim-special zal ik recente ontwikkelingen op het gebied van het tegengaan van greenwashing inventariseren en bespreken welke

aanpassingen de (Europese) wetgever op het gebied van transparantie voor beleggers zou kunnen overwegen om beleggingsbeslissingen in het voordeel van duurzame beleggingen te stimuleren.

### 2. Een mini-inventarisatie van het huidige pakket

In de (Nederlandse) literatuur, inclusief het Tijdschrift voor Financieel Recht, is al ruim aandacht besteed aan de (Europese) wetgevingsinitiatieven om beleggers te informeren over duurzaamheidsambities en -risico's en te beschermen tegen *greenwashing*.<sup>4</sup> Dit onderwerp heeft ook de volle aandacht van (collega's van) toezichthouders, zoals mag blijken uit de Leidraad duurzaamheidsclaims van de

---

1. Kitty Lieveverse is hoogleraar financieel toezichtrecht aan de Radboud Universiteit Nijmegen en raadsheer-plaatsvervanger bij het Hof Den Haag.

2. Zie bijvoorbeeld de volgende bijdragen van Pim: Rondom het nieuws – 'Fair treatment of customers' – een kijkje over de grens, *FR* 2006/12, pag. 351 - 354; De gemakzuchtige of niet-begrijpende consument, *FR* 2007/6, pag. 189 - 194; Mosterd voor of na de maaltijd, *FR* 2011/12, pag. 365; Rondom het nieuws – ESMA consultatie over risicofactoren in een prospectus, *FR* 2018/9, p. 449 - 451; Rondom het nieuws - Verklaring van ESMA over SPACs, *FR* 2021/10, pag. 356 - 359; EU Green Bonds – een tussenstand met ICMA-gedachten hierover, *FR* 2022/9, pag. 223 - 225.

3. Brussel, 8 maart 2018, COM(2018)97 final en het *Sustainable Finance Package* van 6 juli 2021, COM(2021) 390 final.

---

4. Zie voor de meest recente bronnen uit het Tijdschrift voor Financieel Recht: E.P. Roelofsen en R. Taha, Over nut en noodzaak van de Principal Adverse Impact (PAI) indicatoren in de SFDR-regelgeving, *FR* 2023/11, pag. 371 - 380; M.J. Bosselaar, ESG litigation in de financiële sector; over class actions, climate change en *greenwashing*, *FR* 2023/10, pag. 304 - 314; W.F. Mulder, Brussels akkoord over EU Green Bond Standard verordening, *FR* 2023/9, pag. 261 - 268; J.J. Jorritsma, De uitbreiding van de ken-uw-clientverplichting met duurzaamheidsvoorkeuren van de beleggers, *FR* 2023/3, pag. 60 - 74 en B.T.B. Siemers, De verklaring belangrijkste ongunstige effecten conform de SFDR, *FR* 2022/11, pag. 276 - 282. Een recent en uitgebreid overzicht is te vinden in: Strijbos, Schuijling, Bierens & Cent, Duurzaam bankieren (O&R nr. 143) 2023, en meer in het bijzonder in Hoofdstuk 2, De taxonomieverordening, S. Kroner-Rosmalen, p. 21 - 205; Hoofdstuk 3, SFDR en ESG benchmarkverordening: de impact op beleggingsondernemingen en beheerders, J.E. de Klerk & J.W.P.M. van der Velden, p. 59 - 96; Hoofdstuk 4, De betekenis van de corporate sustainability reporting directive voor de bancaire sector, J.B.S. Hijink, p. 97 - 115 en Hoofdstuk 10, Duurzaamheid en beleggersbescherming, F.P.C. Strijbos, p. 265 - 312.

AFM<sup>5</sup>, het in december 2023 verschenen rapport van IOSCO over *Supervisory Practices to address Greenwashing*<sup>6</sup> en het hierna te bespreken *Progress Report on Greenwashing* van ESMA.<sup>7</sup> Voor het (Europese) wettelijk kader volsta ik hier met het volgende, korte overzicht.

Allereerst is er het inzicht dat artikel 8 van de Taxonomieverordening<sup>8</sup> en de verslaggevingsregels omtrent duurzaamheidsinformatie (de CSRD) beogen te bieden. De CSRD wijzigt de Jaarrekeningrichtlijn. De eisen inzake het duurzaamheidsverslag onder de CSRD vervangen de bepalingen over openbaarmaking van niet-financiële informatie in de NFRD, de *Non Financial Reporting Directive*, onderdeel van de Jaarrekeningrichtlijn.<sup>9</sup> Op basis van artikel 8 Taxonomieverordening zijn ondernemingen die op grond van de Jaarrekeningrichtlijn verplicht zijn niet-financiële informatie openbaar te maken, gehouden om in een duurzaamheidsverslag informatie op te nemen over hoe en in welke mate de activiteiten van de onderneming verband houden met economische activiteiten die onder de Taxonomieverordening (artikel 3 tot en met 9 daarvan) als ecologisch duurzaam kunnen worden aangemerkt. De wijze waarop deze publicatie moet worden gedaan is uitgewerkt in een gedelegeerde verordening bij de Taxonomieverordening.<sup>10</sup>

In 2025 zal voor de eerste groep (grote en beursgenoteerde) ondernemingen die onder de CSRD vallen en wel over het boekjaar 2024, een duurzaamheidsverslag op basis van de CSRD gepubliceerd moeten worden. Voor de invulling van deze rapportageverplichtingen is de CSRD gedelegeerde verordening 2023/2772 van belang, die op 22 december 2023 in het Publicatieblad is verschenen.<sup>11</sup>

De *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR), ook wel de ‘Transparantieverordening’ genoemd, legt specifieke transparantieplichtingen op aan financiële marktdeelnemers en financiële adviseurs en voor (bepaalde) financiële producten, zoals deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen en verzekeringsgerelateerde beleggingsproducten.<sup>12</sup> De focus is hierbij op vermogensbeheer, zowel collectief (via beleggingsinstellingen) als individueel, en beleggingsadvies. Het oogmerk is om de (eind-)belegger hierbij transparantie te bieden over een aantal aspecten van duurzaamheid, zowel over de financiële onderneming die onder de reikwijdte van de SFDR valt (op entiteitsniveau) als over de financiële producten die onder de SFDR vallen (op productniveau). Een van de doelstellingen van deze transparatievoorschriften is om greenwashing tegen te gaan. Voor een weergave van de SFDR-transparatievoorschriften op entiteits- en productniveau, en de discussiepunten die zich hierover voordoen in de praktijk, verwijs ik naar de bronnen die in noot 4 en 13 worden genoemd. In het kader van het onderwerp van deze bijdrage (greenwashing) volsta ik hier met het onderscheid dat in de SFDR wordt gemaakt tussen producten die duurzaamheid *promoten* (‘artikel 8 producten’) en producten die duurzaamheid *tot doel* hebben (‘artikel 9 producten’).<sup>13</sup> Voor deze producten volgen uit de SFDR specifieke precontractuele en periodieke informatieverplichtingen, naast de transparantieplichtingen die volgen uit artikel 6 en 7. Producten die niet onder artikel 8 of 9 vallen zijn producten zonder duurzaamheidsambitie. Daarvoor gelden (alleen) de transparantieplichtingen van artikel 6 en 7 (‘artikel 6 producten’). De SFDR is per 10 maart 2021 van toepassing, maar omdat de uitwerking via de SFDR gedelegeerde verorde-

- 
5. AFM, Leidraad duurzaamheidsclaims, Handvatten voor het maken van duurzaamheidsclaims door financiële ondernemingen en pensioenuitvoerders, 4 oktober 2023.
  6. Beschikbaar via [www.iosco.org](http://www.iosco.org), met referentie FR12/23.
  7. Rapport van 31 mei 2023, ESMA30-1668416927-2498.
  8. Verordening (EU) 2020/852 van het Europees Parlement en de Raad van 18 juni 2020 betreffende de totstandbrenging van een kader ter bevordering van duurzame beleggingen en tot wijziging van Verordening (EU) 2019/2088.
  9. De CSRD is de Corporate Sustainability Reporting Directive: Richtlijn (EU) 2022/2464 van het Europees Parlement en de Raad van 14 december 2022 tot wijziging van Verordening (EU) nr. 537/2014, Richtlijn 2004/109/EG, Richtlijn 2006/43/EG en Richtlijn 2013/34/EU, met betrekking tot duurzaamheidsrapportering door ondernemingen. Deze richtlijn wijzigt dus onder meer de Jaarrekeningrichtlijn: Richtlijn 2013/34/EU van het Europees Parlement en van de Raad van 26 juni 2013 betreffende de jaarlijkse financiële overzichten, geconsolideerde financiële overzichten en aanverwante verslagen van bepaalde ondernemingsvormen, tot wijziging van Richtlijn 2006/43/EG van het Europees Parlement en de Raad en tot intrekking van Richtlijnen 78/660/EEG en 83/349/EEG van de Raad. Onderdeel hiervan is de NFRD: richtlijn 2014/95/EU van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 2013/34/EU met betrekking tot de bekendmaking van niet-financiële informatie inzake de diversiteit door bepaalde grote ondernemingen en groepen.
  10. Ook wel aangeduid als de *Article 8 Delegated Act*: Gedelegeerde Verordening (EU) 2021/2178 van de Commissie van 6 juli 2021 tot aanvulling van Verordening (EU) 2020/852 van het Europees Parlement en de Raad door vaststelling van de inhoud en de presentatie van door aan artikel 19 bis of artikel 29 bis van Richtlijn 2013/34/EU onderworpen ondernemingen te rapporteren informatie betreffende ecologisch duurzame economische activiteiten en door vaststelling van de methode om aan deze rapportageverplichting te voldoen.

- 
11. Gedelegeerde Verordening (EU) 2023/2772 van de Commissie van 31 juli 2023 tot aanvulling van Richtlijn 2013/34/EU van het Europees Parlement en van de Raad wat betreft standaarden voor duurzaamheidsrapportage.
  12. Verordening (EU) 2019/2088 van het Europees Parlement en de Raad van 27 november 2019 betreffende informatieverschaffing over duurzaamheid in de financiële dienstensector.
  13. Nader over dit onderscheid: R.J. Boogaard, Classificatie van financiële producten op grond van artikel 8 en 9 SFDR, *FR 2022/1*, pag. 13 – 21.

ning<sup>14</sup> van toepassing is per 1 januari 2023, is per januari 2024 in feite één jaar trackrecord beschikbaar over de naleving van de SFDR. Op 15 september 2023 is de Europese Commissie gestart met een evaluatie van de SFDR.<sup>15</sup>

De *EU Green Bond Regulation* voorziet in een vrijwillig label voor obligaties waarvan de opbrengst zal worden besteed aan investeringen die *taxonomy aligned* zijn.<sup>16</sup> Gebruik van het label leidt tot toezicht op transparantievereisten die gelden voorafgaand aan de uitgifte (bij de aanbidding), tijdens de looptijd (over de besteding) en achteraf. Dit betreft niet alleen het klassieke prospectustoezicht<sup>17</sup>, maar ook toezicht op aanvullende transparantievereisten (een factsheet, een allocatierapport, een impactverslag) waarop (private) externe toetsingsinstanties toezicht zullen gaan houden. Die externe toezichtinstanties zullen zelf ook onder toezicht (van ESMA) komen te staan via een registratie-eis en doorlopend toezicht.<sup>18</sup> In de op 30 november 2023 gepubliceerde EU Green Bond Verordening is op een aantal punten (meer) flexibiliteit toegelaten ten aanzien van de (verplichte) besteding van de opbrengsten aan taxonomy aligned investeringen dan in het voorstel van de Commissie was voorzien. Dit betreft onder meer het toelaten van een 15% flexibility pocket (deze 15% mag worden besteed aan investeringen die (nog) niet taxonomy aligned zijn) en het invoegen van een verlengde grandfathering van zeven

jaar als de eisen voor taxonomy alignment tijdens de looptijd van de obligaties worden aangescherpt.<sup>19</sup> De achtergrond van de flexibility pocket is het bevorderen van de bruikbaarheid van het EU Green Bond label, om te voorzien in het feit dat de taxonomie nog niet alle sectoren omvat.<sup>20</sup> De hoofdlijn is onverminderd dat een uitgevende instelling die kiest voor uitgifte van obligaties met het EU Green Bond label zich committeert aan taxonomy aligned investeringen en zich onderwerpt aan aanvullende transparantievereisten en het toezicht daarop. De EU Green Bond Verordening biedt uitgevende instellingen overigens ook de mogelijkheid om zich bij uitgifte van obligaties te onderwerpen aan toezicht op (bepaalde) transparantie-eisen die betrekking hebben op obligaties die als ‘ecologisch duurzaam’ of als ‘aan duurzaamheid gekoppelde obligaties’ op de markt worden gebracht.<sup>21</sup> Ook dit betreft een vrijwillig regime dat dus bestemd is voor obligaties die niet onder het EU Green Bond label, maar wel met die hiervoor aangehaalde aanduidingen worden aangeboden. Dit kan alleen als de obligaties vallen binnen de reikwijdte van de definities die daarvoor in artikel 2 zijn opgenomen. Een ‘obligatie die als ecologisch duurzame obligatie op de markt wordt gebracht’ is *“een obligatie waarvan de uitgevende instelling ten aanzien van beleggers beloofd of vóór het sluiten van een contract in een of andere vorm stelt dat de opbrengsten van de obligatie worden toegewezen aan economische activiteiten die bijdragen tot een milieudoelstelling”*. Een ‘aan duurzaamheid gekoppelde obligatie’ is *“een obligatie waarvan de financiële of structurele kenmerken variëren al naargelang de uitgevende instelling vooraf bepaalde doelstellingen op het gebied van ecologische duurzaamheid haalt”*. De verordening zal per 24 december 2024 van toepassing zijn.<sup>22</sup>

Op het gebied van (specifiek) consumentenbescherming zijn de voorgestelde aanscherping van de Richtlijn Oneerlijke Handelspraktijken<sup>23</sup> en het

- 
14. Gedelegeerde Verordening (EU) 2022/1288 van de Commissie van 6 april 2022 tot aanvulling van Verordening (EU) 2019/2088 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen tot nadere bepaling van de inhoud en presentatie van de informatie met betrekking tot het beginsel “geen ernstige afbreuk doen”, en tot nadere bepaling van de inhoud, methoden en presentatie van informatie met betrekking tot duurzaamheidsindicatoren en ongunstige effecten op de duurzaamheid en van de inhoud en presentatie van de informatie met betrekking tot het promoten van ecologische of sociale kenmerken en doelstellingen voor duurzaamheidsbeleggingen in precontractuele documenten, op websites en in periodieke verslagen.
  15. Deze bestaat uit twee consultaties: een public consultation en een targeted consultation, zie: European Commission > Home > Sustainable Finance > Disclosures > Sustainability-related disclosures in the financial sector. Per 1 februari 2024 is nog geen rapport van de Europese Commissie over de uitkomsten van deze consultatie (die in december 2023 is gesloten) beschikbaar.
  16. Verordening (EU) 2023/2631 van het Europees Parlement en de Raad van 22 november 2023 betreffende Europese groene obligaties en optionele bekendmakingen voor obligaties die als ecologisch duurzame obligaties op de markt worden gebracht en voor aan duurzaamheid gekoppelde obligaties. Zie artikel 3 en 4 lid 1 van deze EU Green Bond Verordening. Zie ook: Strijbos, Schuijling, Bierens & Cent, *Duurzaam bankieren (O&R nr. 143) 2023*; Hoofdstuk 8: Duurzaam financieren: Green Bonds, C.W.M. Lieverse en T.G. Schoonewille, p. 207 – 232.
  17. Voor de aanbidding van obligaties met het EU Green Bond label moet er steeds een goedgekeurd prospectus op basis van de Prospectusverordening zijn, zie artikel 14 lid 1 van de EU Green Bond Verordening.
  18. Zie Titel IV van de EU Green Bond Verordening, artikel 22 e.v. en artikel 59 e.v.

- 
19. Zie artikel 4 lid 2 (voor de nieuw ingevoegde portefeuillebenadering), artikel 5 lid 1 (voor de flexibility pocket), en artikel 8 (inzake de grandfathering bij aanscherping van de technische screening criteria voor taxonomy alignment en toewijzing van opbrengsten die onder een zogenoemd CapEx plan vallen en nog niet aan de taxonomievereisten voldoen). Deze aanpassingen worden besproken in: T. Reutelingsperger en S.C. Evenhuis, *Europese groene obligaties: een label voor de groene voorhoede?*, FR 2024/3, pag. 33-40.
  20. Aldus het persbericht van de Raad van 24 oktober 2023: *“For those sectors not yet covered by the EU taxonomy and for certain very specific activities there will be a flexibility pocket of 15%. This is to ensure the usability of the European green bond standard from the start of its existence.”*
  21. Titel III van de EU Green Bond Verordening, artikel 20 en 21, op basis van de definities in artikel 2 onder 5) en 6).
  22. Artikel 72 lid 2 EU Green Bond Verordening.
  23. European Commission, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2005/29/EC and 2011/83/EU as regards empowering consumers for the green transition through better protection against unfair practices and better information, COM(2022) 143 final.

voorstel voor een Green Claims Directive<sup>24</sup> van belang. In het voorstel voor aanpassing van de Richtlijn Oneerlijke Handelspraktijken wordt in feite verduidelijkt dat (ook) misleiding op het gebied van duurzaamheid een oneerlijke handelspraktijk kan opleveren. Hiertoe wordt in het voorstel de lijst van artikel 6 lid 1 van de richtlijn met productkenmerken waarover een handelaar een consument niet mag misleiden uitgebreid. Het voorstel voegt aan artikel 6 lid 2 van de richtlijn twee aanvullende praktijken toe die potentieel als misleidend kunnen worden aangemerkt. Aan bijlage I bij de richtlijn worden tien aanvullende handelspraktijken toegevoegd die steeds oneerlijk zijn. Dit betreffen handelspraktijken op het gebied van duurzaamheidsclaims. De Green Claims Directive beoogt consumenten te beschermen tegen onjuiste of misleidende duurzaamheidsclaims door van handelaren die dergelijke claims maken ten overstaan van consumenten te verlangen dat zij dergelijke claims deugdelijk onderbouwen met wetenschappelijk bewijs. Vergelijkingen met andere producten of diensten moeten eveneens onderbouwd kunnen worden. In het voorstel voor de Green Claims Directive is voorzien dat deze richtlijn zal gelden naast de Richtlijn Oneerlijke Handelspraktijken die steeds (generiek) toepassing vindt. De Green Claims Directive zal echter niet gelden in geval op de duurzaamheidsclaims al (sectorspecifieke) Europese wetgeving van toepassing is (zoals de SFDR), terwijl voorts een generieke uitzondering wordt gemaakt voor transparantie die moet worden gegeven op basis van de Jaarrekeningrichtlijn, zoals gewijzigd door de CSRD.<sup>25</sup>

### 3. Europese evaluatie van de transparantie-eisen en het voorkomen van greenwashing

In mei 2022 heeft de Europese Commissie de ESA's verzocht onderzoek te doen naar de risico's van greenwashing en de impact daarvan op het beleid inzake duurzame financiering.<sup>26</sup> In de voortgangsrapporten naar aanleiding van dit verzoek, inclusief het ESMA-rapport, is de volgende omschrijving van greenwashing te vinden: *"The ESAs understand greenwashing as a practice where sustainability-related statements, declarations, actions, or communications do not clearly and fairly reflect the underlying sustainability profile of an entity, a financial product, or financial services. This practice may be misleading to consumers, investors, or other market participants."* Hierbij

is aangegeven dat greenwashing niet per se inhoudt dat investeerders daadwerkelijk (vermogens-)schade lijden: *"The ESAs also agreed that (...) greenwashing does not require investors being actually harmed."* De risico's die aan greenwashing worden toegeschreven betreffen niet alleen het verlies aan vertrouwen dat hierdoor kan ontstaan bij een investeerder ten opzichte van de partij aan wie de greenwashing wordt toegeschreven of de reputationele risico's van die partij. ESMA beschrijft dat er tevens systeemrisico's zijn, inclusief het risico dat de beoogde herallocatie van investeringen ten behoeve van de Europese duurzaamheidsdoelstellingen niet, of met vertraging, tot stand zal komen als investeerders zich laten afschrikken door (de risico's op) greenwashing.<sup>27</sup> Daarmee is het voorkomen van greenwashing een belangrijk aandachtspunt.

Het ESMA progress report beschrijft, met voorbeelden, de voornaamste vormen van greenwashing die zich voordoen op de effectenmarkten, namelijk: *"cherry-picking, omission, ambiguity, empty claims (including exaggeration), misleading use of ESG terminology, such as naming and irrelevance"*.<sup>28</sup> Er wordt een onderscheid gemaakt tussen uitgevende instellingen, investment managers, benchmarks en investment service providers, door van ieder van deze categorieën aan te geven op welke terreinen, via welke kanalen en op welke manier, risico's op greenwashing zich kunnen voordoen. Zo wordt bij uitgevende instellingen aangegeven dat bij informatieverstrekking over ESG-ambities voor de toekomst (zoals bijvoorbeeld over een transitieplan), in (gereguleerde) informatie (zoals een prospectus of marketing materiaal), greenwashing kan optreden door gebrekkige transparantie, selectieve transparantie, gebrek aan bewijs of onderbouwing en inconsistentie in de uitspraken. In het rapport wordt ook aandacht besteed aan de onderliggende oorzaken ('drivers') van greenwashing. Zo kan gebrek aan (duidelijke) regels, kennis en inzicht (bij senior management van marktpartijen, maar ook aan de kant van retail beleggers) of data, een rol spelen bij het zich voordoen van greenwashing.

De remedies die door ESMA in het progress report worden voorgesteld zijn gebaseerd op deze inventarisatie van greenwashing risico's en drivers. Een voor de hand liggende remedie is verduidelijking en uitbreiding van het regulatoire raamwerk dat greenwashing beoogt tegen te gaan en die wordt dan ook als eerste genoemd.<sup>29</sup> De SFDR neemt hierbij een bijzondere plaats in, omdat is geconstateerd dat de productclassificatie onder de SFDR (onbedoeld, uiteraard) feitelijk bijdraagt aan greenwashing. Dit ziet op het onjuiste gebruik, althans: het onjuiste begrip bij beleggers hierover, van de classificatie onder de SFDR van producten als artikel 6, 8 of 9 product.<sup>30</sup> Hierbij wordt de indeling van de pro-

24. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on substantiation and communication of explicit environmental claims (Green Claims Directive), COM/2023/166 final.

25. Zie overweging (10) zoals opgenomen in het voorstel en artikel 1 lid 2 daarvan.

26. European Commission: Request for input to the European Banking Authority (EBA), the European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) and the European Securities and Markets Authority (ESMA) related to greenwashing risks and supervision of sustainable finance policies, 16 May 2022.

27. ESMA progress report, par. 25 en 26.

28. ESMA progress report, par. 48.

29. ESMA progress report, hoofdstuk 4.7.1: Making the regulatory framework more robust against greenwashing risks.

30. ESMA progress report, par. 109.

ducten ten onrechte gepresenteerd of begrepen als een soort duurzaamheidskeurmerk, waarbij artikel 9 producten het meest ('dark green'), artikel 8 producten iets minder ('light green') en artikel 6 producten niet ('brown') duurzaam zouden zijn. De SFDR kwalificatie als zodanig zegt echter niets over welke duurzaamheidsambitie wordt nagestreefd, hoe dat wordt gedaan, of hierbij een bepaalde minimumstandaard wordt gehaald en al helemaal niet of de duurzaamheidskenmerken die er zijn passen bij de duurzaamheidsvoorkeur van de belegger.<sup>31</sup> Een mogelijke oplossing voor deze ongewenste praktijk volgens ESMA is de conversie van de SFDR productclassificatie naar een systeem van labels gebaseerd op in te voeren minimum waarborgen of de introductie van een geheel nieuw systeem van labels dat aansluit bij de informatie waar beleggers kennelijk behoefte aan hebben.<sup>32</sup> Ook op andere punten lijkt de SFDR een ongewenste bijdrage te leveren aan greenwashing, vanwege het ontbreken van duidelijkheid over de invulling van bepaalde begrippen, mede veroorzaakt door inconsistenties in de Europese wetgeving, meer in het bijzonder de SFDR en de Taxonomieverordening (en de Benchmarkverordening).<sup>33</sup> Verduidelijking van deze verschillen en het wegnemen van inconsistenties is dan ook een belangrijk aandachtspunt. Ook namen van producten, en dan in het bijzonder namen van beleggingsinstellingen, kunnen beleggers op het verkeerde been zetten. Het invoeren van 'naming conventions' verdient dan ook overweging, aldus ESMA.<sup>34</sup>

In het verlengde van mogelijke verduidelijking of uitbreiding van regelgeving wordt door ESMA aangegeven dat de governance, procedures, interne kennis en IT systemen van marktpartijen, investeringen vergen om in staat te zijn risico's op greenwashing te adresseren.<sup>35</sup> De derde remedie die door ESMA wordt genoemd ziet op de vereiste beschikbaarheid van complete en betrouwbare duurzaamheidsdata.<sup>36</sup> Hierbij wordt een aantal mogelijke maatregelen genoemd, waaronder transparantie van methodologieën en meetmethoden die worden gebruikt voor de presentatie van ESG data. De

vierde remedie die ESMA bespreekt is de ondersteuning van de begrijpelijkheid voor retail investeerders.<sup>37</sup> Een Europees breed systeem met een duidelijke labelling van financiële producten op het terrein van duurzaamheid zou hierbij kunnen helpen.

De timing van de review door de ESA's van de SFDR gedelegeerde verordening, terwijl de consultatie door de Europese Commissie over een review van de SFDR zelf nog loopt, is natuurlijk enigszins ongelukkig, en dat wordt bevestigd in het Final Report van deze review. Er wordt een beperkt aantal aanpassingen voorgesteld. Dit betreft allereerst een uitbreiding van de lijst van sociale indicatoren voor principal adverse impacts (PAI-indicatoren) onder de SFDR.<sup>38</sup> Ten tweede wordt een aantal technische aanpassingen voorgesteld voor het PAI-raamwerk. Het derde punt betreft aanpassingen met betrekking tot *decarbonisation targets* (met de kanttekening dat de ESA's een voorkeur hebben voor de aanduiding: 'CHG emissions reduction'). Ten aanzien van andere aanpassingen waarvoor de wenselijkheid of noodzaak in de consultatie is aangedragen constateren de ESA's dat (verdergaande) aanpassingen aan de Level 2 wetgeving (de SFDR gedelegeerde verordening) hangende de consultatie over een aanpassing van de Level 1 wetgeving (de SFDR zelf) niet voor de hand liggen.<sup>39</sup>

De consultatie over de SFDR, zoals uitgezet door de Europese Commissie bij marktpartijen, heeft 325 reacties opgeleverd.<sup>40</sup> Ik beperk hier de bespreking tot de uitvraag die raakt aan de greenwashing problematiek. Een punt dat in diverse consultatiereacties terugkomt betreft het beperkte inzicht dat retail beleggers ontlenden aan de product-transparantie onder de SFDR (op basis van de classificatie van producten onder artikel 6, 8 of 9 daarvan), omdat de indeling ten onrechte wordt aangezien voor een duurzaamheidskenmerk. Dit punt komt ook aan de orde in het ESMA progress report, zoals hiervoor besproken. In diverse consultatiereacties wordt het voorstel gedaan om in plaats van de huidige transparantie onder de SFDR op productniveau over te stappen naar een raamwerk waarin financiële producten op basis van een duurzaamheidsprofiel voorzien worden van een voor consumenten herkenbaar label. Hierbij wordt genoemd dat het aanbeveling verdient om voor investeringen in een zogenoemd 'transitie-product' een aparte categorie te maken. In diverse reacties is voorts aangegeven dat een dergelijke labelling of andere vorm van classificatie zou moeten gelden voor *alle* financiële producten en niet alleen

31. R.J. Boogaard, Classificatie van financiële producten op grond van artikel 8 en 9 SFDR, *FR* 2022/1, pag. 15.

32. ESMA progress report, par. 114.

33. ESMA progress report, par. 113 en par. 4.7. Hierbij wordt onder andere ingegaan op het begrip 'duurzame belegging' (*sustainable investment*) van artikel 2 onder 17 SFDR, het element 'bijdraagt' (*contribution*) daarin, en het onderdeel 'geen ernstige afbreuk doen' (*does not significantly harm*, DNSH).

34. Voor beleggingsinstellingen wordt dit al concreet overwogen op basis van de uitkomsten van een consultatie door ESMA over concept richtsnoeren 'on funds' names using ESG or sustainability-related terms', zie verder: ESMA progress report, par. 49, 91, 110, en 115.

35. ESMA progress report, hoofdstuk 4.7.2: Upgrading firms' governance, procedures, skills, IT systems.

36. ESMA progress report, hoofdstuk 4.7.3: Establishing reliable, comprehensive sustainability data.

37. ESMA progress report, hoofdstuk 4.7.4: Supporting comprehensibility for retail investors.

38. Zie hiervoor o.a. artikel 4 SFDR.

39. Dit betreft meer in het bijzonder het veelbesproken 'DNSH' element in het begrip sustainable investments en hoe PAI-indicatoren hierbij in aanmerking moeten worden genomen. Zie ook voetnoot 33.

40. Te vinden via: European Commission > Regulation, Supervision > Consultations > Targeted consultation on the implementation of the SFDR.

voor financiële producten waarbij een positieve bijdrage op duurzaamheid is voorzien. In de context van greenwashing is er in diverse consultatiereacties kritiek op het begrip *sustainable investment* als een van de centrale begrippen in de SFDR waarvoor (anders dan in de Taxonomieverordening) een eenduidige invulling ontbreekt.

#### 4. Een analyse op basis van de Europese evaluaties over de omgang met greenwashing

##### 4.1. Transparantie over duurzaamheidsclaims en het level playing field

De Klerk en Van der Velden constateren dat de transparantie onder de SFDR met name is gericht op informatieverstrekking over positieve duurzaamheidsambities: *"Als een financiële markt deelnemer geen duurzame aspiraties heeft en geen duurzame producten aanbiedt, dan zijn de verplichtingen die volgen uit de SFDR beperkt. Financiële marktdeelnemers die wel een uitvoerig duurzaamheidsbeleid en zeer duurzame financiële producten aanbieden, dienen juist aan allerlei strikte transparantievereisten te voldoen."*<sup>41</sup> Op basis van het ESMA progress report over greenwashing kan verwacht worden dat de strijd tegen greenwashingpraktijken zich onder meer zal vertalen in nadere regelgeving en meer toezicht op het punt van onderbouwing en het bewijs van duurzaamheidsclaims. Gebrek aan onderbouwing wordt door ESMA voor diverse vormen van greenwashing gezien als een probleem, onder meer bij investment serviceproviders en ook bij uitgevende instellingen op grond waarvan ESMA op dit punt als volgt concludeert: *"Enhanced transparency on underlying assumptions and parameters appears necessary to help investors make informed investment decisions taking into account the ambition and the credibility of sustainability commitments. Providing a fair, clear and not misleading view of the sustainability profile of an entity implies clear substantiation."*<sup>42</sup> De eis dat duurzaamheidsclaims alleen worden gemaakt als ze kunnen worden onderbouwd, is natuurlijk een logische en terechte eis. Die eis stemt overeen met een van de uitgangspunten van de AFM Leidraad Duurzaamheidsclaims als uitvloeisel van de generieke eis dat informatie correct, duidelijk en niet misleidend moet zijn.<sup>43</sup> Namelijk: *"Zorg ervoor dat duurzaamheidsclaims onderbouwd worden door relevante feiten en een steekhoudende toelichting. Als een claim niet onderbouwd kan worden, maak de claim dan niet."* Een dergelijke aanpak (duurzaamheidsclaims moeten worden onderbouwd) past in de lijn die wordt geschetst

in het voorstel voor de Green Claims Directive. Namelijk: dat duurzaamheidsclaims alleen gemaakt mogen worden in de richting van consumenten als ze onderbouwd en bewezen kunnen worden. Als deze lijn ook voor financiële producten en diensten onder de SFDR zal worden gevolgd, betekenen nadere eisen over de onderbouwing van duurzaamheidsclaims wel een toename van de lasten voor producten met uitgesproken duurzaamheidsambities. De kloof met de eisen die worden gesteld aan financiële producten zonder duurzaamheidsambitie of zelfs met een negatieve of schadelijke impact op duurzaamheid zou daardoor nog groter worden. In dit licht is goed te volgen dat door diverse marktpartijen<sup>44</sup> bij de SFDR-consultatie is verzocht om transparantie-eisen op het gebied van duurzaamheid in te voeren voor *alle* financiële producten en dus ook voor producten die geen of zelfs een negatieve impact hebben op duurzaamheid. Een dergelijke uitbreiding van de reikwijdte van de transparantie-eisen zou ook kunnen bijdragen aan het voorkomen van misleiding van retail beleggers, omdat hiermee de onderlinge vergelijkbaarheid van financiële producten wordt vergroot. Daarvoor is dan wel vereist dat er eenduidige invulling is van de duurzaamheidsinformatie die wordt verstrekt. Het oorspronkelijke doel van de Europese wetgever om beleggingen te leiden naar duurzame investeringen zou hiermee ook gediend zijn. Retail investors zouden dan voor ieder financieel product de duurzaamheidskenmerken en impact (positief of negatief) immers mee kunnen nemen in hun afwegingen. In het verlengde hiervan zou een dergelijke aanpak zogenoemde *brown-washing* of *greenhushing* kunnen tegen gaan. Dit betreft de praktijk waar transparantie over duurzaamheidsambities van een financieel product niet, of in beperktere mate dan mogelijk, wordt gegeven, vanwege het risico op greenwashing.<sup>45</sup>

##### 4.2. Naar een 'nutri-score' look-alike voor duurzaamheidskenmerken van financiële producten?

In het Verenigd Koninkrijk worden vier verschillende labels geïntroduceerd om consumenten te helpen bij het maken van een keuze tussen beleggingen.<sup>46</sup> Het gaat hier steeds om financiële producten met een positieve duurzaamheidsfocus. Er komt dus geen label voor producten die geen duurzaamheidsambitie hebben of schadelijk zijn. De labels zijn: Sustainability Focus (*"This is for products with a sustainability objective consistent with an aim to invest at least 70% in assets that are environmentally and/or*

41. Strijbos, Schuijling, Bierens & Cent, Duurzaam bankieren (O&R nr. 143) 2023: Hoofdstuk 3: SFDR en ESG benchmarkverordening: de impact op beleggingsondernemingen en beheerders, J.E. de Klerk & J.W.P.M. van der Velden, p. 63.

42. ESMA progress report, pag. 6.

43. Leidraad duurzaamheidsclaims, Handvatten voor het maken van duurzaamheidsclaims door financiële ondernemingen en pensioenuitvoerders, AFM, 4 oktober 2023.

44. Waaronder de AFM, zoals kan worden gelezen in het AFM position paper on improving the SFDR, zie pag. 4.

45. Zie bijvoorbeeld: Yinglin Huang, Claude Francoeur, Stephan Brammer, What drives and curbs brownwashing, *Business Strategy and the Environment*, July 2022, pag. 2518 – 2532.

46. FCA, Policy Statement PS23/16: Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels, November 2023.

*socially sustainable, determined using the robust, evidence-based standard that is an absolute measure of environmental and/or social sustainability*”), Sustainability Improvers (“*This is for products with a sustainability objective consistent with an aim to invest at least 70% in assets that have the potential to improve environmental and/or social sustainability over time, and that are determined by their potential to meet the robust, evidence-based standard of sustainability*”), Sustainability Impact (“*This is for products with a sustainability objective consistent with an aim to achieve a pre-defined positive, measurable, impact in relation to an environmental and/or social outcome (and invest at least 70% of their assets in accordance with that aim)*”) en tot slot: Sustainability Mixed Goals (“*This is for products with a sustainability objective to invest at least 70% in accordance with a combination of the sustainability objectives for the other labels. (...)*”). Het position paper van de AFM bevat het voorstel om drie labels te creëren, namelijk voor *Transition Products* (investerings in bedrijven die nog niet duurzaam zijn, maar daar wel mee bezig zijn voor investeerders die op zoek zijn naar impact, maar bereid zijn te investeren in activa die nog in transitie zijn), *Sustainable Products* (voor investeringen in sustainable assets, maar waarbij niet noodzakelijkerwijs een meetbare positieve impact op duurzaamheid valt aan te wijzen) en *Sustainable Impact Products* (voor investeringen in producten met een directe en meetbare impact op duurzaamheid).<sup>47</sup> De Europese Commissie heeft in het consultatiedocument voor de SFDR review twee opties voor labelling voorgelegd. De eerste optie zou een systeem van labelling zijn dat losstaat van het huidige onderscheid onder de SFDR in artikel 8 en 9 producten. De Europese Commissie stelt hierbij een indeling in vier categorieën voor.<sup>48</sup> De tweede optie zou een conversie inhouden van de artikel 6, 8 en 9 classificaties onder de SFDR naar een labelling van financiële producten met (kort gezegd) geen, minder of meer, duurzaamheidsambities.

Hoe een logische en zinvolle labelling van financiële producten op het gebied van duurzaamheid ten behoeve van consumenten er uit zou moeten zien, is een mooi onderwerp voor discussie. De uiteenlopende aanpak van de Europese Commissie, de FCA en de AFM laat dat al zien. Hoeveel en welke categorieën zouden moeten worden onderscheiden? Zou er wel of niet een apart label moeten zijn voor producten zonder duurzaamheidsambitie of met een schadelijke impact? In het ESMA progress report

over greenwashing komt in ieder geval duidelijk naar voren dat een ‘*reliable and well-designed labelling scheme*’ voor duurzame financiële producten een van de mogelijke maatregelen is om retail beleggers (beter) te helpen bij het maken van een keuze en greenwashing te voorkomen. Tegelijkertijd betekent een verkeerd gebruik van labels juist een (extra) risico op greenwashing omdat consumenten relatief makkelijk worden misleid door labels en keurmerken<sup>49</sup>, zodat bij het ontwerpen en toepassing van een duurzaamheidslabel wel moet worden voorzien in de nodige waarborgen. De criteria moeten duidelijk zijn en toepassing moet ook onderworpen zijn aan controle.<sup>50</sup>

#### 4.3. What’s in a name?

Een aandachtspunt uit het ESMA progress report is dat alleen al de naamgeving van financiële producten, en in het bijzonder van beleggingsinstellingen, het risico inhoudt van greenwashing en de potentie heeft om retail beleggers te misleiden. Op grond hiervan meent ESMA dat *naming conventions* (dus regels over bijvoorbeeld het gebruik van termen als *sustainable* of duurzaam in de naam van een product) overwogen kunnen worden.<sup>51</sup> In de anti-greenwashing policy van de FCA zijn naming conventions opgenomen.<sup>52</sup> Deze regels komen er kort gezegd op neer dat voor producten waarbij geen gebruik wordt gemaakt van een van de vier labels (zie paragraaf 4.2), de begrippen ‘sustainable’, ‘sustainability’ en ‘impact’ niet meer mogen worden gebruikt. Er mag wel gebruik gemaakt worden van ‘sustainability-related’ termen, maar alleen onder bepaalde voorwaarden. Er moet dan in ieder geval sprake zijn van voldoende (ten minste 70%) duurzame assets in het product en er dienen bepaalde transparantie-eisen in acht te worden genomen.

Het label onder de EU Green Bond Verordening op grond waarvan de naam “Europese groene obligatie” of de aanduiding “EuGB” alleen mag worden gebruikt binnen het daarvoor geldende wettelijk kader rondom de besteding van de opbrengsten en de transparantie daarover, zal zeker bijdragen aan het tegengaan van greenwashing. Toch zijn er ook hier aandachtspunten. Ten eerste kan worden gewezen op de flexibilisering die de finale tekst van de verordening toelaat ten aanzien van de besteding van een deel van de opbrengsten die (nog) niet taxonomy aligned hoeven te zijn.<sup>53</sup> Waar de maatman retail belegger niet geacht hoeft te worden bekend te zijn

47. Zie het AFM position paper on improving the SFDR, pag. 5.

48. Label A: Products investing in assets that specifically strive to offer targeted, measurable solutions to sustainability related problems that affect people and/or the planet; label B: Products aiming to meet credible sustainability standards or adhering to a specific sustainability related theme, label C: Products that exclude activities and/or investees involved in activities with negative effects on people and/or the planet en label D: Products with a transition focus aiming to bring measurable improvements to the sustainability profile of the assets they invest in.

49. ESMA progress report, par. 58.

50. ESMA progress report, par. 185.

51. ESMA progress report, p. 6 en par. 91, 115, hoewel ESMA op dit punt niet erg uitgesproken is: ‘defining naming conventions for financial instruments could be beneficial’.

52. FCA, Policy Statement PS23/16: Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels, November 2023, hoofdstuk 7, Naming and marketing.

53. Zie voetnoot 19.

met de gevolgen van deze flexibele aanpak, afhankelijk van de informatieverstrekking, zal het label mogelijk toch iets minder veelzeggend zijn dan de ‘gouden standaard’ die in het voorstel voor deze verordening was beoogd. Daarnaast kan worden gewezen op de ruimte die de verordening laat om ‘aan duurzaamheid gekoppelde obligaties’ en ‘obligaties die als ecologisch duurzame obligatie op de markt wordt gebracht’ onder de werking van optionele openbaarmakingseisen onder de verordening op de markt te brengen. Voor deze categorieën moeten nog ‘openbaarmakingstemplates’ door de Europese Commissie worden opgesteld.<sup>54</sup> Het valt te bezien hoe helder de afbakening zal kunnen zijn van obligaties die onder dit regime gebracht kunnen worden en hoe dan de samenloop zal zijn bijvoorbeeld met de productclassificatie onder de SFDR en een eventueel toekomstige labelling regime. Deze uitbreiding van de reikwijdte van de EU Green Bond Verordening betekent verder een additionele rubricering binnen de obligatiemarkt hetgeen niet per se bijdraagt aan duidelijkheid: naast (echte) Europese Green Bonds, komen er immers ‘aan duurzaamheid gekoppelde obligaties’ en ‘obligaties die als ecologisch duurzame obligatie op de markt wordt gebracht’ die (wel) onder een optioneel openbaarmakingsregime vallen, en (dergelijke) obligaties waarvoor dit niet geldt en overige obligaties in soorten en maten.

het verbeteren van het level playing field van marktpartijen op het punt van de inspanningen die gepleegd moeten worden om aan de transparantieverplichtingen te voldoen en het wegnemen van een reden voor greenhushing.

## 5. Aanbevelingen en gedachten

Terug naar het afscheid van Pim. Voorafgaand aan het schrijven van deze bijdrage heb ik de voetnoot 2 genoemde bijdragen van Pim nog eens opnieuw gelezen. Eén van de punten die Pim (al in 2007) heeft gemaakt in het kader van de beoordeling van de effectiviteit van transparantie-eisen over beleggingen, is dat educatie en voorlichting van consumenten belangrijke pijlers zijn om de informatie die beschikbaar wordt gesteld ook zinvol te laten landen. Zeker in de huidige wereld van sustainable finance en de omvangrijke en ook ingewikkelde regulering daarvan geen overbodige luxe. Pim vindt daarbij de IOSCO aan zijn zijde, die concludeert dat ‘*capacity building*’, ook aan de kant van beleggers door financiële educatie belangrijk is als middel om greenwashing tegen te gaan.<sup>55</sup> Beleggers moeten zich geen knollen voor citroenen laten verkopen, maar moeten dan wel in staat gesteld worden de geboden informatie te kunnen doorgronden. Daarnaast denk ik dat het consumenten zou kunnen helpen als de duurzaamheidstransparantie die wordt geboden breder is dan met name gericht op het voorkomen van greenwashing. Dat zou het geval zijn als tevens transparantie wordt geboden over financiële producten die gekoppeld zijn aan activiteiten die geen duurzaamheidsambitie hebben of op bepaalde punten schadelijk zijn. Met als bijkomend voordeel

54. Zie artikel 20 EU Green Bond Verordening.

55. IOSCO, Supervisory Practices to address Greenwashing, december 2023.