



Universiteit
Leiden
The Netherlands

Standaardisatie en transparantie bij duurzame obligaties

Kroesemeijer, R.; Rogge, E.; Veenker, J.

Citation

Kroesemeijer, R., Rogge, E., & Veenker, J. (2020). Standaardisatie en transparantie bij duurzame obligaties. *Tijdschrift Voor Compliance*, 2020(5), 251-258. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/3201027>

Version: Publisher's Version

License: [Leiden University Non-exclusive license](#)

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/3201027>

Note: To cite this publication please use the final published version (if applicable).

Standaardisatie en transparantie bij duurzame obligaties

mr. R. Kroesemeijer, dr. ir. E. Rogge en drs. J. Veenker*

Trefwoorden: transparantie, duurzaamheid

1. Inleiding

De gevolgen van klimaatverandering zijn steeds beter te merken.¹ Daarom worden steeds meer maatregelen genomen om een duurzamere koers te volgen. In december 2015 werd een mijlpaal bereikt: 195 landen sloten de Overeenkomst van Parijs inzake klimaatverandering.² Ook werd de Agenda 2030 voor duurzame ontwikkeling van de Verenigde Naties goedgekeurd.³ In deze Agenda 2030 staan maar liefst 17 doelstellingen, de zogenaamde *Sustainable Development Goals*, die als leidraad dienen voor een duurzame ontwikkeling. Ook op nationaal niveau vinden er relevante ontwikkelingen plaats, zoals de totstandkoming van het Klimaatakkoord in 2019.⁴

Op financieel terrein zien we veel ontwikkelingen: het hervormen van het financiële stelsel speelt een belangrijke rol in het groener en duurzamer maken van de economie. Binnen de Europese Unie (EU) vormt deze gedachte een belangrijk gedeelte van de geplande herzieningen van de Europese kapitaalmarktunie.⁵ Daartoe heeft de Europese Commissie in 2018 haar 'Actieplan inzake duurzame financiering' (het Actieplan)⁶ opgesteld, later verder aangescherpt in de *European Green Deal*.⁸ Het Actieplan heeft tot doel:

- 1) kapitaalstromen te heroriënteren in de richting van duurzame investeringen om duurzame en inclusieve groei te bewerkstelligen;
- 2) financiële risico's als gevolg van de klimaatverandering, de uitputting van hulpbronnen, de aantasting van het milieu en sociale kwesties te beheren; en

* Ralph Kroesemeijer en Jurgen Veenker zijn beiden werkzaam als senior toezichthouder op de afdeling Kapitaalmarktinfrastructuur en Transparantietoezicht bij de Autoriteit Financiële Markten. Ebbe Rogge is werkzaam als senior beleidsadviseur bij de afdeling Strategie, Beleid en Internationale zaken van de Autoriteit Financiële Markten, en als universitair docent aan de Universiteit Leiden. Hij is daarnaast redactielid van het Tijdschrift voor Compliance. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven en vertegenwoordigt niet noodzakelijkerwijs de mening van de Autoriteit Financiële Markten. Met dank aan Raoul Köhler en Marloes van Rijsbergen voor commentaar op eerdere versies.

¹ Zie o.a. Rijksoverheid, 'Klimaatverandering en gevolgen', <https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/klimaatverandering/gevolgen-klimaatverandering>

² United Nations, 'Paris Agreement (All language versions)', <https://unfccc.int/process/conferences/pastconferences/paris-climate-change-conference-november-2015/paris-agreement>.

³ United Nations, 'Transforming our world: the 2030 agenda for sustainable development' <https://sustainabledevelopment.un.org/post2015/transformingourworld>.

⁴ <https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/klimaatverandering/klimaatakkoord>.

⁵ https://ec.europa.eu/info/publications/mid-term-review-capital-markets-union-action-plan_nl.

⁶ Europese Commissie, 'Action plan: Financing sustainable growth' (Brussel, 8 maart 2018), COM (2018) 97. Zie: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_18_1404.

⁷ Ingevolge het Actieplan (pag. 2) houdt 'duurzame financiering' het proces in van naar behoren rekening houden met ecologische en sociale overwegingen bij besluitvorming over investeringen, leidende tot meer op de lange termijn gerichte investeringen en duurzame activiteiten. De governance van instellingen is hierbij van fundamenteel belang. Kortom, bij duurzame financiering staan milieu-, maatschappelijke- en governance-overwegingen (ESG) centraal.

⁸ Europese Commissie, 'The European Green Deal' (11 dec 2019) Brussel COM(2019) 640 Final. Zie: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1.0002.02/DOC_1&format=PDF.

- 3) transparantie en langetermijndenken bij financiële en economische activiteiten te stimuleren.⁹

Het Actieplan vormt de basis voor de verdere invulling binnen het Europees regelgevend kader, zoals de ontwikkeling van een uniform classificatiesysteem (de EU Taxonomie) en een EU Green Bond Standard die in dit artikel worden besproken.

Er is sindsdien al veel gebeurd. Zo heeft de Europese Commissie in juni 2019 richtsnoeren gepubliceerd met betrekking tot de rapportage van klimaatgerelateerde informatie, waarin de aanbevelingen van de Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD) geïntegreerd zijn.¹⁰ Ook is de EU een vernieuwde strategie voor duurzame financiering aan het ontwikkelen, waarvoor de consultatie openstond tot 15 juli 2020.¹¹ En op dit moment wordt de reeds bestaande EU-Richtlijn inzake niet-financiële rapportage herzien om de transparantie met betrekking tot duurzaamheidsfactoren te vergroten.¹² De ontwikkelingen volgen elkaar snel op en de Europese Commissie zit zeker niet stil. Zo ziet de Europese Commissie de ontwikkeling van de markt voor duurzame obligaties als een belangrijke bouwsteen voor de verduurzaming van de financiële sector.

In dit artikel wordt stilgestaan bij de laatste ontwikkelingen op het gebied van transparantie bij duurzame obligaties. Achtereenvolgens wordt ingegaan op de groei van de markt voor duurzame obligaties (par. 2), de standaardisering (par. 3) en rapportage en transparantie (par. 4) van deze duurzame obligaties, en tot slot een conclusie (par. 5).

2. Duurzame obligaties

Op de Europese kapitaalmarkten bestaat een grote verscheidenheid aan financiële producten.

Deze worden uitgegeven op de primaire markten en vervolgens verhandeld op de secundaire markten. In beide markten is regelgeving grotendeels op Europees niveau vastgelegd: in de primaire markten is er bijvoorbeeld de Prospectusverordening¹³ en voor de secundaire markten is bijvoorbeeld MiFID II¹⁴ één van de belangrijke regelgevende kaders. In dit artikel staat een specifieke categorie van financiële producten op deze markten centraal: de *Sustainable Bonds*, ofwel de duurzame obligaties.

2.1. Een snel groeiende markt, óók in Nederland

Er is geen officiële definitie van het begrip duurzame obligatie, maar in dit artikel wordt met duurzame obligaties bedoeld op groene, sociale, sustainability (mengvorm van groene en sociale), blauwe, COVID-19, impact-, SDG of andere obligaties met een vergelijkbaar label. Bij duurzame obligaties is het de bedoeling dat de met de uitgifte van de obligaties opgehaalde gelden specifiek worden aangewend voor de (her)financiering van vooraf vastgestelde 'duurzame' doeleinden, zoals bepaalde activa of projecten. Verder zijn duurzame obligaties qua eigenschappen in principe hetzelfde als gewone obligaties. Dat betekent bijvoorbeeld dat de regelgeving die geldt voor de uitgifte van gewone obligaties, zoals de eerdergenoemde Prospectusverordening¹⁵, ook van kracht is bij duurzame obligaties. Dit artikel ziet echter juist op de specifieke karakteristieken en de daaraan gerelateerde regelgeving die duurzame obligaties onderscheiden van de 'gewone' obligaties. De markt van duurzame obligaties groeit hard in Europa. Ook in Nederland. In 2013 was de Nederlandse Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden (FMO) een van de eerste partijen die een € 500 miljoen 'sustainability bond' uitgaf.¹⁶ In 2018

⁹ Het Actieplan, pag. 2.

¹⁰ Zie PB C 209 van 20 juni 2019: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/HTML/?uri=OJ:C:2019:209:FULL&from=FR>. Zie tevens <https://www.fsb-tcf.org/publications/>.

¹¹ EC - Consultation Document: Renewed sustainable finance strategy, 8 april 2020. Zie in dit verband de reactie van de AFM op deze consultatie: <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2020/juli/maak-duurzaamheidsdata-beter-vergelijkbaar>. In deze reactie geeft de AFM onder andere aan dat duurzaamheidsdata beter vergelijkbaar moeten worden en dat er een internationale standaard voor niet-financiële informatie nodig is.

¹² Richtlijn (EU) 2014/95 van 22 oktober 2014 met betrekking tot de bekendmaking van niet-financiële informatie en informatie inzake diversiteit door bepaalde grote ondernemingen en groepen (de NFRD).

¹³ Verordening (EU) 2017/1129 van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereglementeerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG (de Prospectusverordening).

¹⁴ Richtlijn 2014/65/EU van 15 mei 2014, samen met Verordening (EU) No 600/2014.

¹⁵ Een goedgekeurd prospectus is in beginsel vereist indien er sprake is van een aanbieding van effecten aan het publiek en/of de toelating van effecten tot de handel op een gereglementeerde markt. Zie art. 3 lid 1 en art. 3 lid 3 Prospectusverordening.

¹⁶ FMO, 'Sustainable Bonds Framework'. Zie: <https://www.fmo.nl/sustainability-bonds-framework>.

werd er in Nederland al voor € 9 miljard aan nieuwe duurzame obligaties uitgegeven en dit verdubbelde zelfs naar € 18 miljard in 2019.¹⁷ Hiermee staat Nederland in de top 3 in Europa en de top 5 wereldwijd. De Nederlandse Staat bleek ook een aanjager hiervan, doordat zij als eerste land met een AAA status in 2019 een groene obligatie uitgifte. Deze eerste uitgifte had een omvang van bijna € 6 miljard¹⁸, waarna er in januari 2020 nog eens € 1,2 miljard werd opgehaald.

De verwachting is dat de duurzame obligatiemarkt de komende jaren een voortgaande groei zal vertonen. Ten eerste vanwege de transitie naar een duurzame economie: niet alleen wetenschappers¹⁹, maar in toenemende mate ook financiële marktpartijen en de maatschappij als geheel zijn zich steeds meer bewust van de risico's van klimaatverandering, maar ook van andere milieu- en sociale uitdagingen. Voor de transitie naar een duurzame economie zijn grote investeringen nodig. In de *European Green Deal* schat de Europese Commissie bijvoorbeeld dat er jaarlijks € 260 miljard aan investeringen nodig is, waarvan een aanzienlijk deel naar verwachting gefinancierd zal gaan worden door de uitgifte van duurzame obligaties. Vanuit kapitaal aanbieders, in het bijzonder institutionele beleggers, maar ook in toenemende mate vanuit particuliere beleggers²⁰, is er een steeds grotere vraag naar duurzame beleggingen. En vanuit uitgevende instellingen zien we ook een gestage transitie in de richting van een duurzamer bedrijfsmodel, wat gepaard gaat met flinke investeringen (en dus ook kapitaalvraag). Naast uitgiftes door 'de bekende namen' in deze markt (zoals de Nederlandse Waterschapsbank²¹ en de Bank Nederlandse Gemeenten²²) zien we in de afgelopen jaren ook een groeiend aantal ondernemingen die voor het eerst een duurzame obligatie uitgeven.

2.2. Mogelijkheden voor verbeteringen

Met het in april 2020 gepubliceerde rapport 'Sustainable Bonds in the Netherlands' onderschrijft ook de Autoriteit Financiële Markten (AFM) het belang van deze positieve ontwikkeling voor de transitie naar een duurzame economie.²³ In dit rapport, dat mede tot stand kwam naar aanleiding van gesprekken met een twintigtal gerenommeerde marktspelers, waaronder uitgevende instellingen, grote beleggers en banken, wordt dieper ingegaan op de ontwikkelingen, de risico's en de impact op het toezicht als gevolg van de toenemende vraag naar duurzame obligaties.

De markt voor duurzame obligaties groeit snel, maar er lijkt een gebrek aan duidelijke definities en verplichte standaarden. Dit betreft ook de beschikbaarheid en kwaliteit van informatie over de duurzaamheid van de investering, net als de mate waarin een onderneming, product of dienst bijdraagt aan het bereiken van de duurzaamheidsdoelstellingen.²⁴ Dit bemoeilijkt ook de vergelijkbaarheid. Het kan verder zorgen voor *cherry picking*, oftewel het kiezen van een raamwerk dat bij je past. Ook is er een risico op het zogenaamde *greenwashing*: de opbrengst van de uitgifte van de 'duurzame' obligatie wordt niet besteed om de groene doelstellingen te behalen waarvoor zij was bestemd, of de doelstellingen blijken toch niet zo groen te zijn als gesuggereerd. Het is waarschijnlijk dat het risico op *greenwashing* blijft bestaan zolang de normen niet eenduidig en geharmoniseerd zijn, wat ook de (juridische) afdwingbaarheid van de verplichtingen onder de obligaties verder bemoeilijkt. Kortom, er lijkt een grote vraag te zijn voor betere transparantie en standaardisering voor duurzame obligaties.

¹⁷ Zie: Climate Bonds Initiative <https://www.climatebonds.net/>.

¹⁸ Ministerie van Financiën, 'One-pager 20-year green DDA' (21 mei 2019). Zie: <https://www.dsta.nl/onderwerpen/groene-obligaties/documenten/publicaties/2019/05/21/one-pager-20-year-green-dda>.

¹⁹ Bijvoorbeeld via IPCC: <https://www.ipcc.ch/>.

²⁰ Zie ook het AFM consumentenonderzoek naar duurzaam beleggen: <https://www.afm.nl/nl-nl/consumenten/nieuws/2020/september/consument-accepteert-meer-bij-duurzame-belegging>.

²¹ NWB, NWB Bank geeft haar grootste duurzame obligatie ooit uit ondanks lastige marktomstandigheden. <https://nwbbank.com/nieuws/nwb-bank-geeft-haar-grootste-duurzame-obligatie-ooit-uit-ondanks-lastige-marktomstandigheden>.

²² BNG, BNG Bank passeert grens van 5 miljard euro duurzame obligaties, <https://www.bngbank.nl/Pages/BNG-Bank-haalt-ruim-5-miljard-euro-op-met-duurzame-obligaties.aspx>.

²³ Autoriteit Financiële Markten, 'Groei duurzame obligatiemarkt benadrukt noodzaak tot meer transparantie' (21 april 2020). Zie: <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/nieuws/2020/april/groei-obligatiemarkt>.

²⁴ Zie bijvoorbeeld pag. 16 van het 'TEG Report on EU-GBS' (zie voetnoot 41).

3. Standaardisatie

Ter verduurzaming van de financiële sector zijn er nationaal en internationaal allerlei ontwikkelingen gaande die betrekking hebben op standaardisering bij duurzame obligaties.²⁵ De achterliggende gedachte is dat standaardisatie kan leiden tot meer transparantie en betere vergelijkbaarheid van producten. In dit hoofdstuk wordt ingegaan op enkele van deze initiatieven, zoals het opstellen van een eenduidige definitie, de EU Taxonomie, en de EU Green Bond Standard.

3.1. Een eenduidige definitie

Er is geen eenduidige definitie van het begrip duurzame obligatie en de verschillende verschijningsvormen daarvan. Wel is er een duidelijke ontwikkeling in de markt gaande die laat zien dat steeds meer partijen zich richten naar een beperkt aantal standaarden. Zo worden de Green Bond Principles²⁶, Social Bond Principles²⁷ en Sustainability Bond Guidelines²⁸ van ICMA veel gebruikt, evenals de Climate Bonds Standard van CBI.²⁹ Maar er komen steeds weer nieuwe verschijningsvormen en labels voor dit type obligaties. Recentelijk zijn er in de markt ook bijvoorbeeld 'transition bonds', SDG bonds, ESG-linked bonds³⁰ en blue bonds uitgegeven, waarbij het voor beleggers soms moeilijk is om in te schatten wat zij precies inhouden.

Voor beleggers maakt deze verscheidenheid van definities en raamwerken, en de vrijwilligheid om ze te gebruiken, het lastig om beleggingen met elkaar te vergelijken. Deze verscheidenheid kan ook het risico van *cherry picking* en *greenwashing* vergroten. Dit risico zou dan ook kunnen worden verkleind door meer objectieve criteria waaraan duurzame obligaties moeten voldoen en door meer transparante rapportagevereisten. De huidige plannen van de Europese Commissie, met name de EU Taxonomie en de voorgestelde EU Green Bond Standard, die beide hierna worden besproken, zijn stappen in de goede richting. De duurzame obligatiemarkt is gebaat bij eenduidige definities en geharmoniseerde standaarden. De achterliggende gedachte is dat hiermee de integriteit en efficiëntie van deze markt verhoogd wordt en dat daarmee een grotere financiële stroom in de richting van een meer duurzame economie mogelijk gemaakt wordt.

3.2. De EU Taxonomie

Per 12 juli 2020 is via de Taxonomieverordening³¹ een uniform classificatiesysteem – de EU Taxonomie – in werking getreden. De EU Taxonomie is in fases van toepassing.³² De Taxonomieverordening is onder meer van toepassing op:

- 1) door lidstaten of de EU genomen maatregelen die voorschriften vaststellen voor 'financiële marktdeelnemers' of uitgevende instellingen ten aanzien van financiële producten of bedrijfsobligaties die als ecologisch duurzaam beschikbaar worden gesteld; en
- 2) 'financiële marktdeelnemers' die financiële producten beschikbaar stellen.³³

De EU Taxonomie bepaalt welke activiteiten als ecologisch duurzaam kunnen worden beschouwd en in welke gevallen een ecologische duurzaamheidsclaim mag worden gemaakt voor een economische activiteit. Het gaat om de harmonisatie van duurzaamheidsclaims en het tegengaan van *greenwashing*. De EU Taxonomie bepaalt zo welke activiteiten in aanmerking komen voor financiering via een duurzame obligatie. De productdocumentatie³⁴ geeft weer in hoeverre een investering duurzaam is.

²⁵ Zie ook Autoriteit Financiële Markten, 'AFM deelt visie op duurzaamheid' (25 jun 2020): <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2020/juni/visie-duurzaamheid>.

²⁶ <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>.

²⁷ <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/social-bond-principles-sbp/>.

²⁸ <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/sustainability-bond-guidelines-sbg/>.

²⁹ <https://www.climatebonds.net/standard/sector-criteria>.

³⁰ ESG = Environmental, Social & Governance (milieu, sociaal beleid en goed bestuur). In de investeringswereld wordt veelal gesproken over 'ESG' in plaats van 'duurzaamheid'.

³¹ Verordening (EU) 2020/852 van 18 juni 2020 betreffende de totstandkoming van een kader ter bevordering van duurzame beleggingen en tot wijziging van Verordening (EU) 2019/2088. Zie: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2020.198.01.0013.01.NLD&toc=OJ:L:2020:198:FULL.

³² Op 1 januari 2022 is de Taxonomieverordening gedeeltelijk van toepassing. De EU Taxonomie wordt tot 1 januari 2023 gefaseerd ingevoerd.

³³ Zie art. 1 lid 2 Taxonomieverordening.

³⁴ Zoals het prospectus, het jaarverslag, de Essentiële Beleggers Informatie, de website en marketingdocumentatie.

De economische activiteit moet voldoen aan verschillende technische beoordelingscriteria om als duurzaam aangemerkt te kunnen worden. De specifieke technische criteria worden definitief vastgesteld via nadere gedelegeerde handelingen, bijvoorbeeld met betrekking tot duurzaam gebruik van water en maritieme hulpbronnen en bescherming van gezonde bestaande ecosystemen. Deze criteria zullen zo duidelijk en specifiek mogelijk moeten worden vastgesteld, zodat deze geen ruimte laten voor verschillende interpretaties.

Vooralsnog richt de EU Taxonomie zich alleen op ecologische factoren.³⁵ Het is de bedoeling dat het later wordt uitgebreid met sociale en governance-factoren.³⁶ Het is belangrijk dat dit verder wordt uitgebreid, bijvoorbeeld naar activiteiten die worden gefinancierd door middel van zogenaamde *social bonds*.³⁷ Ondanks de complexiteit (van de opstelling) van de taxonomie, welke een zorgvuldige, stapsgewijze invoering noodzakelijk maakt, is het wellicht effectiever als dit snel gebeurt. Zo worden er veelvuldig *social bonds* uitgegeven. Het is van groot belang om ook hierbij duurzaamheidsclaims te harmoniseren, ook om *social washing* (vergelijk: *greenwashing*) te voorkomen. Het gaat bij de EU Taxonomie dus vooralsnog om economische activiteiten die ecologisch duurzaam zijn en financiële producten die worden aangeboden als ecologisch duurzaam.

3.3. De EU Green Bond Standard

Naast de ontwikkeling van de EU Taxonomie is de Europese Commissie ook vergevorderd met een Europese standaard voor groene obligaties – de EU Green Bond Standard – om een eenduidig kader³⁸ te scheppen voor de uitgifte van groene obligaties, ter bevordering van de transparantie, integriteit, consistentie en vergelijkbaarheid van groene obligaties. Als onderdeel van de *European Green Deal* en het *European Green Deal Investment Plan*³⁹ heeft de Europese Commissie haar commitment herbevestigd om de EU Green Bond Standard tot stand te brengen. De EU Green Bond Standard is een vrijwillige standaard voor zowel Europese als niet-Europese uitgevende instellingen. De openbare consultatie van deze nieuwe standaard liep tot 2 oktober 2020.⁴⁰

Indien obligaties in lijn met de EU Green Bond Standard worden uitgegeven⁴¹, dan moeten deze in lijn zijn met de dan geldende EU Taxonomie. Ook het hebben van een Green Bond Framework en de beoordeling door een externe, geaccrediteerde verificateur, zijn onderdeel van deze standaard, en, in de opinie van de auteurs, goede verbeteringen. Om de naleving van de EU Green Bond Standard te waarborgen en harmonisatie te bewerkstelligen zou overwogen kunnen worden deze standaard neer te leggen in een verordening of een richtlijn, in plaats van een vrijwillige standaard.

Consistentie en vergelijkbaarheid kunnen wellicht verder bevorderd worden als de kernonderdelen van de EU Green Bond Standard direct terugkomen in de rechtstreeks werkende minimale informatievereisten die gelden voor het prospectus.⁴² Toezicht-houders zoeken in Europees verband een goede samenwerking: zo heeft de AFM, samen met de Franse Autorité des Marchés Financiers (AMF), een *position statement* opgesteld, waarin wordt gepleit voor meer transparantie in prospectussen van groene obligaties door de prospectusregelgeving aan te passen.⁴³ Via die weg kan worden gewaarborgd dat het prospectus de noodzakelijke informatie bevat op basis waarvan beleggers in groene obligaties een weloverwogen beleggingsbeslissing kunnen nemen. Het gaat dan bijvoorbeeld om een nadere beschrijving van het gebruik van de opbrengsten en de beschrijving van de impact van de investering.

³⁵ Zie art. 1 Taxonomieverordening.

³⁶ Zie art. 26 lid 2 Taxonomieverordening.

³⁷ Social bonds zijn gelijksoortig aan groene obligaties, behalve dat de opbrengsten exclusief worden gebruikt voor het sociale aspect in plaats van energietransitie en het milieu.

³⁸ In plaats van de huidige verschillende standaarden.

³⁹ COM (2020) 21, 14 januari 2020.

⁴⁰ EC - Consultation Document: Establishment of an EU Green Bond Standard, 12 juni 2020.

⁴¹ In het 'TEG Report – Proposal for an EU Green Bond Standard' van juni 2019 (https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-teg-green-bond-standard_en#190618) staat dat een EU Green Bond ieder type is van een al dan niet genoteerde obligatie of ander schuldinstrument dat voldoet aan de EU Green Bond Standard. Het gebruik van de term 'EU Green Bond' is dan ook alleen toegestaan wanneer aan alle componenten van de EU Green Bond Standard wordt voldaan.

⁴² De kernonderdelen zien op (i) de green projects, (ii) het Green Bond Framework, (iii) rapportage met betrekking tot zowel allocatie als impact en (iv) de verplichte externe beoordeling. Zie ook pag. 27-31 van het hierboven genoemde TEG Report van juni 2019.

⁴³ <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2019/apr/transparantie-prospectus-groene-obligaties>.

4. Rapportage en transparantie

Het is opvallend dat er in de markt van duurzame obligaties, naast de snelle groei, veel verschillende definities (taxonomie) en standaarden bestaan. Dat betekent dat er op veel verschillende manieren gerapporteerd wordt over dezelfde zaken, wat transparantie niet ten goede komt. Meer transparantie en standaardisatie zou een positieve werking op deze markt kunnen hebben. Het belang van transparantie wordt ook onderstreept door aanbevelingen van de TCFD.⁴⁴ Die aanbevelingen geven aan dat transparantie over de gevolgen van klimaatverandering, zowel in termen van risico's als van kansen, van groot belang kan zijn voor beslissingen over het verzekeren van, beleggen in, of leningen verstrekken aan ondernemingen. Waar het vorige hoofdstuk specifiek zag op standaardisatie, volgen hieronder enige opmerkingen betreffende rapportage en, daaruit voortvloeiend, transparantie.

4.1. Impactrapportages

Het meten van en rapporteren over de impact van activiteiten en beleggingen is steeds belangrijker. Er zijn steeds meer impactrapportages, maar het blijft een ingewikkeld vraagstuk, in het bijzonder omdat de beschikbaarheid en kwaliteit van data zeer divers is. Dat kan deels het gevolg zijn van een gebrek aan breed geaccepteerde definities. Hoe kan men immers zeker weten, laat staan meten, of een bepaalde activiteit van een bedrijf een positief effect heeft op de maatschappij, de arbeidsomstandigheden en op het milieu? Ook op dit terrein zijn er nog geen algemeen geaccepteerde standaarden, al zijn er wel hoopgevende initiatieven, zoals bijvoorbeeld de voorstellen van de GIIN.⁴⁵

4.2. ESG data en ratings

ESG data zijn steeds belangrijker voor deelnemers op de financiële markten om duurzame investeringsbeslissingen te kunnen nemen. Ze zijn echter lang niet altijd volledig, consistent, vergelijkbaar en betrouwbaar. Een mogelijk struikelblok voor marktpartijen is daarnaast de toegang tot ESG data. In haar reactie op de consultatie⁴⁶ van de Europese Commissie pleit de AFM onder meer voor een gemeenschappelijk, openbaar en gratis European Single Access Point (ESAP) voor zowel financiële als niet-financiële informatie. Dit maakt het voor partijen die beperkt toegang hebben tot duurzaamheidsdata makkelijker om duurzaam te investeren. Met de groei van de markt voor duurzame financiële producten is ook het belang van ESG ratings toegenomen. Een steeds groter aantal beleggers neemt naast risico en rendement ook ESG factoren mee in hun beleggingsbeslissing. Immers, het bijvoorbeeld verlagen van een ESG rating kan ertoe leiden dat dit product minder interessant wordt voor beleggers. Daarom is het steeds belangrijker dat het duidelijk is hoe ratingbureaus en gespecialiseerde databedrijven tot hun rating komen, en ook dat ze onafhankelijk opereren van uitgevende instellingen en beleggers. In het AFM-rapport over duurzame obligaties⁴⁷, maar ook in andere publicaties, wordt opgemerkt dat er soms forse verschillen zijn in de ESG rating van eenzelfde uitgevende instelling. Daarnaast hanteren verschillende ratingbureaus verschillende indicaties/schalen. Deze verschillen kunnen voortkomen uit verschillen in scope (welke elementen neemt een bureau mee in zijn beoordeling?), in weging (welk gewicht hecht een bureau aan een bepaald duurzaamheidselement?) en in de manier van meten (welke indicator wordt gebruikt om resultaten te meten?). Wat daarnaast ook meespeelt, is dat grotere bedrijven in zijn algemeenheid uitgebreider rapporteren dan kleinere bedrijven, wat ook een licht verschil kan uitmaken in deze ratings. Daarom zou meer transparantie wenselijk zijn ten aanzien van de methodes die een ratingbureau hanteert. Ook zou meer standaardisatie zeer wenselijk zijn.

4.3. Externe Verificatie

Externe verificatie speelt een belangrijke rol in deze markt: doordat uitgevende instellingen (op vrijwillige basis) hun duurzaamheidsraamwerk laten beoordelen, de duurzaamheid van projecten laten verifiëren en laten certificeren, bestaat er voor beleggers een grotere mate van zekerheid dat de projecten en activa die als duurzaam worden benoemd, dat ook daadwerkelijk zijn. Deze externe partijen kunnen bovendien kritische vragen stellen bij twijfel over de duurzaamheid van bepaalde activiteiten. Anderzijds is er een zeer diverse groep

⁴⁴ Zie voetnoot 10.

⁴⁵ GIIN= Global Impact Investing Network, a network of impact investors, www.thegiin.org.

⁴⁶ Zie voetnoot 11.

⁴⁷ <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/nieuws/2020/april/groei-obligatiemarkt>.

organisaties die deze diensten aanbiedt. Dit zijn bijvoorbeeld credit rating agencies, non-financial rating agencies, accountantskantoren, certification bodies en consultants op het gebied van duurzaamheid. Ook zijn de methodes die worden gehanteerd verschillend. Sommigen beoordelen de ESG score van een bedrijf, anderen alleen van de projecten die worden gefinancierd. Soms betreft het een beoordeling vooraf, andere keren een verificatie achteraf. Al deze verschillen maken het er niet eenvoudiger op voor beleggers om de waarde ervan te kunnen inschatten.

Het valt op dat eenzelfde uitgevende instelling vaak gebruik maakt van meerdere, verschillende diensten van dezelfde *external verifier*. Dat is een goede reden om te letten op het voorkomen van potentiële belangenconflicten. De sector zelf heeft daartoe al flinke stappen gezet, zoals blijkt uit het brede gebruik van de Guidelines for External Reviews van ICMA, waarin best practices staan voor de omgang met belangenconflicten, ethische en professionele standaarden worden aanbevolen en guidance wordt gegeven voor het proces en de inhoud van external reviews.⁴⁸ Daarnaast bevat ook de voorgestelde EU Green Bond Standard een voorstel om te komen tot een standaard proces, waarin deze *external verifiers* eerst geaccrediteerd worden. Daarin zou dan bekeken worden of ze voldoen aan i) professionele gedragscodes of ethische codes en goede beheersing van belangenconflicten en onafhankelijkheid en ii) een minimum niveau van professionele kwalificaties en kwaliteitsborging. Maar zelfs met deze waarborgen is dit systeem niet volledig waterdicht, omdat ook deze *external verifiers* niet alles tot in detail kunnen beoordelen. Daar blijft dus een rol voor de media, NGO's en het publiek. Dat bleek bijvoorbeeld recent bij fast fashion retailer Boohoo, die van MSCI (een bekende *verifier*) een hoge ESG rating kreeg (AA, het op één na hoogste niveau), maar waar een paar weken later uitbleek dat haar werknemers in een fabriek in Leicester onder het minimumloon werden betaald en in slechte omstandigheden werkten, waarna de koers fors daalde.⁴⁹

4.4. Rol index- en benchmarkaanbieders

Een andere categorie partijen die helpt bij het bevorderen van transparantie voor gebruikers en voor het beperken van het risico op *greenwashing* is de benchmark- en indexaanbieders. Indien een bepaalde duurzame obligatie wordt opgenomen in een 'duurzame' index of benchmark, dan zal die index- of benchmarkaanbieder daar eisen aan stellen. Zodra de uitgevende instelling of het product daar niet meer aan voldoet, kan dat ertoe leiden dat een dergelijk product uit die index wordt verwijderd. Dit wordt verder gestimuleerd door de nieuwe Europese regelgeving omtrent klimaatbenchmarks: er zijn vereisten opgesteld waaraan een benchmark moet voldoen om te behoren tot de nieuwe EU klimaattransitiebenchmarks of de Paris-aligned EU-benchmarks.⁵⁰ Op deze manier wordt ook de handel in benchmark-gerelateerde producten aangepakt om beleggers beter te informeren over het duurzaamheidsgehalte van de investering.

4.5. Niet-financiële informatie

Transparantie is wenselijk in bredere zin. De duurzaamheidsrapportageketen begint bij de rapportage van de uitgevende instellingen zelf. Naast financiële informatie moet ook niet-financiële informatie beschikbaar worden gesteld die relevant en van voldoende kwaliteit is, inclusief de bredere focus op lange termijn waardecreatie. Een actueel voorbeeld hiervan zijn de risico's en kansen door klimaatverandering. Deze kunnen de strategie, het bedrijfsmodel en de resultaten van ondernemingen (op de lange termijn) sterk beïnvloeden. Dit geldt ook voor factoren als biodiversiteit, schaarste aan grondstoffen en de omgang met mensenrechten. Als onderdeel van haar Actieplan onderzoekt de Europese Commissie de mogelijkheden tot verdere aanscherping van de niet-financiële rapportageverplichtingen voor deze ondernemingen. Zoals in de inleiding reeds vermeld, wordt de bestaande EU-Richtlijn inzake niet-financiële rapportage herzien om de transparantie met betrekking tot duurzaamheidsfactoren te vergroten.⁵¹

⁴⁸ ICMA, External Reviews, <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/external-reviews/>.

⁴⁹ <https://www.ft.com/content/ead7daea-0457-4a0d-9175-93452f0878ec?segmentId=114a04fe-353d-37db-f705-204c9a0a157b>.

⁵⁰ Zie Verordening (EU) 2019/2089 van 27 november 2019 tot wijziging van Verordening (EU) 2016/1011 inzake EU klimaattransitiebenchmarks en op de Overeenkomst van Parijs afgestemde EU-benchmarks en informatieverschaffing over duurzaamheid van benchmarks.

⁵¹ Zie voetnoot 13.

4.6. Reclame

Verder mag reclame⁵² die betrekking heeft op duurzame obligaties onder meer niet onjuist, onduidelijk, misleidend of onevenwichtig zijn.⁵³ Daarnaast mag een onderneming, ook al is men uitgezonderd van Wft-toezicht, geen misleidende handelspraktijken verrichten op grond van de Wet oneerlijke handelspraktijken⁵⁴, bijvoorbeeld door zich onterecht als 'duurzaam' te presenteren waarmee beleggers op het verkeerde been worden gezet.⁵⁵

5. Het woord is aan de investeerders

De markt voor duurzame obligaties groeit snel, ook in Nederland. Met het oog op de *European Green Deal* en het klimaatakkoord van Parijs is dit een goede zaak. Maar in bepaalde opzichten moet deze markt nog volwassen worden: er zijn nog veel mogelijkheden om standaardisatie en transparantie te verbeteren. In dit artikel zijn enige voorstellen daartoe uiteengezet. Maar uiteindelijk spelen (institutionele) beleggers een belangrijke rol in de markt voor duurzame obligaties. Zij kunnen immers via hun handelen hun mening tonen: ze kunnen besluiten een groter gedeelte van hun portefeuille te investeren in duurzame obligaties, of juist te verkopen op het moment dat een obligatie niet aan haar verwachtingen voldoet. De toegang tot actuele, vergelijkbare en betrouwbare ESG informatie is daarvoor van cruciaal belang.

'Financiële marktdeelnemers' worden per 10 maart 2021 verplicht te rapporteren omtrent hun investeringsbeslissingen aangaande duurzaamheid.⁵⁶ In toenemende mate gaan institutionele beleggers het gesprek aan met bedrijven die duurzame obligaties in de markt zetten. Er is een duidelijke trend gaande dat obligatiebeleggers (iets dat voorheen met name gedaan werd door aandelenbeleggers) steeds actiever de dialoog aangaan met ondernemingen om hen te bewegen meer aandacht te hebben voor ESG aspecten. Dit is niet alleen vanuit een ideologische achtergrond, maar steeds meer vanuit financieel belang: het wordt, zeker voor langetermijn beleggers zoals pensioenfondsen, steeds duidelijker dat bedrijven maatregelen moeten nemen om klaar te zijn voor de transitie naar een duurzamere economie. ■

⁵² Reclame verschijnt bijvoorbeeld in de vorm van brochures, flyers, e-mails, brieven, Google ads, banners, billboards, websites, presentaties, interviews, etc.

⁵³ Zie de reclamenormen die gelden vanuit de Prospectusverordening (zie art. 22 Prospectusverordening en art. 13-17 Gedelegeerde Verordening (EU) 2019/979 en zie voor verdere informatie op de AFM website: <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/doelgroepen/effectenuitgevende-ondernemingen/prospectustoezicht-nieuw/reclame>), art. 4:19 Wft en de AFM Beleidsregel Informatieverstrekking van 31 december 2018.

⁵⁴ De Wet oneerlijke handelspraktijken is vastgelegd in het Burgerlijk Wetboek, Boek 6, Titel 3, afdeling 3a.

⁵⁵ Zie ook hoofdstuk 9 van de AFM Beleidsregel Informatieverstrekking van 31 december 2018.

⁵⁶ Verordening (EU) 2019/2088 van 27 november 2019 betreffende informatieverstrekking voor duurzaamheid in de financiële dienstensector.