

Een keurmerk: ook voor duurzaam beleggen van belang!

Interview door Frederik Mannaerts en Ronald Kok

We spreken met Randy Pattiselanno over de toegenomen regelgeving in de financiële wereld.¹ Ook hier is de vergroeningstrend duidelijk zichtbaar.

*De hoeveelheid regelgeving lijkt zich op te stapelen.
Hoe kunnen institutionele beleggers de 'rode draad' vinden?
Hoe kunnen zij er zeker van zijn dat zij 'compliant' zijn
(of kunnen zijn)?*

Dit is buitengewoon lastig want het is eigenlijk niet 100% vast te stellen dat je als asset manager 100% compliant bent. "Het is dus in wezen een illusie" om dit met 100% zekerheid te zeggen aldus de jurist. Als asset manager moet je aan enorm veel regelgeving voldoen. Hij verwijst naar de regelgeving op sectoraal niveau die al fors is. Voorbeelden van omvangrijke sectorale regelgevingen zijn UCITS, AIFMD, MiFID, en de kapitaaleisen uit IFR/IFD. Daarbij komt de wetgeving die niet sectoraal bepaald is en ook een grote impact heeft op asset managers. Denk aan SRD II (Shareholder Rights Directive), maar in het bijzonder de groeiende Europese duurzaamheidsregelgeving. Al deze regelgeving heeft op één of andere manier invloed op je organisatie.

De gelaagdheid van Europese regelgeving maakt het geheel nog complexer. Bij Europese regelgeving worden eerst de normen op hoofdlijnen vastgesteld. Dat kan via een Europese Verordening die rechtstreeks kan worden toegepast of via een Richtlijn. Richtlijnen moeten nog worden omgezet in nationale wetgeving en kunnen ook nationale uitzonderingen bevatten. Verordeningen en richtlijnen worden vaak weer in detail uitgewerkt in uitvoeringsregels. Maar als deze uitvoeringsregels nog te weinig handvatten bieden, dan kunnen de Europese toezichthouders of nationale toezichthouders hier verder invulling aan geven door middel van Q&A's. Schematisch ziet dit er als volgt uit:

Level 1 Hoofdregels
Level 2 Uitvoering
Level 3 Q&A's van nationale en internationale toezichthouders

De level 3 Q&A's van ESMA of nationale toezichthouders, zoals de AFM, maken het nog moeilijker om te kunnen aftekenen of je voor 100% compliant bent. Level 3 kan volgens Pattiselanno achteraf voor (andere) interpretaties zorgen. "Ook al heb je alles voor level 1 en 2 in orde dan nog kan een toezichthouder achteraf zeggen dat je, met de publicatie van een Q&A, bepaalde zaken toch anders had moeten toepassen. Dit is een continue dynamiek" zo onderstreept hij. Deze opstapeling van regelgeving vergt daarom erg veel

expertise en een goede helicopterview over het brede scala van wet en regelgeving.

(Europese) Regelgeving wordt steeds onduidelijker

Er is nog een andere reden waarom Europese regelgeving steeds meer onderhevig is aan interpretatie volgens Pattiselanno. Vooral de invloed van het Europees parlement op Europese wetgeving heeft tot gevolg dat zaken 'losser worden opgeschreven'. Hierdoor



Randy Pattiselanno was eerder werkzaam als jurist bij onder andere PwC en ABN AMRO (private banking), vanwaar hij tevens een tijdje gedetacheerd is geweest bij de Nederlandse Vereniging van Banken. Ook was hij docent bij de Registeropleiding voor Financieel Recht aan de Universiteit van Amsterdam. Sinds eind 2018 is Pattiselanno werkzaam als manager strategy & regulatory affairs bij de Dutch Fund and Asset Management Association (DUFAS) waar hij zich onder andere richt op duurzaamheidsdossiers, met name de Europese duurzaamheidsregelgeving, het klimaatcommitment, en dossiers die verband houden met distributie en informatieverstrekking aan klanten, zoals MiFID II en PRIIPs.

ontstaan er steeds meer interpretatievraagstukken. Dit heeft ook tot gevolg dat er soms onderwerpen naar voren komen die strikt genomen niet in een bepaalde wet thuis horen. Hoewel Pattiselanno de verdergaande Europese harmonisering van wetgeving toejuicht, kan een compromis tussen 27 lidstaten al gauw tot suboptimale uitkomsten leiden.

Als voorbeeld noemt Pattiselanno de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR). Daar wordt bijvoorbeeld individueel vermogensbeheer als een financieel product gezien, waar dit in MiFID wordt gekwalificeerd als een financiële dienst. Verder worden zaken in het duurzaamheidspectrum nu gereguleerd die voorheen niet gereguleerd werden. Dit maakt de dynamiek van interpretaties nog complexer. De duurzaamheidsregelgeving is daarom dus ten delen nog een onontgonnen juridisch gebied. De onduidelijkheid over de toepassing van bepaalde begrippen uit de SFDR heeft implementatie bemoeilijkt. Maar gelukkig hebben ook de Europese toezichthouders dit erkend en dit aangekaart bij de Europese Commissie.

SFRD: laat zien wat je doet

Pattiselanno verwacht dat partijen die al voor inwerkingtreding van SFDR een duurzaamheidsbeleid hadden een gap-analyse hebben verricht. Zij hebben hun uitgangspositie getoetst aan de eisen van SFDR (in hoofdlijnen). Nu nog alleen level 1, maar straks moeten zij dit doen aan de hand van de gedetailleerde regels van level 2. In de kern vraagt SFDR je duurzaamheidsclaim te onderbouwen. Je zult inzichtelijk moeten maken in welke mate en wijze je duurzaamheid in je beleggingsproces en portefeuille integreert. Bij SFDR gaat het erom de transparantie rond duurzaamheid te vergroten en te werken naar meer standaardisatie. Dit met het doel om greenwashing tegen te gaan.

SFDR heeft impact op de manier waarop due diligence in de beleggingsketen wordt uitgevoerd. Ook de Non-Financial Reporting Directive (NFRD) is daarbij belangrijk. Hoe zie je de wisselwerking tussen SFDR voor beleggers, en Non-Financial Reporting voor ondernemingen? En hoe werken zij in elkaar?

Een wisselwerking en afhankelijkheid tussen enerzijds de beursgenoteerde bedrijven en anderszijds de fondsenindustrie is er zeker aldus Pattiselanno. Ondanks dat SFDR logischerwijze meer het sluitstuk is van de Europese duurzaamheidsregelgeving wordt het wel als eerste geïmplementeerd. En dat is op zich vreemd. Want als fondsbeheerder heb je eerst duurzaamheidsdata van de bedrijven nodig zodat je een goede afweging kunt maken of je erin wilt beleggen en of je er goed over kunt rapporteren conform (de eisen van) SFDR. Het aanleveren van goede, betrouwbare data van bedrijven die onder de NFRD vallen is essentieel.

Groot tekort aan ESG-data

Pattiselanno ziet SFDR als een belangrijke katalysator voor het behalen van de Europese duurzaamheidsdoelen, maar constateert dat voor implementatie de ESG-data van ondernemingen verbeterd moet worden. Daarentegen vreest Pattiselanno dat bijvoorbeeld assetmanagers misschien eerder geneigd zullen zijn aandelen te kopen van ondernemingen die hun ESG-data al volledig op orde hebben. Vanuit praktisch oogpunt maar ook vanuit de vrees om

door beleggers op hun duurzaamheidsclaim te worden aangesproken. Volgens hem kan dit zelfs leiden tot een averechtse selectie: bedrijven die in werkelijkheid een schone voetprint hebben maar kwantitatief en kwalitatief niet voorlopen in hun ESG-data, zouden minder gekocht kunnen worden. Denk bijvoorbeeld aan kleine tot middelgrote ondernemingen.

Pattiselanno denkt dat de duurzaamheidsregelgeving, zoals SFDR en de Europese taxonomie, minder zal kunnen leiden tot goed-nieuwsshow van de bedrijven omdat de ESG-data die ze moeten rapporteren gestandaardiseerd is.

DUFAS heeft een position paper opgesteld over duurzaamheid. Aangaande de vereisten die uit SFDR voortkomen (bijvoorbeeld de keuzes voor comply-or-explain) geven jullie de voorkeur aan een transitieperiode. Zou je dat kunnen toelichten? Hoe lang zou die transitieperiode moeten duren?

"Het is niet zozeer dat wij een specifieke transitieperiode voorstellen. Ook niet voor de SFDR. Wij willen hiermee alleen maar tot uitdrukking brengen dat het optimaal kunnen voldoen aan Europese regelgeving een 'evolving proces' is. De Level 1 laag van SFDR, van kracht per 10 maart, bestaat uit het -op hoofdlijnen- uitdragen van een ESG-focus" zegt Pattiselanno. Pattiselanno verwacht dat de start van SFDR het dataprobleem rondom ESG-data verder zal aanwakkeren. Hij verwacht niettemin dat het probleem omtrent de breedte en de kwaliteit van ESG-data in de loop van der jaren minder zal worden. Dat kost tijd en Pattiselanno vindt het goed dat de Europese Commissie werkt aan de opzet van ESAP (European Single Access Point), waar een database voor het verzamelen van ESG-data de hoogste prioriteit moet krijgen.

SFDR stevige ESG trigger

SFDR is mede bedoeld om greenwashing tegen te gaan: gaan bepaalde asset managers voorzichtig zijn, of hun duurzaamheidsclaims realiseren/overtreffen? Hoe safe willen partijen gaan zitten?

Dat is een goede vraag. In aanloop naar implementatie van SFDR constateerden wij wel een dilemma voor asset managers. Hoe classificeer je je huidige fondsenpalet? Deel je je fonds in als een zgn. artikel 8 product, beleggingsfondsen die ESG karakteristieken promoten (lichtgroen), als een zgn. artikel 9 product, beleggingsfondsen die duurzame beleggingen als beleggingsdoelstelling hebben (donkergroen) of geen van beiden, als een zgn. artikel 6 product (grijs)? Enerzijds moet je als asset manager een accuraat beeld geven van het duurzaamheidsprofiel, anderzijds wil je niet door de wetgever op de vingers worden getikt dat je niet hebt voldaan aan de vereiste product disclosures. Bij gebrek aan duidelijke markering in de productclassificatie van SFDR kan je dus te veel of te weinig doen. Dat is een dilemma. Met het oog op de toekomst ziet Pattiselanno dat het minder aannemelijk is dat producten die niet als duurzaam worden gekwalificeerd (artikel 8 en 9) worden opgenomen in duurzame portefeuilles. "Dat is een belangrijke trigger" aldus de jurist. Hij verwacht dat de SFDR dus een stevige boost zal zijn richting het steeds groener beleggen.

Ook aangaande het EU Ecolabel stelt DUFAS een meer granulaire rating voor. Kan je uitleggen waarom dit noodzakelijk is? Zou in een dergelijk systeem de threshold ook worden verhoogd voor de hoogste categorie? En wordt dan het probleem van greenwashing wel echt ondervangen?

Het Ecolabel ziet toe op de Europese taxonomie waarin economische activiteiten zijn gespecificeerd die ecologisch duurzaam zijn. Het label is bedoeld voor de retailbelegger. De opzet is dat een fonds een Ecolabel krijgt op basis van (onder andere) een minimum percentage beleggingen die voldoen aan de EU taxonomie. Hoe hoog moet die drempel zijn? Eén van de eerste voorstellen was dat een fonds minimaal 18% duurzame beleggingen moet hebben (de rest van portefeuille kan dan in theorie 'bruin' zijn). In de discussie is deze drempel omhoog gegaan naar een percentage van rond 40%-50% voor UCITS aandelenfondsen. Dat is een stap in de goede richting, maar het voorziet nog niet echt in duidelijkheid voor de retailbelegger, omdat het label wordt toegekend op het "pass or fail" systeem. Als je éénmaal voldoet aan de drempel, dan krijg je het label. Maar het label zelf maakt geen onderscheid tussen bijvoorbeeld een fonds dat voor 90% uit duurzame beleggingen bestaat en een fonds dat maar voor 40% duurzaam belegt.

Het Ecolabel zou fijnmaziger moeten zijn waarbij meer granulaire ratings een beter beeld geven hoe duurzaam een fonds daadwerkelijk is ("shades of green"). Pattiselanno ziet liever een Ecolabel dat lijkt op het energielabel van een wasmachine. Het is dan in één oogopslag helder hoe groen een belegging is. Zodoende wordt greenwashing tegengegaan. Dit geeft de retailbelegger meer inzicht in plaats van een aantal losse variabelen, die voortkomen uit de opstapeling van regelgeving en informatieverplichtingen.

Een meer granulaire classificatie brengt een (nog) grotere hoeveelheid van beschikbare informatie. Hoe kan een retailbelegger nog een effectieve keus maken?

Dat is een goede vraag. De particuliere belegger ziet waarschijnlijk door de bomen het bos niet meer. Zo zijn er de product disclosures op websites, de verschillende voorwaarden, de prospectussen, risicoprofielen, etc. De Europese commissie gaat in zijn algemeenheid kijken hoe de informatieverstrekking naar beleggers effectiever gemaakt kan worden. Dat moet ook zijn weerslag hebben op duurzaamheidsinformatie.

Ten tweede moeten de sector en wetgever meer nadenken op welke basis retailbeleggers hun beleggingsbeslissingen nemen. Hier zit frictie. De regelgeving stelt dat beleggingsbeslissingen op basis van prospectussen gebaseerd moeten worden. Maar uiteindelijk blijkt uit onderzoek dat retailbeleggers hier niet naar kijken. Hun kennis doen zij onder andere op in hun eigen netwerk: bij kennissen/vrienden/adviseurs. Welke parallellen kan je trekken met het kopen van een wasmachine? Consumentenonderzoek gaat toch vooral visueel en daarom is het verstandig om met korte en simpele informatiemethodes te werken zoals labels aldus Pattiselanno.

Aangaande de Principal Adverse Impact Indicators pleiten jullie voor een reductie van het voorstel van de Europese toezichthouders (in eerste instantie). Hoe hebben jullie deze eerste selectie gemaakt?

Dit vormde het grootste discussiepunt tijdens de consultatie van Europese toezichthouders over de SFDR uitvoeringsregels. Bij DUFAS hebben wij gekeken naar de oorspronkelijke 32 voorgestelde verplichte indicatoren (plus twee additionele indicatoren). Wij hebben met onze leden gekeken naar de volgende aspecten. Welke indicatoren vinden wij relevant? Waarvan zijn er goede data beschikbaar? Op basis van deze criteria, relevantie en beschikbaarheid, zijn wij tot een lijst van 11 verplichte indicatoren gekomen. De Europese koepel, EFAMA zat dacht ik op 6.

Je ziet dat de Europese toezichthouders het commentaar vanuit de markt, waaronder die van DUFAS, ter harte hebben genomen. In hun definitieve rapport over de level 2 van SFDR, hebben zij de lijst van 32 verplichte indicatoren teruggebracht tot 14. Dat zijn voor een groot deel ook de indicatoren die DUFAS had voorgesteld. De indicatoren die DUFAS niet had meegenomen, maar wel door de Europese toezichthouders, hebben betrekking op biodiversiteit, 'hazardous waste ratio' en de 'unadjusted gender pay gap'. Overigens had DUFAS biodiversiteit of de gender pay gap niet meegenomen vanwege het gebrek aan data, niet omdat wij dit niet belangrijk zouden vinden. Integendeel.

Welke impact heeft de duurzaamheidsregelgeving, de EU-taxononomie en SFDR in het bijzonder, op de interne organisatie van de asset manager?

Wat belangrijk is: duurzaamheidsregelgeving geeft aan dat duurzaamheid in het DNA van een organisatie moet gaan zitten. In de totale organisatie moet het doordrongen zijn, waar voorheen duurzaam beleggen een activiteit was van een handvol duurzaamheidsexperts. Duurzaamheid moet onderdeel worden van je vakbekwaamheid en kennis. Iedereen moet zich vergewissen dat dit onderdeel is van de 'business as usual'. SFDR triggert tevens de noodzaak dat activiteiten uit verschillende afdelingen van een assetmanager goed op elkaar moeten worden aangesloten. Hoe flexibeler een organisatie hiermee om kan gaan, hoe groter de kans is om het beter te doen dan de concurrentie.

In welke mate zal de product 'labelling' van asset managers op grond van de SFDR impact hebben op individueel vermogensbeheer en adviesportefeuilles van (retail) klanten die duurzaam willen beleggen?

Dit is sterk afhankelijk van het antwoord op de vraag hoe partijen dit gaan invullen. Het gaat zeker een impact hebben. Zeker als MiFID is aangepast. MiFID zal straks eisen dat je duurzaamheidsvoorkeuren meeneemt in je productontwikkelingsproces en dat je bij het verlenen van beleggingsadvies of het aanbieden van individueel vermogensbeheer altijd duurzaamheidsvoorkeuren uitvraagt. Wanneer de duurzaamheidsvoorkeuren bij klanten worden uitgevraagd, is het toch de verwachting dat het merendeel van de klanten 'ja' zegt. Wat kan je die klanten dan bieden?

Koppeling aan SFDR

Belangrijk is dat een distributeur MiFID II duurzaamheidsvoorkeuren moet gaan koppelen aan de SFDR-classificatie. Hoe dat precies eruit zal zien, weten wij op dit moment nog niet. Maar als dit 1-op-1 aanknoopt bij artikel 8 en 9 producten, dan kan dit betekenen dat producten die hieraan niet voldoen, mogelijk niet (meer) passend zijn in toekomstige portefeuilles. Dit gaat een impact hebben. Tevens gaat SFDR eisen dat op productniveau zal worden aangegeven welk percentage van een beleggingsfonds raakt aan de activiteiten uit de EU taxonomy.

Als de SFDR in werking treedt, dan wordt het uitvragen van het duurzaamheidsprofiel voor zowel de retail als de institutionele markt belangrijk. Pattiselanno denkt dat distributeurs duurzaamheidsprofielen zullen gaan opstellen vergelijkbaar met de huidige

risicoprofielen. Dat vraagt de nodige voorbereiding. Het advies van Pattiselanno is dat distributeurs nu al gaan nadenken over hoe ze de uitvraag naar klanten gaan doen.

Afrondend kunnen we concluderen dat het SFDR regelgeving is die de beleggingswereld een duw geeft om echt groener te worden. SFDR wordt de 'proof of the pudding' en kan een forse trigger zijn voor zowel de beleggingsindustrie als de eindbeleggers om steeds groener te beleggen. Pattiselanno stelt dat het echter wel een voortdurend proces zal zijn en verwacht dat duurzaamheidsregelgeving zich in de loop der jaren nog verder zal gaan ontwikkelen.

Noot

- 1 <https://www.fondsnieuws.nl/columns/andy-pattiselanno/stop-de-informatie-overload-voor-retailbeleggers>