

De groene gevangenis: nieuwe duurzaamheidsregelgeving plaatst vermogensbeheerders en pensioenfondsen voor ingewikkelde dilemma's

Ernst de Klerk

INLEIDING

Regulering heeft en krijgt steeds meer aandacht van het publiek, toezichthouders en actoren op de financiële markten. Anno 2021 is duurzaamheidsregelgeving een belangrijk nieuw onderwerp van regulering. In Europa krijgt de financiële sector de komende jaren te maken met de uitwerking van het actieplan *Sustainable finance* van de Europese Commissie uit 2018.¹ In dit artikel staat de impact van dit plan voor vermogensbeheerders centraal. Hieronder reken ik in dit artikel beheerders van beleggingsinstellingen, (bank)beleggingsondernemingen en pensioenuitvoerders. Een kleine tip van de sluier is dat de impact van het plan voor deze sector moeilijk kan worden overschat.

Het artikel start met een beschrijving van het actieplan. Vervolgens gaat het artikel in op de vereisten die op 10 maart op een grote groep marktdeelnemers van toepassing worden. Deze vereisten plaatsen de vermogensbeheerders en pensioenfondsen voor twee ingewikkelde (*prisoner's*) dilemma's. Ze moeten immers pensioenregelingen, beleggingsfondsen en beleggingsmandaten categoriseren naar duurzaamheidsniveau zonder dat ze de gevolgen van de categorisering of de exacte definities van de categorieën kennen. Daarnaast moeten ze beslissen of ze een verklaring op willen stellen over hoe ze ongunstige effecten op duurzaamheidsfactoren meewegen zonder precies te weten wat de gevolgen hiervan zijn voor hun beleggingsbeleid en voor hun operationele inrichting. Het artikel eindigt met een blik naar de toekomst. Waar tot aan 10 maart marktparticipanten vooral enkele keuzes dienen te maken en transparant dienen te zijn, worden ze in de periode daarna langzaam maar zeker verleid (of gedwongen) om steeds duurzamer te gaan beleggen.

ACTIEPLAN SUSTAINABLE FINANCE

De Overeenkomst van Parijs inzake klimaatverandering en de Agenda 2030 voor duurzame ontwikkeling van de Verenigde Naties (VN) vormden de aanleiding voor het *Sustainable finance* actieplan. Volgens de Europese Commissie vormen duurzaamheid en de overgang naar een koolstofarme, zuinigere en circulaire economie cruciale elementen om het concurrentievermogen van de EU op lange termijn te waarborgen. De weg hiernaartoe is lang en kostbaar en de financiële sector speelt naar het oordeel van de Europese Commissie een belangrijke rol in het afleggen van deze weg. Zo stellen ze in het actieplan zelf:

'Het financiële stelsel speelt hierbij een sleutelrol. Dat stelsel wordt hervormd om de lessen van de financiële crisis te verwerken en kan in deze context een deel van de oplossing zijn om te evolueren in de richting van een groenere en duurzamere economie. Om particulier kapitaal naar duurzamere investeringen te heroriënteren, moet een grootscheepse omschakeling worden gemaakt in de wijze waarop het financiële stelsel functioneert.'

Het plan bestaat uit drie thema's.

- Het eerste thema betreft de heroriëntatie van kapitaalstromen in de richting van duurzame investeringen. Dit geeft meteen de ambitie en het doel van het plan aan. De Europese wetgever richt zich nu eens niet op het enkel oplossen van informatie-asymmetrie problematiek en het uniformeren

Ernst de Klerk Phd

Fellow bij het Instituut voor Financieel Recht van de Radboud Universiteit Nijmegen en werkzaam als consultant bij AF Advisors



van de Europese markten, maar heeft een duidelijk normatief doel voor ogen: er moet meer worden geïnvesteerd in duurzame beleggingen. En daar heeft de Europese Commissie zo haar redenen voor. Volgens het plan moet Europa een jaarlijkse investeringskloof van bijna € 180 miljard dichten om tegen 2030 de klimaat- en energiedoelstellingen van de EU te halen.² Daarnaast is volgens de Europese Investeringsbank de algemene investeringskloof in infrastructuur voor vervoer, energie en middelenbeheer opgelopen tot het jaarlijkse bedrag van € 270 miljard. Er moet kortom veel meer geld worden geïnvesteerd in duurzame projecten.

- Het tweede thema is het verankeren van de beheersing van duurzaamheidsrisico's in het risicobeleid.
- Het derde thema is het bevorderen van transparantie en langetermijndenken bij financiële en economische activiteiten.

IMPACT OP BELEGGINGSPRODUCTEN

Beleggingsproducten³ spelen een belangrijke rol in het actieplan en kennen in dit kader een zeer brede definitie. Denk hierbij aan beleggingsinstellingen, discretionaire mandaten, pensioenregelingen, verzekeringsproducten met een beleggingscomponent, etc. Oftewel bijna alle vermogensbeheerders worden hierdoor 'geraakt'.

Alhoewel de vermogensbeheerindustrie sinds 2008 continu onderworpen is aan nieuwe wetgeving, was de ambitie van de wetgeving nimmer zo expliciet gelinkt aan de beleggingen zelf. De doelstelling van het plan en de gerelateerde nieuwe wetgeving komen er uiteindelijk op neer om meer geld belegd te krijgen in duurzame beleggingen.

Het plan bevat veel nieuwe vereisten voor vermogensbeheerders. Vanaf 10 maart 2021 wordt de *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (in het vervolg SFDR) van toepassing. Vanaf vermoedelijk 2022 komen daar aanvullende verplichtingen bij uit hoofde van de Taxonomie-Verordening en aanpassingen van (gedelegeerde) verordeningen voor beleggingsondernemingen (MiFID II)⁴ en beheerders van beleggingsinstellingen (UCITS en AIFMD).⁵ In het volgende deel van dit artikel ga ik in op de vereisten uit SFDR en in het deel daarna op de andere vereisten.

SFDR LEVEL 1: OPEREREN IN HET DUISTER TOT 10 MAART

Vanaf 10 maart 2021 dienen financiële marktdeelnemers in de EU, zoals beheerders van beleggingsinstellingen, beleggingsondernemingen en pensioenfondsen, aan nieuwe regels te voldoen. Deze regels vloeien voort uit SFDR. De kern van SFDR is het bieden van transparantie ten aanzien van de rol die duurzaamheidsfactoren en -risico's spelen bij de selectie van beleggingen. Bepaalde basisvereisten gelden voor alle partijen. Daarnaast gelden er aanvullende verplichtingen voor partijen die stellen duurzaam te beleggen. De gedachte achter SFDR is dat als beleggers of deelnemers beter zicht hebben op de duurzaamheidsaspecten van een beleggingsproduct, ze beter geïnformeerde keuzes kunnen maken. Sommige marktpartijen maken laagdrempelig gebruik van duurzaamheidsaanprijzin-

gen zonder dat duidelijk is wat deze partijen precies doen op dat vlak. Dat zal na maart 2021 lastiger worden.

SFDR bestaat uit twee onderdelen. SFDR level 1 kent algemene principes en SFDR level 2 vult deze algemene principes nader in met gedetailleerde voorschriften. Waar in level 1 bijvoorbeeld is opgenomen dat je bepaalde informatie over duurzame kenmerken op een website ter beschikking moet stellen, is in level 2 opgenomen welke informatie dit precies betreft en in welke volgorde je de informatie moet opstellen.

DE AMBITIE VAN WETGEVING WAS NIMMER ZO EXPLICIET GELINKT AAN DE BELEGGINGEN ZELF

Alhoewel SFDR level 1 reeds in 2019 was gepubliceerd, volgde SFDR level 2 pas begin februari 2021. En deze versie dient nog geaccordeerd te worden door de Europese Commissie. Alhoewel dit doorgaans een formaliteit is weten partijen pas rond begin mei 2021 zeker wat de SFDR level 2 vereisten zijn. Oftewel: vermogensbeheerders opereren tot dan toe nog in het duister. Veel partijen zullen de belangrijkste beslissingen over de implementatie van SFDR echter reeds hebben genomen voor februari 2021. Dat betekent dat zij toen nog geen beeld hadden van de finale SFDR level 2 verplichtingen en dat ze sommige keuzes hebben moeten maken zonder te weten wat de exacte consequenties waren van deze keuzes. Dit zal ik in de hierna volgende paragrafen toelichten.

DILEMMA 1: ONGUNSTIGE EFFECTEN MEENEMEN OF NIET?

Marktpartijen moeten onder de nieuwe wetgeving verklaren of ze de belangrijkste ongunstige effecten op duurzaamheidsfactoren meewegen als zij beleggingsbeslissingen nemen. Indien zij dat doen dienen ze op hun website te verklaren dat ze dat doen en als ze dat niet doen dienen ze op hun website aan te geven waarom ze dat niet doen. Partijen met meer dan 500 werknemers zijn verplicht om deze ongunstige effecten mee te nemen en hebben geen keuze.

Om een goede keuze te maken is van belang om te begrijpen wat bedoeld wordt met de belangrijkste ongunstige effecten op duurzaamheidsfactoren. In SFDR level 2 is dit gedefinieerd. In een conceptversie die uitkwam in april 2020 waren dit er ten minste 34. Voorbeelden zijn CO₂-uitstoot, energieconsumptie, biodiversiteit, water emissies, mensenrechten, de loonkloof tussen mannen en vrouwen, etc. Marktpartijen die de verklaring opstellen, zouden deze factoren moeten meewegen bij het nemen van beleggingsbeslissingen en een plan moeten opstellen om de scores op deze factoren te verbeteren. In de finale versie van februari 2021 zijn uiteindelijk 18 verplichte indicatoren (voor sommige beleggingscategorieën minder) opgenomen. De Europese Commissie moet dit nog wel accorderen en heeft hiervoor dus de tijd tot mei 2021.

Veel partijen hadden voor februari echter al een keuze gemaakt of ze de verklaring wel of niet wilden opstellen. Feitelijk moesten ze dus verklaren de belangrijkste ongunstige effecten op duurzaamheidsfactoren mee te nemen zonder vooraf te weten wat de belangrijkste effecten zijn. Partijen die besloten hebben de verklaring op te stellen en de factoren uit SFDR level 2 momenteel nog niet meewegen en bijhouden zullen dit vanaf 1 januari 2022 wel moeten gaan doen.

Veel partijen zijn op hun hoede voor eventuele ongunstige reputationele gevolgen van het niet opstellen van de verklaring. Hoe straalt het op een marktpartij af als hij expliciet verklaart dat hij de belangrijkste ongunstige effecten op duurzaamheidsfactoren niet meeneemt? Dit is uiteraard met name een relatieve afweging. Als de concurrentie dit ook niet doet is het geen probleem. Als iedereen de verklaring wel opstelt zijn de potentiële reputationele gevolgen groter. Marktpartijen met meer dan 500 werknemers moeten overigens sowieso de verklaring opstellen.

GRIJZE PRODUCTEN KUNNEN NA 2022 NIET MEER ZOMAAR AAN IEDEREEN VERKOCHT WORDEN

Van de concurrenten met minder dan 500 werknemers weet je echter niet wat ze gaan doen. Je zit als ‘kleine en/of middelgrote partij’ in een waar *prisoner's dilemma*. In beginsel is het voor partijen aantrekkelijk om de verklaring niet op te stellen. Dat houdt je als onderneming vrij om je eigen keuzes te maken. Ook scheelt het kosten voor data en rapportages die je niet zelf zou opstellen als hier geen verplichting toe was. Als echter een of meerdere partijen er wel voor kiezen de verklaring op te stellen, dan kan dat hen een reputationeel voordeel bieden. Als iedereen echter de verklaring opstelt dan heeft niemand dit voordeel meer, maar heeft iedereen wel de kosten. Speltheorie leert ons dat de laatste keuze voor de hand ligt als einduitkomst. Op een aspect wordt echter afgeweken van dit dilemma en dat is dat marktpartijen relatief eenvoudig hun keuze kunnen aanpassen en de verklaring alsnog kunnen opstellen. Mogelijk dat dat aspect toch nog tot een andere uitkomst leidt. De toekomst zal het leren.

DILEMMA 2: CLASSIFICATIE VAN PRODUCTEN

Een tweede dilemma waar veel partijen voor zijn geplaatst is het classificeren van producten. Producten die ecologische en/of sociale kenmerken promoten en producten die duurzame beleggingen tot doel hebben dienen aan aanvullende vereisten te voldoen. De producten die niet als zodanig classificeren kennen geen aanvullende vereisten. Daarom wordt wel gesproken over drie categorieën. De categorie ‘overig’ ook wel aangeduid als ‘grijs’, de categorie ‘promotie van ecologische en/of sociale kenmerken’ ofwel ‘lichtgroen’ en de categorie ‘duurzame beleggingen tot doel’ ofwel ‘donkergroen’. De aan-

vullende vereisten voor die laatste twee categorieën betreffen met name transparantievereisten voor de website, het jaarverslag en de zogenaamde precontractuele informatie (zoals het prospectus of de Pensioen123).

De classificatie is relevant om drie redenen:

- Allereerst dient de communicatie van partijen over beleggingsproducten in lijn te zijn met de keuzes die onder SFDR gemaakt zijn. Dit betekent dat als een product als ‘grijs’ is geclassificeerd dit gevolgen heeft voor wat er nog gecommuniceerd mag worden, bijvoorbeeld op de website, over het product. Deze communicatie zal zeer terughoudend moeten zijn. Een blik op de websites van zowel vermogensbeheerders als pensioenfondsen leert echter dat men op dit moment helemaal niet terughoudend is in de communicatie over duurzaamheid. Als marktpartijen deze communicatie willen blijven voeren zal de classificatie van de producten hierbij moeten aansluiten.
- Ten tweede vrezet veel partijen de reputationele gevolgen van de keuze voor ‘grijze’ producten. Kan een vermogensbeheerder zonder gezichtsverlies te leiden überhaupt wel producten met die classificatie aanbieden? Hoe zullen distributeurs en klanten daar tegenaan kijken?
- Ten derde zullen zogenaamde ‘grijze producten’ na 2022 niet meer zomaar aan iedereen verkocht kunnen worden. Dit wordt in de volgende paragraaf verder toegelicht. Deze gevolgen lijken veel marktpartijen al goed voor ogen te hebben gehad bij de classificatie.

Tot welke categorie een product behoort is dus van belang. Aangezien het aanpassen van precontractuele informatie enige doorlooptijd kent (zowel operationeel als toezichtrechtelijk dient rekening gehouden te worden met lastig te verkorten doorlooptijden) zijn veel marktpartijen hier eind 2020 of begin 2021 mee bezig geweest.

Om tot een goede indeling te komen is het belangrijk te weten wat de criteria zijn voor de verschillende categorieën. Wanneer is sprake van een duurzame belegging en wanneer is sprake van de promotie van ecologische en/of sociale kenmerken?

Ik start met de eerste vraag. Het begrip duurzame belegging is gedefinieerd in de SFDR. Een duurzame belegging is *‘een belegging in een economische activiteit die bijdraagt aan het bereiken van een milieudoelstelling (...) of een belegging in een economische activiteit die bijdraagt aan de verwezenlijking van een sociale doelstelling, mits deze beleggingen geen ernstige afbreuk doen aan die doelstellingen en de ondernemingen waarin is belegd praktijken op het gebied van goed bestuur volgen.’* Wanneer er sprake is van een economische activiteit die bijdraagt aan het bereiken van een milieudoelstelling of sociale doelstelling is minder duidelijk. Alhoewel er regelgeving op stapel staat voor het definiëren van economische activiteiten die bijdragen aan het bereiken van milieudoelstellingen (de Taxonomie-verordening) is er geen soortgelijke regelgeving voor sociale doelstellingen. Die volgt naar verwachting nog wel op de wat langere termijn. De regelgeving

over de milieudoelstellingen is bovendien nog niet volledig afgerond.

Ook is onduidelijk wanneer er sprake is van het ernstige afbreuk doen aan die doelstellingen. Oftewel ook op dit vlak is er nog een en ander ‘duister’. De wetgever heeft begin februari 2021 aangegeven dat zij voor het begrip ‘ernstige afbreuk doen’ aansluit bij de ongunstige effecten die in de vorige paragraaf zijn beschreven. Maar wat dat precies inhoudt blijft de vraag. Of er drempelwaardes (gaan) gelden ten aanzien van deze effecten, welk deel van de beleggingen aan de definitie van duurzame beleggingen moeten voldoen is allemaal nog onduidelijk. Een stikte uitleg kan verstrekkende gevolgen hebben voor producten die als zodanig zijn geclassificeerd. Deze producten kunnen te maken krijgen met beleggingsrestricties die impact hebben op het belegbare universum en het beleggingsbeleid. Alleen partijen die volledig overtuigd zijn van het belang van deze classificatie zullen hier dus voor kiezen.

Nu de tweede vraag: ‘wanneer er sprake is van de promotie van ecologische en/of sociale kenmerken?’ Dit is, zo mogelijk, nog onduidelijker. Of dit promotie betreft in de letterlijke zin, dus de communicatie van een marktpartij over duurzaamheid, of juist het beleid betreft is niet duidelijk gemaakt. Tevens was (en is) niet duidelijk of bepaalde uitsluitingen op productniveau leiden tot deze classificatie. Stel dat een beleggingsproduct producenten van tabak of controversiële wapens uitsluit (in de markt bekend als ‘negative screening’), is er dan sprake van promotie? En wat als hier niet expliciet de aandacht op wordt gevestigd in marketinguitingen? En hoe zit het met partijen die een CO₂-reductie doelstelling hebben omdat ze menen dat dit het klimaatrisico van de portefeuille beperkt? Is er dan sprake van promotie of slechts van risicobeheer? De lijst met vragen over dit criterium is oneindig. Tot deze conclusie kwamen niet alleen juridische adviseurs, maar ook de Europese toezichthouders. Zij besloten twee maanden voor de start van de wetgeving hun vragen, waarvan enkele in de vorige paragrafen zijn opgenomen, aan de Europese Commissie te stellen. De Europese Commissie als auteur van de wetgeving dient hier een antwoord op te formuleren maar naar verwachting laat dit antwoord nog wel even op zich wachten.

Dan de classificatie zelf. Voordat die vragen waren gesteld, en de antwoorden zijn er op het moment van schrijven nog niet, hadden veel marktpartijen – gedwongen door interne en externe doorlooptijden hun classificatiekeuze al gemaakt. Een keuze die gegeven de onduidelijkheid lastig was. De vrees die boven de markt hangt is dat de keuze mogelijk bepaalde gevolgen gaat hebben voor het belegbare universum of ertoe zal leiden dat aanvullende bindende restricties opgenomen moeten worden.

Als adviseur van diverse partijen zie ik met name dat over deze classificatie in de diverse lidstaten van de Europese Unie heel anders wordt gedacht en wordt uitgelegd door de beheerders en hun nationale toezichthouders. In diverse lidstaten heeft men de neiging om de grens voor een product dat ecologische en/of

sociale kenmerken promoot hoog te leggen. In Nederland leggen marktparticipanten deze grens doorgaans lager. Uit een eerste schatting van Dufas blijkt dat zo’n 2/3^e van de Nederlandse producten tot deze categorie behoort. Alhoewel dit misschien geen volledige steekproef is zegt het veel over de uitleg in de Nederlandse markt van de vereisten.

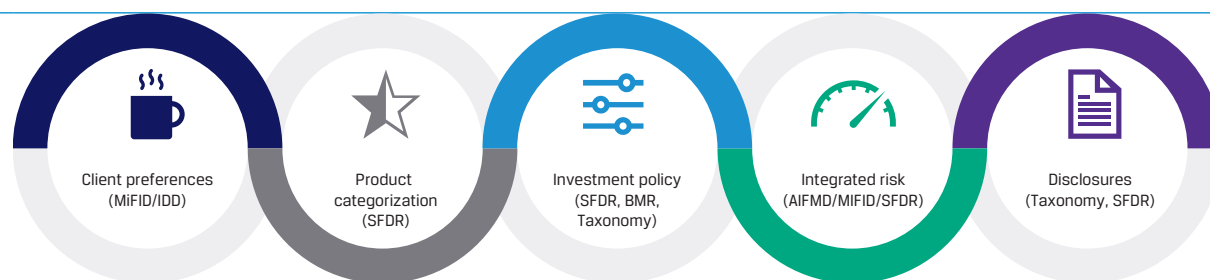
DE ECHTE GEVOLGEN VAN DE REGULERING WORDEN NIET PER 10 MAART 2021 DUIDELIJK, MAAR PAS IN DE KOMENDE JAREN

Vergelijkbaar aan het dilemma over de verklaring ongunstige effecten, hebben marktpartijen hun producten geclassificeerd zonder goed zicht te hebben op de finale vereisten en de keuzes van de concurrenten. Een nieuw en tweede prisoner’s dilemma doemt daarmee op. Enerzijds is een classificatie als duurzaam of als ecologisch en/of sociale kenmerken promotend product wenselijk gegeven reputationele afwegingen. Dit hangt echter vooral af van de keuzes van de concurrentie. Als niemand kiest voor een dergelijke classificatie, dan zijn de gevolgen beperkt. Als sommigen of iedereen er echter wel voor kiest, dan is een classificatie als ‘overig’ ongunstig. Anderzijds, als de classificatie aanleiding geeft tot onwenselijke beperkingen ten aanzien van het beleggingsbeleid, dan kan die keuze wel negatieve gevolgen hebben. Het grote verschil met het dilemma inzake de ongunstige effecten is dat deze keuze niet zo makkelijk te wijzigen is, wat wel het geval is bij het eerste dilemma. Daar de informatie wordt opgenomen in de precontractuele informatie (zoals het prospectus) en de wijziging ervan een materiële productwijziging is, zullen partijen, pensioenfondsen mogelijk uitgezonderd, deze keuze niet zo makkelijk kunnen wijzigen. Naar verwachting zullen partijen er daarom minder snel voor kiezen hun producten als ‘overig’ te classificeren.

DE GROTE GOLF KOMT NA 10 MAART

De echte gevolgen van de regulering worden niet per 10 maart 2021 duidelijk, maar pas in de komende jaren. Als de gedelegeerde regelgeving onder MiFID II, IDD, UCITS V en AIFMD wordt aangepast en de Taxonomie-Verordening⁶ wordt gepubliceerd, wordt duidelijk waarom SFDR van zulk belang is. In figuur 1 is de impact van deze regelgeving schematisch weergegeven. Onder de figuur wordt elk onderdeel toegelicht. Een kleine disclaimer is hier op zijn plaats. Ten tijde van het schrijven, februari 2021, was een aanzienlijk deel van de vereisten nog in conceptvorm. Mogelijk dat de definitieve vereisten en zodoende ook de definitieve impact nog wijzigt.

Figuur 1
Impact duurzaamheidsregelgeving voor vermogensbeheerders



VOORKEUREN BELEGGERS

De gevolgen starten met de aanpassing van de gedelegeerde verordening onder MiFID II. Als gevolg van deze wijziging dienen banken en beleggingsondernemingen in hun geschiktheidstoets de duurzaamheidsvoorkeuren van klanten uit te vragen. De geschiktheidstoets is de uitvraag bij klanten van hun doelstellingen, voorkeuren, risicotolerantie en risicohouding. Deze gaat vooraf aan het verlenen van beleggingsadvies en aan het beleggen van gelden voor rekening en risico van de klant.

De uitvraag van duurzaamheidsvoorkeuren wordt gekoppeld aan de classificatie onder SFDR. Althans, in de conceptversie van de wijziging wordt er verwezen naar de twee categorieën onder SFDR maar wordt er aan de categorie 'producten die ecologische en/of sociale kenmerken promoten' een additionele eis toegevoegd. Deze producten moeten ofwel ook voor een deel uit duurzame beleggingen bestaan of anders ongunstige effecten op duurzaamheidsfactoren meenemen.

Als uit de uitvraag blijkt dat beleggers voorkeuren hebben ten aanzien van duurzaamheid, dan zal de beleggingsinstelling hier rekening mee moeten houden. Als er in de portefeuille producten zijn opgenomen die zichzelf geassocieerd hebben (zoals beleggingsfondsen), dan zal deze classificatie meegenomen moeten worden bij het samenstellen van de portefeuille. Het is moeilijk voorstelbaar dat de portefeuille van een belegger die duurzaamheid van belang vindt hoofdzakelijk uit beleggingsfondsen zal bestaan die als 'overig' geassocieerd zijn. Het is de algemene verwachting dat bij een expliciete uitvraag van de duurzaamheidsvoorkeuren beleggers zullen aangeven deze voorkeuren te hebben. Al zal de vraagstelling uiteraard van groot belang zijn voor de uitkomst.

BELEGGINGSBELEID

De vraag naar duurzame beleggingsfondsen en beleggingsoplossingen gaat vermoedelijk toenemen. Niet alleen de uitvraag van duurzaamheidsvoorkeuren zal hier aanleiding toe geven, maar ook de vereisten voor andere institutionele beleggers die te maken krijgen met andere onderdelen van het actieplan.

Als een beleggingsoplossing of een beleggingsfonds aangemerkt gaat worden als product dat ecologische en/of sociale kenmerken promoot of als product dat duurzame beleggingen tot doel heeft zijn de gevolgen tot 1 januari 2022 beperkt. Pas vanaf 2022 zal er veel uitvoeriger gecommuniceerd moeten worden over deze producten. Er dient aangegeven te worden

welke indicatoren gebruikt worden om te meten dat het product zijn doelstellingen behaalt. Ook dienen er bindende elementen te worden opgenomen die worden gebruikt bij het selecteren van de beleggingen. Deze elementen moeten echt bindend zijn. Als ervan af mag worden geweken, ter eigen discretie van de vermogensbeheerder (bijvoorbeeld in het geval bepaalde ESG scores uitgesloten worden maar dit mag worden overruled door de portfolio manager), mogen ze niet worden getoond. De algemene verwachting van deze transparantievereisten is dat het de norm voor duurzaam beleggen zal verhogen. Het is nog onduidelijk of dergelijke producten ook een minimum moeten hebben aan duurzame beleggingen. Wat wel duidelijk is, is dat beleggingsproducten die zich niet als zodanig profileren ook niet "stiekem" wel aan duurzaamheid mogen doen. Alleen bepaalde minimumnormen mogen worden toegepast.⁷ De dispersie tussen duurzame en niet-duurzame producten zal zodoende toenemen.

DUURZAAMHEIDSRISICO'S

Op duurzaamheidsrisico's wordt veel meer nadruk gelegd nadat de wijzigingen van de gedelegeerde verordeningen onder MiFID II, AIFMD en UCITS V zijn doorgevoerd. Duurzaamheidsrisico's zijn breed gedefinieerd als gebeurtenissen op ecologisch, sociaal of governance-gebied die, indien ze zich voordoen, een mogelijk wezenlijk negatief effect op de waarde van de beleggingen kunnen hebben. Duurzaamheidsrisico's dienen een geïntegreerd onderdeel te worden van het risicobeheer. Dit betekent dat ze op dezelfde wijze moeten worden onderkend en beheerst als andere risico's. Op dit moment zijn er nog weinig standaarden waarmee duurzaamheidsrisico's gekwantificeerd kunnen worden. Voor onderdelen van duurzaamheidsrisico's zoals klimaatrisico's kan dat wel. Het spreekt dan ook voor zich dat marktparticipanten daarmee zullen beginnen.

RAPPORTAGES

Het sluitstuk van de nieuwe vereisten zijn de rapportages. Aan klanten moet worden getoond wat de resultaten waren op vooraf gekozen indicatoren, hoeveel er is belegd in duurzame beleggingen en welke acties er zijn uitgevoerd om de ecologische en sociale karakteristieken die gepromoot werden te behalen gedurende de rapportageperiode.

Daarnaast dienen beleggingsproducten die duurzame beleggingen tot doel hebben en die ecologische factoren promoten te rapporteren over hun score op de Taxonomie-Verordening. In deze Verordening is vastgelegd welke economische activiteiten als duurzaam worden aangemerkt. Afhanke-

lijk van welke economische activiteiten bedrijven ontplooiën kan van deze bedrijven worden geconcludeerd voor welk deel zij duurzaam zijn conform de Taxonomie-Verordening. Door deze criteria toe te passen op beleggingsportefeuilles kan een totaalscore worden berekend voor een portefeuille. Op deze wijze kunnen beleggingsproducten gemakkelijk met elkaar vergeleken worden. Deze score zal in eerste instantie iets zeggen over het groene karakter van een beleggingsportefeuille. Er zijn echter geluiden dat er ook een dergelijke score moet komen voor de sociale kenmerken van een beleggingsportefeuille.

Globale Context

De hiervoor beschreven verplichtingen zijn van toepassing op partijen uit de EU. Dit is de eerste belangrijke cross-sectorale Verordening waar UK partijen niet aan hoeven te voldoen. Ook Amerikaanse partijen hoeven uiteraard niet aan deze Europese vereisten te voldoen. Voor zover deze partijen hun diensten of beleggingsfondsen actief in Europa aanbieden is onduidelijk of de verplichtingen ook van toepassing worden op de door hen aangeboden diensten en producten. Dit is wel de verwachting, maar nog niet zeker. Voor de goede orde, zelfs als dit het geval is betreft dit slechts een deel van de vereisten, zoals het classifica-

tieveerste beschreven in dilemma 2. Een ander deel van de vereisten, waaronder de verklaring beschreven in dilemma 1, is van toepassing op (Europese) entiteiten en dus niet op non-EU partijen. Naar verwachting kan elke lidstaat waarin een dienst wordt aangeboden hier zelf een keuze in maken. Mogelijk kunnen de vereisten dus enkele nadelige gevolgen hebben voor het *level playing field*, maar ook dit is nog onduidelijk.

Conclusie

De nieuwe duurzaamheidsregelgeving kan op termijn mogelijk behoorlijk ingrijpende gevolgen hebben voor de inhoud van beleggingsportefeuilles. Zover is het in 2021 echter nog niet. Voor 10 maart 2021 werden partijen naast het uitvoeren van veel implementatiewerk vooral voor twee ingewikkelde prisoner's dilemma's geplaatst: wel of niet de verklaring ongunstige effecten opstellen en de keuze voor de classificatie van de producten. Nadat deze keuzes gemaakt zijn zal de industrie de komende jaren gaan vergroenen. Of de Europese vermogensbeheerindustrie het wil of niet, duurzame indicatoren en ongunstige effecten indicatoren zullen voor ten minste een aanzienlijk deel van de industrie een prominente plek krijgen in de beleggingsoverwegingen.

Noten

- 1 Europese Commissie, Actieplan: duurzame groei financieren, COM(2018) 97, 8.3.2018.
- 2 Europese Commissie, Actieplan: duurzame groei financieren, p.1.1, COM(2018) 97, 8.3.2018.
- 3 In de SFDR aangeduid als Financiële producten. Art. 2 sub 12.
- 4 MiFID II is de relevante richtlijn voor beleggingsondernemingen. Het betreft de Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en wordt doorgaans aangeduid met het acroniem van de Engelse vertaling.
- 5 AIFMD en UCITS zijn de relevante richtlijnen voor beheerders van beleggingsinstellingen. Het betreffen Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten.
- 6 Verordening (EU) 2020/852 van 18 juni 2020 betreffende de totstandbrenging van een kader ter bevordering van duurzame beleggingen.
- 7 Final Report on draft Regulatory Technical Standards Overweging 22 en 23, JC 2021 03.