

THE PRACTICES TO AVOID GREENWASHING THROUGH EU REGULATIONS AND THEIR SUSTAINABLE IMPACT ON THE FINANCIAL SECTOR

Jury :
Promoter :
Yves FRANCIS
Reader :
Magali HERMAN

Dissertation by
Lorren MERNIER
For a Master's degree in
specialisation in Financial Analysis
and Audit
Academic year 2021/2022

Acknowledgements

This Master thesis would not have been realized without the support of many people whom I would like to thank.

First of all, I would like to thank my promoter, Mr. Yves Francis, for his valuable advice and guidance, as well as his availability and patience that allowed me to achieve this thesis.

Secondly, I would like to thank Mr. Julien Froumouth who gave me the desire to write this dissertation as well as Ms. Magali Herman for the time she will spend reading this work.

In addition, I am grateful to the participants of my qualitative survey who have contributed to my work, both for their generous offer of time and for their relevant advice.

Finally, I would like to thank the members of my entourage who have supported and helped me during the development of this thesis especially my Dad, Kani Traore, Coline Geury, Lilas Laumont, Mahomed Ouedraogo, my brother and my mother who supported me through this time.

Abstract

In the face of climate change, our policies must act to prevent an unprecedented crisis. To this end, the European Union is committed to a series of international agreements. The most important of these is the Paris Agreement, which aims to limit global temperature increase to 1.5 degrees Celsius by 2030. To achieve this agreement, public funds are not enough to support the needed investments to make our society more sustainable. Private investors are, therefore, called upon to contribute to the transition of our economy towards a more sustainable model. However, this change in investment flow puts a lot of pressure mostly on polluting companies. Unfortunately, a change of business model is not easy to implement and it leads some of them to lie about their environmental performance. This disruptive phenomenon, also known as greenwashing, hinders the transition of our economy. In response to this issue, the European Union has put in place some regulations known as the SFDR, the European Taxonomy and MiFID II ESG to push companies to disclose more information about their sustainability and limit deceiving investors. Sustainable finance is a necessary asset to reach those objectives. These new green regulations' goal is to focus on reducing carbon emissions into the atmosphere.

Despite the EU's efforts to make finance sustainable, the timeline of its new regulations' enforcement is affecting the market. Therefore, the purpose of the present work is to determine their impacts on greenwashing and on the market players who have to integrate them. Furthermore, this study focuses on the latest law implemented since August 2022, which is called MiFID II ESG. Through a qualitative survey, participants from the financial sector gave us insight regarding their regulatory journey. As a result, we concluded that those regulations are a major step toward sustainable finance despite the presence of possible misinterpretations which may create a build-up of false information and, thus, fuel greenwashing.

Key words:

MiFID II ESG – sustainability preferences – sustainable finance – greenwashing – EU regulations

Table of contents

- CHAPTER 1: INTRODUCTION..... 1**
- 1.1. RESEARCH CONTEXT 1
- 1.2. MAIN OBJECTIVE 2
- 1.3. RESEARCH MOTIVATIONS 3
- 1.4. CONTRIBUTIONS 4
- 1.5. APPROACH..... 5

- CHAPTER 2: LITERATURE REVIEW 7**
- 2.1. GREENWASHING 7
 - 2.1.1. DEFINITION AND CONCEPT 7
 - 2.1.2. TYPES OF GREENWASHING..... 8
 - 2.1.3. EXAMPLES OF GREENWASHING 10
 - 2.1.4. GREENWASHING IN THE FINANCIAL SECTOR 11
- 2.2. THE EMERGENCE OF SUSTAINABLE FINANCE.....12
 - 2.2.1. PARIS CLIMATE AGREEMENTS 12
 - 2.2.2. ACTION PLAN ON FINANCING SUSTAINABLE GROWTH..... 14
 - 2.2.3. EUROPEAN GREEN DEAL 17
- 2.3. SUSTAINABLE FINANCE18
 - 2.3.1. CONCEPT AND DEFINITION 18
 - 2.3.2. COMPANY AND INVESTOR RELATIONS 18
 - 2.3.3. GROWING DEMAND FOR SUSTAINABLE INVESTMENTS 19
 - 2.3.4 LACK OF REGULATION IN SUSTAINABLE FINANCIAL SECTOR 20
- 2.4. THE FOUR EUROPEAN REGULATIONS PILLAR OF THE SUSTAINABLE TRANSITION21
 - 2.4.1. SFDR 21
 - 2.4.2. EUROPEAN TAXONOMY..... 23
 - 2.4.3. MiFID II 2021/1253 24
 - 2.4.4. CSRD 26
- 2.5. LITERATURE REVIEW SUMMARY28

- CHAPTER 3: RESEARCH DESIGN29**
- 3.1. METHODOLOGY29
- 3.2. DATA COLLECTION29
- 3.3. DATA SAMPLING32
- 3.4. DATA ANALYSIS.....33

- CHAPTER 4: RESULTS.....35**
- THEME 1: MiFID II ESG REGULATION AND ITS EFFECTS ON THE MARKET 35
- THEME 2: THE EFFECTS OF UNFINISHED ANCILLARY REGULATIONS ON THE MARKET 39
- THEME 3: THE EVOLUTION OF GREENWASHING FOLLOWING SUSTAINABLE REGULATIONS 40
- THEME 4: MiFID II ESG OPINIONS..... 41

- CHAPTER 5: DISCUSSION43**

CHAPTER 6: CONCLUSION	47
6.1. SHORT SUMMARY	47
6.2. MANAGERIAL IMPLICATIONS	48
6.3. THEORETICAL IMPLICATIONS	48
6.4. LIMITATIONS AND SUGGESTIONS FOR FURTHER RESEARCH	48
APPENDICES	I
APPENDIX 1 - INTERVIEW WITH GIULIA BRUNI ROCCIA.....	I
APPENDIX 2 - INTERVIEW WITH NATHALIE DOGNIEZ.....	VII
APPENDIX 3 - INTERVIEW WITH JULIEN RENKIN	XIII
APPENDIX 4 - INTERVIEW WITH JEAN-BENOIT GAMBET	XIX
APPENDIX 5 - INTERVIEW WITH CATERINA FUSO	XXIII
APPENDIX 6 - INTERVIEW WITH CHARLES VAN DOORSLAER	XXVIII
APPENDIX 7 - INTERVIEW WITH THOMAS SCHOENMAKERS	XXXIII
APPENDIX 8 - INTERVIEW WITH ISABELLE JASPART & STIJN HUYSENTRUYT	XXXIX
APPENDIX 10 - EMMA DE LEEUW	XLVII
APPENDIX 11 - DESCRIPTIONS OF THE INTERVIEWEES' COMPANIES	LII
LIST OF RESOURCE PERSONS	LV
BIBLIOGRAPHY	LVII

List of figures

Figure 1: Greenwashing Types.....	10
Figure 2: Timeline of the agreements on ecological transition	12
Figure 3: Illustration of investment responsibility chains.....	13
Figure 4: Action Plan Framework.....	16
Figure 5: Timeline Chaos.....	27
Figure 6: Steps to be taken for Europe's ecological transition	28
Figure 7: The regulatory chain	35
Figure 8: Chain of thought of the different entities on the preparation of market and the possible sanctions that may be incurred for financial companies.....	37
Figure 9: The effects of unfinished ancillary regulations on the market.....	40

List of graphs

Graph 1: IPCC scenarios	14
Graph 2: Global assets with an ESG mandate (USD trillion)	19

List of tables

Table 1: Interview guide	30
Table 2: Interviews information.....	32

Abbreviations

- CSR: Corporate Social Responsibility
- CSRD: Corporate Sustainability Reporting Directive
- EC: European Commission
- EET: European ESG Template
- EP: Environmental Performance
- ESG: Environmental, Social and Governance
- ESMA: European Securities and Markets Authority
- EU: European Union
- GD: Green Deal
- IIA: Index Industry Association
- IPPC: Intergovernmental Panel on Climate Change
- MiFID: Markets in Financial Instruments Directive
- OECD: Organisation for Economic Co-operation and Development
- PCA: Paris Climate Agreement
- Regulation 2019/2088: SFDR
- Regulation 2020/852: European Taxonomy
- Regulation 2021/1253: MiFID II ESG
- SDG: Sustainable Development Goal
- SFDR: Sustainable Finance Disclosure Regulation

CHAPTER 1: INTRODUCTION

1.1. Research Context

Over the past decade, our society's concern about climate change has increased. This issue has put intense pressure on companies to disclose information about their environmental performance in their annual report (de Freitas Netto et al.,2020). According to a study conducted by the Index Industry Association (IIA) (2021), there is significant growth in ESG investments. Eighty-five percent of asset managers interviewed in the survey expect that "ESG will become even more important to their companies in the future" (IIA, 2021). Following these assumptions, the IIA (2022) found in its second annual ESG report that asset managers expect nearly two-thirds of investment portfolios to be more sustainable within ten years through the addition of ESG criteria (IIA, 2022). However, in the absence of clear guidelines and due to the lack of international standards, some entities use this new environmental matter to green market their goods in order to reach stakeholders, even though their products cannot be considered sustainable (de Silva Lokuwaduge et al., 2022). This trend, called greenwashing, destroys investors' trust in ecological values and tarnishes the image of truly sustainable companies (de Freitas Netto et al.,2020). According to a Deloitte (2021) report, entitled "Greenwashing risks in asset management", this phenomenon arises when a company makes misleading or exaggerated claims about the environmental benefits of its products or services in a given situation. Such a scenario destroys stakeholder confidence in the market and ultimately leads to a misallocation of capital towards sustainable investments, as investors buy unsustainable products thinking otherwise (Deloitte, 2021).

For several years, Europe has desired to switch its economy to a more sustainable model (Pizzi et al., 2022). In fact, measures have been taken to increase transparency in non-financial information in order to reduce the information gap between stakeholders and companies (Pizzi et al., 2022). This growing commitment has led many companies to disclose their environmental impacts to comply with legal requirements. According to Pizzi et al. (2022), non-financial reporting has been able to push companies to adopt more sustainable behaviors through the so-called new transparency requirements. However, according to the IIA's 2022 study, companies do not consistently disclose ESG data and information. Indeed, there is a lack of transparency in quantitative and qualitative data, as well as a lack of standardization of data across markets and sectors (IIA, 2022). In response to this, the European Union added a set of green regulations to limit greenwashing and increase green investments (Deloitte, 2022). This package includes the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), the European Taxonomy, the amendments to MiFID II, and finally, the Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) (European Commission, 2021e). SFDR is the disclosure of information on financial products to increase the transparency of sustainability-related information and their performance concerning sustainability (European Commission, n.d.b). The Taxonomy consists of a classification system for economic activities to determine which activities are considered environmentally sustainable (European Commission, n.d.a). The amendment of MiFID is the integration of ESG criteria when selecting financial instruments in a client's portfolio. Therefore, sustainability preferences are added to the consultant-investor relationship (Regulation (EU) 2021/1253). Finally, the CSRD is a proposal by the Commission to modify the current reporting requirements of the NFRD. Indeed, in addition to setting non-financial reporting requirements, it will

increase transparency and information provision while considering ESG criteria to assess companies' performance (European Commission, 2021f; Gueguen, 2022). However, as the CSRD is still a draft legislation, it has not yet entered into force and remains subject to discussion at the commission level, thus, it is a difficult directive to evaluate (Gueguen, 2022). In implementing these new regulations, the EU will ensure that all member states follow uniform criteria for green investment (European Commission, 2021e).

The expanded MiFID II was adopted on the 21st of April 2021 and will be applied from the 2nd of August 2022 (Regulation (EU) 2021/1253). As the last of the four regulations to be implemented this year, it is the least integrated regulation in the business. MiFID II 2021/1253 is changing the entire financial system. Indeed, by incorporating sustainability factors, risks and preferences into specific organizational requirements and operating conditions, investment firms and companies in need of money will have to change their physical structure to meet this new European regulation that is based on both SFDR and Taxonomy (ESMA, 2022a; Regulation (EU) 2021/1253). The objective of this measure is to ensure that sustainability considerations are systematically taken into account in financial product recommendations by advisors to investors (European Commission, 2021e). This is to ensure that everyone can have an impact on the climate through their investments (European Commission, 2021e). As a result, it could help the EU meet its emissions reduction target set by the Paris Climate Agreement by forcing companies to integrate ESG considerations into their organizational requirements in order to redirect private capital to a more sustainable economy (Allen Overy, 2021).

1.2. Main Objective

The world is falling apart. Between catastrophic weather events and a vulnerable population, politicians must take necessary steps to reduce the risk of a crisis (Lahsen & Ribot, 2022). Indeed, always attributing extreme events to climate change is not a solution. The vulnerability of society leads to even more severe crises than expected due to the non-adaptability of the population (Lahsen & Ribot, 2022). According to Lahsen & Ribot (2022), measures must be taken to prepare society for any climate event. Moreover, the government is not the only stakeholder seeking new actions to mitigate the risk of the crisis. Investors, consumers, and financial institutions are increasingly putting pressure on companies to disclose information about their environmental performance (de Freitas Netto et al., 2020). This new demand is supported by the need for corporations to produce in a way that reduces their impact on the climate (de Freitas Netto et al., 2020). However, due to the increased pressure on companies from many market players, a spectrum of forms of greenwashing has emerged (Gatti et al., 2021). Indeed, as greenwashing has multiple facets, there is no single definition of this concept (de Freitas Netto et al., 2020). According to Terrachoice's survey, a company can deceive its stakeholders in different ways. The problem of greenwashing is, therefore, becoming increasingly difficult to detect, which raises the question of whether MiFID II ESG and the regulations on which it is based really have the potential to reduce it or not.

Before MiFID I, no reliable information was available for fund investors to be aware about the management fees generated by asset managers during the investment process (Liu, 2022). In addition, asset managers also lacked the disaggregated data from brokers to properly track and assess performance and their research costs (Liu, 2022). Financial regulators and the European Commission were, therefore, concerned that the opacity of these exchanges would produce a disadvantage for the

investor. With MiFID I and II, regulators sought to address these problems and achieve greater transparency in the market (Liu, 2022). Since the integration of sustainable preferences in MiFID II, the client is now also involved in the allocation of funds that will constitute his investment portfolio. Indeed, for the first time, the client is asked about his values in terms of sustainability (Regulation (EU) 2021/1253). This means that the asset manager will now not only have to take into account the client's risk aversion and desired return, but also the sustainability preferences will have to be in line with the funds the client will own (Regulation (EU) 2021/1253). Sustainable finance has an important role to play in meeting the objectives that the EU has set itself in the context of international climate and sustainability commitments. Furthermore, implementing these new regulations can only improve transparency regarding ESG risks (European Union, n.d.c.). Therefore, it is imperative to study the potential impact that expanded MiFID II ESG could have on the transformation of the investment industry.

The research objectives are twofold: to better understand what the MiFID II amendments bring to the market and the effects of it, as well as the regulations on which it is based to observe their impact on greenwashing. The main research question of this thesis could be formulated as follows: Will the latest EU green regulation limit the risk of greenwashing? Furthermore, how is the MiFID II ESG a step forward in protecting investors? Finally, will these regulations allow the green transition towards which Europe wishes to move?

1.3. Research Motivations

Greenwashing is a common phenomenon in our society. As the pressure on companies to disclose their environmental performance increases, corporations are tempted to use various tricks to please their customers with sustainability values (de Freitas Netto et al., 2020; Gatti et al., 2021). The effects of such a phenomenon are detrimental to the market. The fact that companies make misleading or exaggerated claims about their environmental benefits diverts the flow of capital from the ecological transition towards a model that does not consider sustainability criteria (Deloitte, 2021). According to Parguel et al. (2015), there is a concern coming from some institutional actors, such as the European Community, that greenwashing is not only fooling consumers but also preventing the transition of the economy to a more sustainable model. Indeed, when greenwashing is too prevalent in the market, companies with sustainable goals are discouraged from pursuing their activities. On top of that, sincerely committed stakeholders no longer choose sustainable choices because of the false information given (Parguel et al., 2015). Although companies are greenwashing in the belief to attract their target audience, it has a very bad impact on them when it is discovered. In the long run, it is, thus, also better for them not to deceive the market (Gatti et al., 2021). Therefore, this problem must be addressed by the government through the implementation of regulations and agreements (Terrachoice, 2007).

The green regulations that followed the sustainable agreements to which Europe is committed are numerous but we will only present the most discussed ones. The Taxonomy, the SFDR and the one that we will talk about the most, the expanded MiFID II.

As MiFID II ESG is only released since August 2022, the regulation has not yet been reviewed and is not yet widely discussed in the scientific literature. Fortunately, as the arrival of this amendment will have

a considerable impact on the industry, many consulting firms have already written reports. According to Suetens and Nemeth (2022), one thing is sure: this August's new regulation goes further than its predecessor, the SFDR, by focusing on the client and his needs. For this reason, this research is timely and relevant to understanding the difficulties the sector faces in its implementation.

From a managerial perspective, the new regulations that financial actors must implement on a daily basis are a real challenge. In fact, as Suetens and Nemeth assert in discussions with their peers, the concept of sustainability preferences has been poorly understood. They identified five issues that would be problematic in the implementation of the new MiFID. This list of challenges starts with "Lack of uniformity to capture ESG preferences"; "Move beyond the deadline"; "ESG literacy"; "Greenwashing" and finally the "Process of measuring sustainability adequacy" (Suetens & Nemeth, 2022). As the topic is new, the more information managers have about MiFID II ESG, the better they will understand it. In addition, as other regulations fall within the scope of MiFID II, a clear explanation of each element that makes up this new regulation is needed. Therefore, the market's understanding of regulations can help mitigate the risk of greenwashing. According to Zhang et al. (2022), staff training can reduce greenwashing because increased education can help raise awareness of environmental protection. To a lesser extent, it is possible that financial actors may decrease the risk of greenwashing in their company through knowledge.

From an academic perspective, no formal definition of greenwashing has been accepted yet because it can be found in many different forms (de Freitas Netto et al., 2020). As the European Commission takes steps to increase the flow of money to finance the transition to a sustainable economy (European Commission, 2021a), understanding how to limit greenwashing is essential to achieving the goals of the Paris Agreement. Moreover, because these regulations are fairly new, understanding their use is even more important because one of the main goals of all three is to prevent greenwashing by increasing customer protection.

1.4. Contributions

From a managerial point of view, this research aims to provide the financial regulators of each country with a state of the market so that they can report these issues to the European Commission. In addition, as the European Securities and Markets Authority (ESMA) has not yet published all the MiFID II ESG guidelines for its implementation, a review of the market perceptions could help them to receive some answers regarding the concerns that have been repeatedly raised (Suetens and Nemeth, 2022). This work could also be useful for advisory firms and financial institutions to understand the MiFID II ESG and how to avoid greenwashing. As the regulation is new and complex, it becomes important to learn how to use it effectively.

From an academic perspective, this work contributes to the existing literature on sustainable finance and follows the path taken by Europe to create MiFID II ESG. Specifically, this research will develop knowledge on greenwashing and the processes and regulations that the EU has put in place to limit this disruptive phenomenon. This will broaden the understanding of new regulations such as the SFDR and the European Taxonomy on which MiFID II ESG is based.

Moreover, as the release date of this regulation was 2nd August 2022, scientific articles on it are scarce. This thesis, therefore, makes predictions about how expanded MiFID II will impact the market. Finally, this study follows Antimiani et al (2016) in showing the risk the European Union could face if other countries fail to follow the green transition.

1.5. Approach

This thesis is divided into six chapters: the introduction that has just been presented, the literature review, the research design, the qualitative survey results, the discussion on the comparison between the literature review and the results obtained in our empirical study and, finally, the conclusion.

The first chapter introduces the context, the motivation, and the contribution of the present work from a managerial and academic perspective.

The second chapter reviews the path of the European Union through sustainable finance. The section begins with the explanation of the greenwashing concept in order to understand what phenomenon is disrupting the market. Then, the main agreements that change the way Europe is taking decisions will be analyzed. Furthermore, the central theme, sustainable finance, will be addressed in order to find out why it has arisen and what effect it has on the economy. Finally, we will go through the regulations that composed MiFID II ESG in order to explain its implementation. A figure will ultimately summarize the literature review in order for the reader to understand the path that the author has taken.

The third chapter presents and explains the methodology used to write this thesis. To collect the data, an interview guide was developed and a list of resource persons was constructed. The four main themes that constitute the interview questions will be addressed in the qualitative investigation. The objective of the study is to understand the impact of the latest European green regulation on the market and on greenwashing.

The fourth chapter presents the results obtained in the interviews in order to understand the individual answers with a broader perspective. The results are discussed further in chapter five to better understand the nuance between papers and what is actually lived by people who are impacted by the law. The questions raised in the first chapter will be answered thanks to the literature review and the qualitative survey. We will underline the advantages, but also the limitations, in order to pave the way to further developments that will make these methods fully satisfactory for the intended purpose, which is to avoid greenwashing to attract investors.

Finally, chapter six reviews the conclusion, the managerial implications, the theoretical implications, the limitations of the present study, and the suggestions for further research.

CHAPTER 2: LITERATURE REVIEW

2.1. Greenwashing

2.1.1. Definition and concept

Over the past decade, our society's concern about climate change has increased. This issue has put intense pressure on companies to disclose information about their environmental performance in their annual report (de Freitas Netto et al.,2020). However, without a clear guideline and the lack of international standards, some of those entities use this new environmental matter to market their goods to reach customers even if their products are not as "green" as they first appear (de Silva Lokuwaduge et al., 2022). This trend, called "greenwashing", destroys stakeholders' trust in ecological values and tarnishes the image of truly sustainable companies (de Freitas Netto et al.,2020). As a result, this strategy corrupts the green market and makes customers more and more reluctant to buy products to preserve the environment (de Freitas Netto et al.,2020).

Since Jay Westerveld coined for the first time the term "greenwashing" in 1986, it has been used in many different contexts. As a result of its evolution, it is represented by a range of different definitions that capture a spectrum of particular forms of deceptive marketing communication (Lyon and Montgomery, 2015; de Freitas Netto et al.,2020). Yu, Luu, and Chen (p.2, 2020) define companies that greenwash their information as "companies which seem very transparent and publish large quantities of ESG data but perform poorly in ESG aspects." Environmental, social, and governance (ESG) criteria being specific standards of corporate behavior that allow a socially responsible investor to evaluate potential investments (Investopedia team, 2022a). According to Lyon and Maxwell (2011), greenwash consists in saying only the positive part of a company's information to deceive consumers and investors. For Zhang et al. (2022), the phenomenon of greenwashing is linked to a company's environmental performance. Indeed, a corporation with good environmental performance (EP) tends to reduce greenwashing, while those with poor EP are less willing to disclose their environmental information (Zhang et al., 2022). These different perceptions of greenwashing lead investors to doubt the valid green claims of companies as well as the reliability of any company claiming to be sustainable (de Freitas Netto et al., 2020).

Because of this growing phenomenon, stakeholders find it increasingly difficult to believe in the benefits of spending their money on sustainable products. This problem reduces the financial incentive to invest in green projects and leaves only government regulations as an alternative (Terrachoice, 2007). Therefore, to help stakeholders distinguish one company that practices greenwashing from another, Terrachoice Environmental Marketing Inc. (2007), a company that works in the field of sustainable marketing, decided to conduct a survey to identify key patterns that show when a company is not telling the whole truth about its unsustainable behavior. However, to ensure the accuracy of reported ESG data, this list would not be enough to protect the stakeholders. Thus, regulations on firms' disclosure of ESG data against greenwashing are needed (Yu et al., 2020).

As a result, we can say that greenwashing is a regulatory loophole that has emerged in the market due to the sharp increase in investor demand to implement ESG factors in their investment process and the lack of international standards on ESG-related taxonomy (de Silva Lokuwaduge et al., 2022; Yu et al., 2020).

2.1.2. Types of Greenwashing

In order to tackle this phenomenon that destroys investor confidence, two significant classifications of greenwashing have been emphasized: Claim greenwashing and Executional greenwashing (de Freitas Netto et al., 2020). To help understand why there is no clear definition of this disruptive concept, it is essential to know some significant distinctions to make (de Freitas Netto et al., 2020). Various peer-reviewed articles were evaluated, and specific types of greenwashing were identified.

Moreover, this understanding of the concept may help understand the role that the amendment of the MiFID II law will have on investor trust.

(1) Claim greenwashing

This first classification is the one that has been most studied because it is easier to tackle through government regulation, as it is easier to detect. (Parguel et al., 2015). Indeed, this phenomenon is represented by textual argumentations that refer to a product's or service's ecological benefit to create a misleading environmental claim (de Freitas Netto et al., 2020). Therefore, as those arguments are based on the company's information that can be analyzed, it will be easier for the regulator to limit it. Furthermore, through the textual characteristics, TerraChoice (2007) identifies six types of greenwashing called "sins". These sins result from the fact that the company decides on the rules to adopt in terms of information disclosure (TerraChoice, 2007).

This list helps stakeholders know which green marketing techniques are not to be trusted and thus discourages companies from pretending they are more sustainable than they appear. (de Freitas Netto et al., 2020).

Those six are listed, and will be classified into two categories which are active and passive deception. Indeed, "in the field of communication psychology, deceptive communication can be classified as either active or passive" (Gatti et al., p.3, 2021).

In the **active deception form**, companies deceive their stakeholders by fabricating false information to appear more responsible (Gatti et al., 2021). In this category, we can classify two sins raised by Terrachoice (2007).

1. The sin of no proof:

The lack of certification by a third party is causing this issue. The information released has no right to be there (TerraChoice, 2007).

2. The sin of fibbing

This sin is the least reproduced in greenwashing techniques. It plays on the fact that the company openly lies to its market with false claims (TerraChoice, 2007).

In the **passive deception form**, corporations deceive their stakeholders by failing to disclose compromising information. It involves a strategic selection of information to retain critical information at an advantage, showing only the benefits of a product or procedures used by a company (Gatti et al., 2021). In this category, we can classify four sins raised by Terrachoice (2007).

3. The sin of the hidden trade-off:

This kind of claim is used to make a product greener than it is. The main attributes of a product may be bad for the environment. If one is a little bit better, the company will advertise only on this characteristic to skew the stakeholder (TerraChoice, 2007).

4. The sin of vagueness

A statement cannot be wholly true or false due to its vague nature. The information is not relevant (TerraChoice, 2007).

5. The sin of Irrelevance

When a company makes an environmental statement or action, that may be true even if it is unimportant. As a result, investors who are looking for green products cannot differentiate whether the company is genuinely committed to sustainability or not (TerraChoice, 2007).

6. The sin of Lesser of Two Evils

This greenwashing technique is based on the limited truth of a claim. Indeed, depending on whether the product belongs to a polluting product category, it can be considered sustainable according to this category without actually being sustainable in all product categories (TerraChoice, 2007).

As passive deceptions do not disclose false information but retain the so-called negative information for the environment, they are considered less condemnable than active deceptions (Gatti et al., 2021). This thesis will not go more deeply into the type of claim greenwashing as there are a lot of different kinds on the market, since it is only a means to explain why the UE implements more and more regulations in order to fight this destructive phenomenon.

(2) Executional greenwashing

This second classification is named "executional greenwashing" and is represented by an infinite number of visual elements whose ecological consonance depends on the socio-cultural profile of the target audience. In fact, companies' strategy is not playing with the words but with the design of their ads, using nature-evoking elements, which makes it impossible to create a universal regulation to reduce this type of greenwashing (Parguel et al., 2015). This way of inducing false perceptions of the brand's eco-friendly nature plays on society's naivety in making people think about buying an ecological product even if it does not own any green aspect (de Freitas Netto et al., 2020). However, according to Parguel et al. (2015), that naivety depends on consumers' knowledge about the product's category. Indeed, stakeholders known as "experts" in a specific field are "less likely to rely on and be influenced by the use of advertising executional elements representing nature" (Parguel et al., p.10, 2015). While consumers who are "not experts" would be influenced by "executional greenwashing" and therefore perceive the brand as more responsible if it adds green elements in its advertising (Parguel et al., 2015).

The analysis of these two significant classifications of greenwashing allows us to state that the more stakeholders are informed on the subject, the less impact greenwashing has. It is, therefore, necessary, on the one hand, to educate citizens to recognize forms of greenwashing and, on the other hand, for the government to create laws so that even the ill-informed consumer is protected (de Freitas Netto et al., 2020; TerraChoice, 2007; Parguel et al., 2015).

The following examples will show the internal difficulties of the system, the ineffectiveness of policies, and the steps authorities are taking to eliminate the claims of bogus ESG funds.

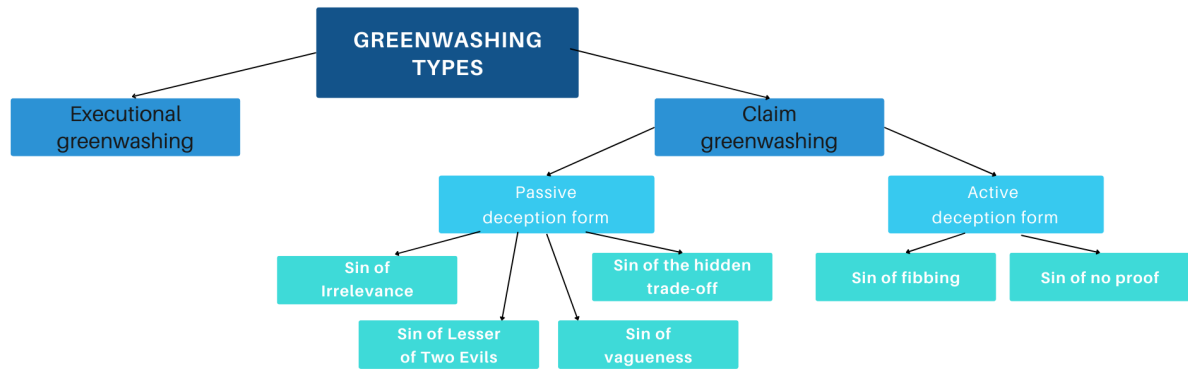


Figure 1: Greenwashing Types

Source: Own work

2.1.3. Examples of greenwashing

Sin of the hidden trade-off

An example of greenwashing at the corporate bank level is the fraudulent claims on DWS¹ investment products that have been sold as environmentally friendly, whether it was not wholly the case. Indeed, this example shows the technique of "overselling," which consists in highlighting the ecological characteristics of a product to make it greener than it is.

In this recent case, Deutsche Bank's subsidiary is accused of selling funds promoted in prospectuses as "sustainable funds" when "ESG criteria have not been considered in many investments" (Chocron, 2022). As the opacity of the financial sector is a matter that the authorities have not yet managed to resolve, the European Union is working on a legal definition of "greenwashing" to address this marketing tactic better and is attempting to create new regulations to eliminate this lack of transparency (La Libre, 2022).

Knowing that German prosecutors only detected this fraud thanks to a whistleblower, former DWS sustainability manager Desiree Fixler, the U.S. securities regulator SEC has launched an initiative where it said that "it becomes urgent to strengthen the transparency obligations of financial advisors and asset managers concerning investments according to sustainable criteria" (LaLibre, 2022).

Sin of Irrelevance

Corporations that show which green actions they have made, whereas the core of their business is not ecological, are also turning the brand image in the mind of stakeholders in a way to take advantage of their values (Terrachoice, 2007).

As an example of an organization that greenwashes its activity, BNP Paribas is guilty. In fact, one of its numerous ads advertised an exposition on the climate and biodiversity to show that it is committed to the fight against global warming while it is one of the largest investors in fossil fuel financing in Europe (Bon Pote, 2022). Furthermore, five years after the Paris Agreement, 39 billion dollars will be invested in oil and gas in 2020 (Bon Pote, 2022).

Once again, because BNP has a poor EP and the society has evolved to a more valuable market with higher standards, the company is greenwashing its brand image (Zhang et al., 2022). The issue with this is that if the public's environmental awareness is weak, customers will be deceived by the

¹ The DWS Group (Formerly: Deutsche Asset Management) commonly referred to as DWS, is a German asset management company

company. This means that the customers' protection is put at risk and that regulators should take the initiative to protect and punish those behaviors (Terrachoice, 2007).

Following this section, the financial sector framework analysis will be reviewed through the evolution of the different EU regulations.

2.1.4. Greenwashing in the Financial sector

Greenwashing techniques badly impact the financial sector. Indeed, while previous studies have focused primarily on consumers' views on greenwashing, investors are also concerned about climate risk and are beginning to consider it in their investment decisions (Gatti et al., 2021).

Moreover, with growing concerns about climate change, stakeholders' preferences are more and more based on the environmental behaviors of companies. Recognizing this growing demand, environmental activists and the media are increasingly paying attention to how companies respond to this new investor demand, forcing them to be as authentic as possible in their annual self-reporting (de Freitas Netto et al., 2020, Gatti et al., 2021). The pressure to be more sustainable makes companies tend to exaggerate their numbers and greenwash their activities to appeal to potential investors. However, knowing the impact on investors' trust because of greenwashing, the government has to implement international standards to prevent greenwashing (de Silva Lokuwaduge et al., 2022).

According to Gatti et al. (2021), stakeholders' investment is more negatively affected by a company that greenwashes its activities than a company that does not take care of the environment and does not mislead ESG communication. Indeed, being transparent about its activities, even if they are not eco-responsible, gives investors more confidence in the company that is being honest (Gatti et al., 2021). However, Gregory (2021) suggests that there are many other ways in which greenwashing can occur at the corporate level. In fact, greenwashing can find its way into companies in a number of ways. On the one hand, through advertisements aimed at diverting attention from sustainability issues or through non-financial reports claiming to be sustainable without this actually being the case in order to project a positive image of the company. (Gregory, 2021; de Silva Lokuwaduge et al., 2022). On the other hand, companies with greater power greenwash their activities by creating subsidiaries that produce sustainable products when they themselves are not green. Or, they also greenwash with the "agreement" of the authorities by influencing regulations or governments through their lobbies in order to gain advantages in the areas of sustainability. Finally, these big corporations can use their power by claiming sustainability achievements that are required by laws and regulations when their entire business is not sustainable (Gregory, 2021; de Silva Lokuwaduge et al., 2022).

In an effort to make companies more sustainable and transparent in their reporting, the EU has had to implement a series of regulations in the financial market. Indeed, the EU's implementation of the SFDR and the European taxonomy provide regulatory guidance for the integration of sustainability by all investment intermediaries, both in terms of sustainability and investment performance. As a result, they will have the impact of limiting greenwashing (Chiu, 2022).

Business transparency is, therefore, a solution to prevent greenwashing from corporations (Chiu, 2022).

Following this section, we will now look at the evolution of these different regulations and define how the new MiFID II 2021/1253 will be able to deal with the opacity of the financial market, but also in what way it will help the market to counteract greenwashing.

2.2. The emergence of sustainable finance

The timeline traces the different events that led the European Union to the creation of strict regulations. These events will be explained in this chapter and will show the steps that Europe has taken to make the transition to a more sustainable economy.



Figure 2: Timeline of the agreements on ecological transition

Source: Own work

2.2.1. Paris Climate Agreements

In 2015, years after the Kyoto Protocol, two international agreements were adopted, the UN 2030 Agenda for Sustainable Development with its 17 sustainable development goals (SDG) and the Paris Climate Agreement (PCA). These agendas signaled the beginning of the emergence of sustainable finance that will lead to the transition to a low-carbon world and a climate-resilient sustainable development path (European Commission, 2021). The relationship between these two pacts is significant and must be taken into account to achieve the ultimate goal. Indeed, the implementation of the PCA followed the UN's agenda with its SDG #13, "Climate Action" which aims to take urgent action to fight climate change and its impacts. Moreover, the second agreement will help the United Nations to achieve its goal of limiting global temperature increase to 1.5 degrees Celsius by 2030 (Iacobuță et al., 2022; Sachs et Sachs, 2021). Therefore, it is easy to see that these two agendas must be considered together when making any decision about either one. Indeed, they will not be as effective as they should be if treated separately (Iacobuță et al., 2022).

The Paris climate agreement had set some rules that 196 states committed to follow and implement over a five-year cycle to limit global temperature to 1.5 degrees. (UNFCCC, n.d.). Each country enrolled in this program must submit a Nationally Determined Contribution to outline which actions they will take for the next five years (UNFCCC, n.d.). These efforts will need to mobilize enough money to meet the needs of developing countries in reducing greenhouse gas (GHG) emissions from developed countries and increasing their resilience to climate change GHG emissions from developed countries (UNFCCC, n.d.).

This pivotal moment in the financial sector will alter how future legislation will be established and the management of the entire economy (Sachs et Sachs, 2021). In fact, according to the UN, the Paris Agreement provides a durable framework guiding the global effort for decades to come and marks the beginning of a shift toward a net-zero emissions world (European Commission, 2021). These agreements favor our environment but will also create limits for companies that will change how they have always worked. The emission limitation and the ever-increasing transparency requirements

might push some companies to adopt wrong behavior, and therefore, more regulations will emerge (de Silva Lokuwaduge et al., 2022).

With the SDGs and Paris Climate Agreement in 2015, aligning corporations with scenarios limiting global warming to 1.5-2 degrees Celsius has been granted considerable attention from companies and their debt and equity investors (Sachs et Sachs, 2021). According to EIT Climate-KIC² (2022), investor financial support for corporations is responsible for most of the world's carbon-emitting activities. The explanation of companies' liability is shown in Figure 1. Therefore, the integration of climate risk by the financial sector is no longer a character to be ignored (EIT Climate-KIC, 2022).

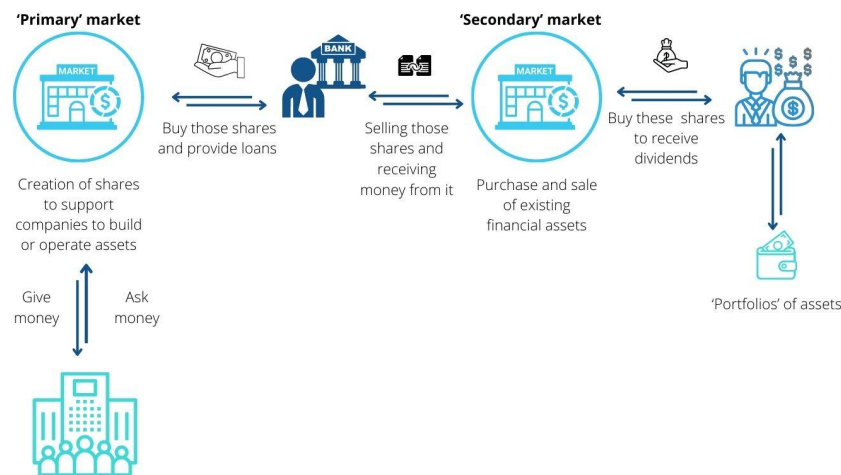


Figure 3: Illustration of investment responsibility chains

Source: own work
Data source: EIT Climate-KIC, 2022

For a company to receive money to finance its operations, it must ask the bank for money. The bank relies on the support of investors in the secondary³ market when it makes loans in the primary⁴ market to help businesses.

So, if investors are no longer willing to finance polluting companies, banks will have no money to lend to companies with a high environmental footprint. As a result, it will push companies to become more sustainable. The power is, therefore, in the hands of the investors (EIT Climate-KIC, 2022).

With this agreement, a concept of asset management has emerged to force companies to become more sustainable. This concept is based on measuring the alignment of an investment portfolio with the Paris agreement (Beacco, 2020). Furthermore, this measure is based on the compatibility of a financial asset with a temperature trajectory (Beacco, 2020). However, aligning one's company with the Paris Agreement is not an easy task, as the concept of investment alignment remains ill-defined (UNFCCC, 2019a). Indeed, several scenarios are in place for a company to claim compliance with the EU targets, but all potential scenarios depend on the decisions made by the company at a specific time (Beacco, 2020). In this context, the scenario we point to is the one named RCP 2.6 presented in Figure

² EIT Climate-KIC is a Knowledge and Innovation Community (KIC), working to accelerate the transition to a zero-carbon, climate-resilient society and that is supported by the European Institute of Innovation and Technology

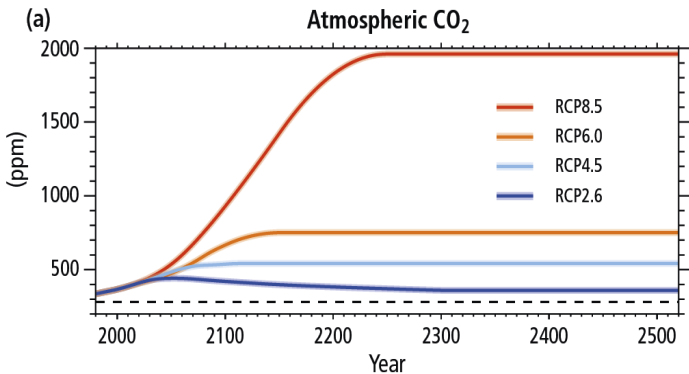
³ The secondary market is where investors buy and sell securities that already exist and can no longer be found in the primary market (Investopedia team, 2022c).

⁴ The primary market is the market where securities are first created to be sold to professional investors such as banks and financial institutions. It allows companies, governments and other organizations to raise capital (Investopedia team, 2022b).

2 which is the one that will limit global warming to 1.5-2 degrees Celsius according to the IPCC⁵. As stated by Beacco (2020), this scenario will be represented in "a top-down form that would say that a portfolio is aligned if, regardless of the emitting companies, the portfolio achieves a percentage of emissions below the determined temperature trajectory."

It is, thus, not easy to certify that a company, and its investments, are in line with the EU targets (UNFCCC, 2019a). In addition, investors do not fully understand how a portfolio should be aligned across different asset classes and sectors (UNFCCC, 2019a), making alignment difficult to enforce. Which is why, this thesis will try to explain why the European Union needed to create clear regulations such as the European Taxonomy, SFDR and MiFID.

In addition to this physical support, the need for a change of mentality is more than necessary. Indeed, "investors and banks continue to prioritize profit over responsibility and see responsible investing as a way to mitigate financial risk and increase long-term profits, rather than a way to mitigate the impact on people and the planet" (Sachs and Sachs, p4, 2021). Therefore, the gap in this agenda needs to be further regulated to be adequately supported.



Graph 1: IPCC scenarios

Source: IPCC; AR5 Synthesis Report: Climate Change 2014

2.2.2. Action Plan on financing sustainable growth

After the 2015 Paris Climate Agreement that signed the beginning of the transition of our economy, the European Commission adopted the action plan on sustainable finance in order to connect finance with sustainability (European Commission, 2018b; High-Level Expert Group on Sustainable Finance, 2018).

This Action Plan, launched in March 2018, was created based on the recommendations of the High-Level Expert Group (HLEG) on Sustainable Finance and encompasses ten key actions that can be divided into three groups (European Commission, 2018a). In terms of the HLEG report, the most important recommendation is to improve green finance for sustainable and inclusive growth by integrating ESG factors into investment decisions in order to meet sustainability needs from a financial advisory perspective. This improvement in the system would ultimately reduce uncertainty in terms of the economy's transition to more environmentally friendly growth (Allen Overy, 2021; PRI, 2018).

⁵ Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) is the United Nations body for assessing the science related to climate change.

Those three groups are composed as follow (European Commission, 2018a) and are represented in figure 3:

A. Reorienting capital flows towards a more sustainable economy

1. Establishing a clear and detailed EU Taxonomy, a classification system for sustainable activities.
2. Creating an EU Green Bond Standard and labels for green financial products
3. Fostering investment in sustainable projects
4. Incorporating sustainability in financial advice
5. Developing sustainability benchmarks

B. Mainstreaming sustainability into risk management

6. Better integrating sustainability in ratings and market research
7. Clarifying asset managers' and institutional investors' duties regarding sustainability
8. Introducing a 'green supporting factor' in the EU prudential rules for banks and insurance companies

C. Fostering transparency and long-termism

9. Strengthening sustainability disclosure and accounting rule-making
10. Fostering sustainable corporate governance and attenuating short-termism in capital markets

This list is represented by figure 3 and will help to understand how the European Commission set up the new MiFID II 2021/1253 and the steps it has to take to create it.

The HLEG report on which the action plan is based states that sustainable finance is about two urgent imperatives. The first is to improve sustainable finance to meet society's long-term needs and achieve sustainable growth. The second is the strengthening of financial stability through the integration of ESG criteria in investment decisions (European Commission, 2018b). As we will see in the explanation of the new MiFID II, the integration of the ESG preferences on the investment is one of the pillars of the amendment. Therefore, the implementation of ESG-related MiFID is further proof that the EU is following a common thread in order to achieve its ultimate goal of a carbon neutral economy.

The diagram hereunder is the representation of the action plan that the European Commission is trying to implement in order to achieve 3 objectives. This is to ensure that the transition to a more sustainable economy takes place through the reorientation of capital flows (European Commission, 2018a).

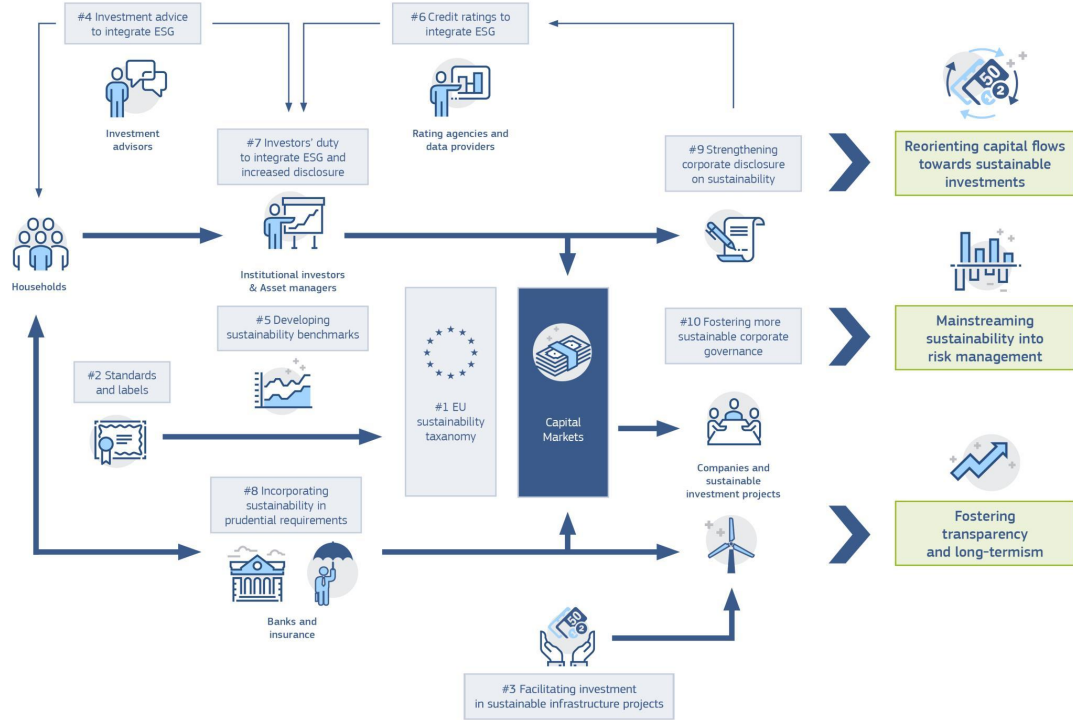


Figure 4: Action Plan Framework

Source: European Commission, 2018b

2.2.3. European Green Deal

As a follow-up to the 2015 Paris Agreement, the EC convened a High-Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG) in December 2016 that raised a series of steps to be implemented. In this list of steps that we have analyzed above, the most important one that has been raised is the creation of a European regulation that would list the so-called sustainable activities and that will be called the "European Taxonomy". This EU initiative marked the beginning of the work undertaken by the EC in the area of sustainable finance (Bruyninckx et al., 2021; Jäger,2022) and will be explained later. It is these various reflections and actions on the part of the EC that led them to the European Green Deal (Eckert and Kovalevska,2021).

The European Green Deal (EGD) has been launched in December 2019 by the European Commission (EC), bringing a series of new rules in order to achieve the objectives for 2030 and 2050. This strategy developed for the EU serves as

“a roadmap for making the EU's economy sustainable by turning climate and environmental challenges into opportunities across all policy areas and making the transition just and inclusive for all.” (European Commission, 2019)

Indeed, following Covid-19 and the Russian-Ukrainian conflict, Europe needs to change the way it operates more than ever. Furthermore, this proposal comes at the right time to overcome this change and move towards a more sustainable and viable economy (European Commission, n.d.a; Delbeke, 2022).

Consequently, the EU Commission's Green Deal proposal is a central strategy for achieving the UN Sustainable Development Goals and carbon neutrality by 2050 (Schunz,2022; Jäger,2022; Bruyninckx et al., 2021).

For the European Union to reach its carbon reduction targets, cooperation between the 27 Member States is necessary (Bruyninckx et al., 2021). That is why the EGD provides general guidance for EU legislation and regional development strategies (Eckert et Kovalevska, 2021). However, the EU needs more than a clear guideline. Indeed, according to Bruyninckx et al. (2021), public and private funds must be directed toward climate and environmental action to finance the green transition as planned. Therefore, strict regulations must be implemented.

Although the public sector has to show the right example to society, the private financial sector is, in the eyes of the EC, the essential element that will contribute to the green transition (Jäger, 2022). For this reason, specific actions need to be taken to stimulate sustainable private finance, such as the four pillars on which sustainable finance is built and especially the amendment of MiFID II 2021/1253, which will be discussed later.

2.3. Sustainable Finance

2.3.1. Concept and definition

In the rush to achieve global SDGs, sustainable finance has started to become popular in both the public and private sectors to channel available assets into more sustainable investments (Cunha et al., 2021). Indeed, according to 2015 United Nations figures, between \$5 and \$7 trillion per year in public and private investment is needed to achieve the Paris Sustainable Development Goals (Cunha et al., 2021).

Therefore, the EU Commission (n.d.c.) refers to sustainable finance as a “process of taking environmental, social and governance (ESG) considerations into account when making investment decisions in the financial sector, leading to more long-term investments in sustainable economic activities and projects.”

However, for Kumar et al. (2022), sustainable finance means more than what the EU stated, limiting sustainable finance to the ESG integration. Indeed, his paper says that this type of finance has a wide range of definitions as it has emerged through the union of finance and the SDGs (Kumar et al., 2022). Thus, Kumar et al. stated that “sustainable finance should encompass all activities and factors that would make finance sustainable and contribute to sustainability” (2022, p.2). With this definition, the integration of the plethora of objectives from different stakeholders, such as “climate finance, carbon and ESG disclosure, green bonds, and socially responsible investing” (p2., 2022) are also part of this broad theme of sustainable finance.

For Swiss Sustainable Finance, the definition of sustainable finance is less oriented towards the view of sustainability but more towards the point of view of the benefits stakeholders can get from it. Indeed, they define it as “any form of financial service integrating environmental, social and governance (ESG) criteria into the business or investment decisions for the benefit of both clients and society at large” (in IISD, p4., 2020).

Therefore, sustainable finance can be defined in different ways, but the ultimate goal remains the same. It can support economic growth while reducing pressure on the environment and integrating social and governmental aspects (European Commission, n.d.c).

2.3.2. Company and Investor Relations

A perspective that is important to understand in order to know the implications of the MiFID II 2021/1253 on companies is how investors invest in companies and for what reasons.

Prior to the rise of sustainable finance, the relationship between the investor and his stock portfolio was primarily focused on the profitability that the investment could bring (Liang & Renneboog, 2021). However, since ESG criteria have been taken into account, investors are increasingly paying attention to the non-financial aspects of the companies they decide to invest in (Kim and Li, 2021). As a result, environmental and social aspects are now essential for companies to consider if they want to ensure a sustainable relationship with investors (Liang & Renneboog, 2021).

Traditionally, the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) was intended to make the European Union (EU) financial markets more robust and transparent (Publications Office of the European Union, 2014). It was, therefore, a regulation that provided a new legal framework that better-regulated investment and trading activities in financial markets to enhance investor protection (Publications Office of the European Union, 2014). However, with this growing trend of incorporating ESG criteria into the stock market, banks have to consider non-financial aspects of companies, such as

how the company operates about sustainability challenges (Battiston et al., 2021). Companies must prove that sustainability criteria are part of their values and are doing everything possible to meet the market's requirements. For this reason, the need to rank a company's sustainable and unsustainable activities is more than necessary. Through this classification, a company that is transparent about its percentage of unsustainable activity will be able to show its evolution. As a result, it will reward companies that try to integrate more and more ESG criteria in their operational management (Battiston et al., 2021).

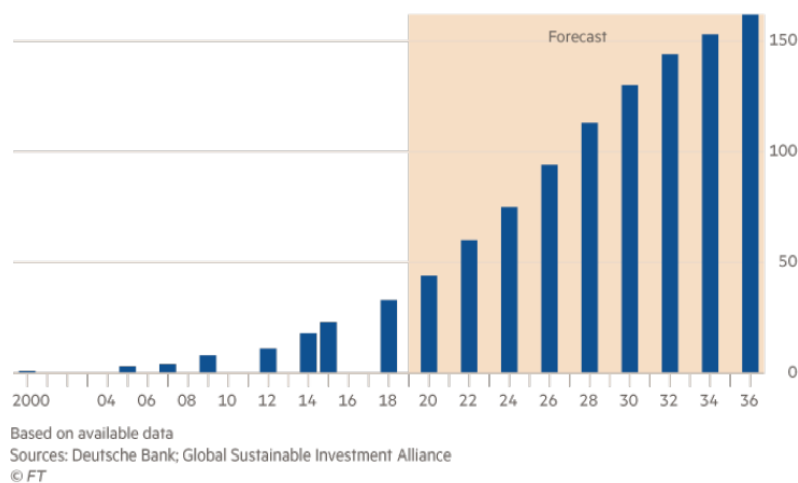
Moreover, companies with good ESG performance are more coveted by investors because they believe that companies with sustainable values are better positioned for the long term, better prepared for uncertainty and, therefore, less risky (Bell, 2021). Corporations have no choice but to set an agenda for climate-resilient growth to ensure long-lasting investor relationships (Bell, 2021).

However, due to the lack of international standards on ESG-related taxonomy, greenwashing continues to grow while stakeholders' confidence declines even if companies want to become greener (De Silva Lokuwaduge et Silva, 2022). In this case, Freitas Netto et al. (2020) suggest that because of the different definitions of greenwashing, a trust issue has arisen as stakeholders have struggled to identify a valid green claim.

2.3.3. Growing demand for sustainable Investments

Sustainable finance is a crucial element of the transition to a low-carbon economy. According to Liang and Renneboog (2021), Europe is the continent where the rise of ESG investing has been strongest, followed by the US which has also seen strong growth in sustainable assets over the years. Moreover, according to them, investors would be willing to give up good financial performance if they were offered more sustainable investments in line with their ESG preference (Liang & Renneboog, 2021).

With the rise of ESG preferences, the number of companies that are increasing their sustainable and socially responsible activities continues to grow in order to be perceived as socially responsible (Liang & Renneboog, 2021). Indeed, an increase in global assets with an ESG mandate can be seen in Figure 1. The graph from Deutsche Bank shows us that assets with an ESG mandate will grow by a little over \$100 billion by 2036 as indicated in the forecasts. According to IISD's report, this would mean nearly 100% ESG integration in fund management (ISDD, 2020).



Graph 2: Global assets with an ESG mandate (USD trillion)

Source: Fletcher, 2019 (in IISD, 2020)

Therefore, sustainability investing is increasingly present in investment portfolios, but a lack of specific standards could negatively impact the market in the long run (ISDD, 2020).

Moreover, financial products that claim to be sustainable without any certification may not have the desired result, as the classification of so-called sustainable products has not been made according to pre-established criteria and therefore cannot guarantee that the portfolio generates any positive results (ISDD, 2020). Thus, MiFID II 2021/1253 will have an important role to play in increasing the match between what the client wants and what the asset manager can give him while having the guarantee of transparency in the reporting thanks to SFDR.

With MiFID additional features, such as the consideration of sustainability preferences, the amended regulation will provide a framework to follow in order to obtain an accurate classification of one's stock portfolio, knowing the real impact of every product, given the stock categories that will have been selected according to the client's preferences (ESMA, 2022a).

2.3.4 Lack of Regulation in Sustainable Financial Sector

The SDGs, the PCA, and the European Green Deal are the three principles of European agendas that exist to make a transition to a low carbon economy. Those agendas have common interests and need money in order to be achieved. That is why the European sustainable finance sector is that important nowadays. Together, they aim to create a resilient economy for the future generation to give them the right place to live. (European Commission, 2019; European Commission, 2018b; European Commission, 2021).

However, according to de Freitas Netto et al. (2020), the growing demand for sustainable development in the market drives firms to greenwash their activities in order to highlight their good Corporate Social Responsibility (CSR) to consumers, and this issue slows down the process of raising enough capital to achieve sustainability goals. CSR being a principle that enables a company to adapt to the new expectations of society, such as taking into account climate risk and regulatory issues. (Homer et Gill, 2022).

For consumers to regain confidence in investment firms and businesses and, thus, find the funds to achieve their goals, regulations must empower investors to choose where and how they place their money (De Silva Lokuwaduge et Silva, 2022) by allowing them to understand why this type of investment is being made according to their sustainability preferences. With the help of MiFID II 2021/1253, this problem can be solved to make the financial sector more sustainable and resistant to change.

2.4. The four European regulations pillar of the sustainable transition

2.4.1. SFDR

Following numerous European actions for the ecological transition, the Regulation (EU) 2019/2088 on sustainability-related disclosures in the financial services sector also known as the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), was adopted on November 27, 2019, by the European Parliament and the Council of the European Union (Regulation (EU) 2019/2088).

This new regulation has been divided into two levels. The first level has been applied since March 2021 and requires financial market participants to disclose the performance of financial products on ESG aspects (IDS, 2021). While the second level of the SFDR will be applicable in January 2023 and will concern the implementation of the product declaration requirements according to Art. 8/9 SFDR (IDS, 2021). This means that it provides the necessary information for the proper implementation of the SFDR. It will, thus, explain the methodology to be used as well as the content required to ensure that the presentation of the disclosed information according to several articles of the SFDR is correct (Arendt.com, 2022).

The main objective of this new regulation is, as its name indicates, the disclosure of information to be as transparent as possible. Thanks to this new rule, it will be possible to collect detailed information on the impacts of investments on ESG criteria, which will ultimately contribute to improving investor protection and thus, increase the demand of ESG products (Becker et al., 2022). Indeed, according to Beckers et al (2022), in the absence of strict rules, issuers disclose what they want, misleading stakeholders, and so the SFDR incentivizes funds to invest more sustainably through its reporting system. This is why the SFDR regulation will reduce the risk of greenwashing and promote the ecological transition of the financial system (European Commission, n.d.b).

The regulation 2019/2088 specifies in which form to disclose information on financial products in order to increase the transparency of information related to sustainability and to know their performance in relation to it. Moreover, it was enacted to be able to compare these different financial products on the final market (Join Committee, 2021; European Commission, n.d.b). The Sustainable Finance Disclosure Regulation is one of the building blocks of the first action plan on financing sustainable growth that has been issued in March 2018. Indeed, SFDR specifically addresses the integration of sustainability factors into the investment chain and is used to strengthen investor protection against greenwashing (Eurosif, 2022).

As explained before, in order to achieve the ambitious goals that the European Union set for itself in the Paris agreements and the European Green Deal, Europe needs an important legal instrument such as the SFDR (Triodos, 2022). Indeed, as public investments are not substantial enough, the need for private capital is more than necessary. This explains why the SFDR requires financial actors to communicate more transparently on the sustainability of the investment funds they propose (Triodos, 2022).

The transparency criterion imposed by the SFDR leads to a highly specific form of reporting depending on ESG-related products, non-ESG products and their degree of ESG integration (Becker et al., 2022). Although Articles 6, 8 and 9 are referred to as a way of classifying products, it is not a labeling regime (Arendt.com, 2022). A company wishing to promote its sustainability values will have to comply with enhanced transparency rules depending on how it wishes to have its financial products classified (Arendt.com, 2022). Therefore, with this new regulation 2019/2088, a fund can be disclosed depending on 3 different categories which are known as article 6, 8 and 9 (Triodos, 2022).

The first SFDR category is classified under article 6 of the SFDR and is also called "classic" funds category because they do not include any ESG characteristics into the investment decision-making process (Triodos, 2022; Becker et al., 2022). Then, the second category of funds, which is classified under article

8 of the SFDR, includes products that consider ESG characteristics and which invest in sustainable investments (J.P Morgan, 2021). Finally, we have the third and last category of the SFDR, which classifies funds under article 9 of the SFDR and whose main objective is sustainable investment (J.P Morgan, 2021; Regulation (EU) 2019/2088). A “sustainable investment” according to article 2 of the SFDR is defined as “an investment in an economic activity that contributes to an environmental objective, (...), or to a social objective, (...), provided that such investments do not significantly harm any of those objectives and that the investee companies follow good governance practices, in particular with respect to sound management structures, employee relations, remuneration of staff and tax compliance” (Regulation (EU) 2020/2088).

In summary, the products classified according to article 6 of SFDR are funds that hardly integrate sustainability in their investment process, whereas articles 8 and 9 both consider ESG criteria even if the degree of integration of these criteria differs (Becker et al., 2022). As we will see later on (in 2.4.3. MIFID II 2021/1253), only articles 8 and 9 will be taken into account in category B of MiFID as article 6 does not include sustainability. The European Union is therefore taking a step towards preventing investors from being greenwashed with this new policy approach. The granularity⁶ of the pre-contractual information meets the objective of combating greenwashing and the legal documentation will make the suitability of products for investors even more precise (JC, 2021).

However, recognizing that there is always a gap between theory and practice, according to the Eurosif report (2022), some Article 8 and 9 compliant products still have relatively high exposure to non-sustainable activities. Indeed, under the sustainable investment objective requirement and the DNSH (Do Not Significantly Harm) requirement that came from the EU Taxonomy, some claims for Article 9 funds would be inconsistent with reasonable consumer expectations and could give rise to claims of greenwashing (Eurosif, 2022). The DNSH principle considers an activity as not harmful to the environment only if the activity does not harm one of the six objectives of the Taxonomy (European commission, 2021d).

Despite some inconsistency in the regulation, SFDR requires disclosure on principal adverse impacts on sustainability factors (PAI) regarding investment decisions made by a fund manager on sustainability factors. Moreover, an enhanced disclosure in pre-contractual documentation and on websites is necessary for a fund to be classified as Article 8 or Article 9 (Kirkland & Ellis, 2021). The PAI means in other words that financial instruments take into account and reduce the significant negative externalities caused by these investments (European Commission, 2021c). This indicator developed in the SFDR will have an impact on the classification of products in the MiFID II ESG regulation and will therefore be discussed further in section 2.4.3.

Therefore, we can see that the European Union is following a guideline by moving from one step to the other. SFDR focusing on how companies will have to disclose information in order not to deceive investors (Becker et al., 2022).

⁶ Granularity means the quality of including a lot of small details

2.4.2. European Taxonomy

The European Taxonomy regulation emerged shortly after the Regulation 2019/2088 and the "Action Plan on financing sustainable growth" based on the 2018 HLEG report. Its purpose is the same as the SFDR which is to finance the transition and reach the objectives of the Paris Climate Agreement and the European Green Deal (European Commission, 2020a) but is stricter than its predecessor. Indeed, the regulation is used as a classification system for economic activities to determine which activities are considered environmentally sustainable (European Commission, n.d.a). As a result, companies will have to meet a list of criteria in order to be considered environmentally sustainable and, thus, the Taxonomy provides security and protection to investors from greenwashing while helping companies to become more climate friendly (European Commission, n.d.a).

Moreover, according to the OECD⁷, to meet the goals of the Paris Agreement, we need €6.35 trillion each year until 2030, so private capital will be needed to help the public sector meet this challenge (European Commission, 2020a). Therefore, in the Official Journal of the European Union (L198/13), the European Parliament and the Council of the European Union have adopted the "Regulation (EU) 2020/852 of June 18, 2020, on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment", commonly named the "EU Taxonomy Regulation" which has also amended the Regulation (EU) 2019/2088, known as the SFDR.

"The adoption of the Taxonomy Regulation marks a milestone in our green agenda. It creates the world's first ever classification system of environmentally sustainable economic activities, which will give a real boost to sustainable investments. It also formally establishes the Platform on Sustainable Finance. This Platform will play a crucial role in the development of the EU Taxonomy and our sustainable finance strategy over the coming years." said Valdis

Dombrovskis, Executive Vice-President responsible for Financial Stability, Financial Services, and Capital Markets Union in the EU (European Commission, 2020b). The Taxonomy will, therefore, allow investors to redirect their investments towards more sustainable technologies and companies, and thus, enable the EU to become climate neutral by 2050 (European Commission, 2020b).

For the purposes of this Regulation, it has defined in its article 2 twenty-three definitions. In order to understand the main concept of the Taxonomy, this thesis will define only the first concept which is the 'environmentally sustainable investment'. As stated in the regulation, an investment is considered as sustainable only if it is included "in one or several economic activities that qualify as environmentally sustainable under this Regulation" (Regulation (EU) 2020/852). Furthermore, in order for the reader to understand the whole definition, the regulation 2020/852 defines an economic activity as environmentally sustainable when it "contributes substantially to one or more of the environmental objectives" mentioned below. But also, when it "does not significantly harm any of the environmental objectives", "is carried out in compliance with the minimum safeguards" and "complies with technical screening criteria that have been established by the Commission (...)"

We can find in the "Final Report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance", that the Taxonomy establishes six environmental objectives, which are:

1. Climate change mitigation
2. Climate change adaptation
3. The sustainable use and protection of water and marine resources
4. The transition to a circular economy
5. Pollution prevention and control
6. The protection and restoration of biodiversity and ecosystems

⁷ Organisation for Economic Co-operation and Development

So far, this Taxonomy covers 2 out of 6 environmental objectives that have been cited above, but it does not end there. In fact, a social Taxonomy is also expected soon and its implementation represents a major challenge for the EU as its complexity is high (Neuroprofiler, 2022).

Under the EU Taxonomy Regulation (2020/852), these six targets will be further examined through the climate change mitigation criteria (European Commission, n.d.a). Indeed, according to Article 2 (Regulation (EU) 2020/852), "climate change mitigation" is defined "as the process of holding the increase in the global average temperature to well below 2 degrees Celsius and pursuing efforts to limit it to 1,5 °C above pre-industrial levels, as laid down in the Paris Agreement." which is the number one goal for the European Union.

As explained in Section 2.2.1., portfolio alignment with the Paris Agreement has made investors highly attentive to the impact of their investments in order to be in line with the goals set by the EU (Sachs and Sachs, 2021). Continuing in this direction, alignment with the Taxonomy is very similar. Indeed, to be aligned with the EU Taxonomy, an activity must make a substantial contribution to one or more of these environmental objectives in one of the following ways; the economic activity must contribute on the basis of its performance or through the provision of its products or services, and it must make a substantial contribution in other activities (European Commission, 2020a). Thus, this alignment is well understood in the financial sector as it defines clearly which sectors are included in the classification of the EU Taxonomy whereas to be aligned with the PCA, the different asset classes and sectors are not fully defined (UNFCCC, 2019a).

Therefore, we can see that the Taxonomy is seen as a way to classify the activities because it is a dictionary of economic activities that determine which activities are considered environmentally sustainable by the EU (European Commission, n.d.a). The European Taxonomy focusing on which activities can be seen as sustainable, it is the second step toward the investor protection (European Commission, n.d.a).

2.4.3. MiFID II 2021/1253

Background

The MiFID regulation, also known as the Markets in Financial Instruments Directive, was introduced in 2007 following the financial crisis. The initial aim of this regulation was to create more competitiveness in the market and harmonize the European financial landscape (European Commission, 2016; European Commission, 2021b). Indeed, this European directive was launched to protect European investors who were increasingly afraid to invest their money (European Commission, 2016).

Then, in January 2018, the amended regulation called MiFID II, offered more transparency through new rules adopted by the European Commission to revise the MiFID framework (European Commission, 2021b). However, some of the principles of MiFID II were insufficient to counteract the problems encountered in the market such as climate risk. As a result, the EC has had to revise it several times in recent years to ensure that it adequately meets market expectations (European Commission, 2016).

MiFID II was, therefore, additional insurance for investors. Indeed, compared to MiFID I, MiFID II has increased the level of information that companies must provide (European Commission, 2016). For example, concerning disclosures, firms will have to provide more fair, transparent, and not misleading information that has been extended to transactions with eligible counterparties (ESMA, 2022b). The EC introduced this additional characteristic in MiFID II to "address concerns that non-professional clients were not always able to understand the risks of investments" (ESMA, 2022b). Consequently,

the regulation introduces new disclosure requirements for cross-selling practices and investment advice (ESMA, 2022b).

Integration of sustainability preferences into MiFID II

Following the separate agreements and regulations related to climate change that the EU has put in place, such as the Paris Agreement, the 2018 Action Plan, and also the European Green Plan, the MiFID II Delegated Regulation has been further updated to integrate sustainability factors, risks as well as preferences into specific organizational requirements and operating conditions of investment firms which has led to the Regulation 2021/1253, also known as MiFID II sustainability requirements (ESMA, 2022a ; Regulation (EU) 2021/1253).

According to ESMA, implementing strong guidance on MiFID will reinforce its crucial objective of investor protection. The European Commission's integration of the sustainability theme follows the basic guidelines of the MiFID regulation (ESMA, 2022a). Consistent purposes have been, therefore, set to ensure that the integration of ESG risks will still meet the fundamental objectives of MiFID II after integrating sustainability factors into the regulation (ESMA, 2022a).

Europe, also known as the "old continent", must set an example to other regions of the world in terms of climate commitments (Bruyninckx et al., 2021). In fact, it has always played a leading role in the EU's activities in global policy changes because of its strength on the international scene. Moreover, as one of the most polluting continents on the planet, it must reduce its carbon footprint to meet the targets agreed upon in the Paris Agreement (Bruyninckx et al., 2021).

Therefore, MiFID II 2021/1253 will help the European Commission to redirect private capital towards efforts to "green" the EU. Companies will be forced to integrate ESG considerations into their organizational requirements as of August 2, 2022, if they wish to be financed by green investors (Allen Overy, 2021). Furthermore, it will also try to avoid greenwashing thanks to the inclusion of sustainability preferences in the investor-adviser relationship. Indeed, it serves to prioritize the consideration of ESG risks by the relevant companies and banks in the European Economic Area, thus, the financial system is forced to consider sustainability in its decision making (Allen Overy, 2021).

Although its ambitious policies seem sufficient to save our economy by 2050, Europe absolutely must implement reliable techniques to fully achieve carbon neutrality by the dates set by the IPCC (Bruyninckx et al., 2021). Therefore, the MiFID II 2021/1253 regulation is one of the keys to transforming our financial system into a more sustainable one that considers the climate risks we already face.

What does MiFID II ESG mean in practice?

MiFID II 2021/1253 is changing the whole financial system. Indeed, by integrating sustainability factors, risks, and preferences into specific organizational requirements and operating conditions (ESMA, 2022a), investment firms and corporations that need money will have to change their body structure to please these new EU regulations (ESMA, 2022a).

According to Allen Overy (2021), incorporating the concept of sustainability preference into investor choice requires two steps. To understand what type of financial products an investor requires to have in his portfolio, the asset manager needs to know the degree of sustainability preference of his client and the proportion of each product he will implement in his client's portfolio. This new regulation, thus, encourages the asset manager to customize his service to each of his clients according to their preferences (I. de L., 2022). On top of that, financial institutions will have to implement financial education tools to explain to their clients that the customization of their portfolio comes from the MiFID II regulation which now considers sustainability preferences, and they will have to explain what this term means (I. de L., 2022).

The amended regulation (EU) 2021/1253 has added three new definitions. The “sustainability preferences” which will identify the integration of different financial products according to the client's requirements in terms of sustainability. The “sustainability factors” previously defined in the regulation (EU) 2019/2088 which said that sustainability factors “mean environmental, social and employee matters, respect for human rights, anti-corruption and anti-bribery matters”. And finally, the “sustainability risks” also previously defined in the regulation (EU) 2019/2088 which defines it as “an environmental, social or governance event or condition that, if it occurs, could cause an actual or a potential material negative impact on the value of the investment”. The investor will then know that the portfolio offered to him has been customized according to his sustainability preferences (I. de L., 2022).

These preferences will have an impact on the financial instruments that will make up his investment portfolio (I. de L., 2022). As it is written in the Regulation (EU) 2021/1253, depending on the sustainability preferences of a client, a selection of financial instruments will be integrated in a client's portfolio. MiFID II ESG classifies four categories of products according to different principles. We will name these categories from A to D (Regulation (EU) 2021/1253; Allen Overy, 2021).

- **Category A:** a financial instrument for which the client determines a minimum proportion shall be invested in environmentally sustainable investments as defined in the European taxonomy.
- **Category B:** a financial instrument for which the client determines that a minimum proportion shall be invested in sustainable investments as defined in the SFDR.
- **Category C:** a financial instrument that considers principal adverse impacts on sustainability factors where qualitative or quantitative elements demonstrating that considerations are determined by the client. In other words, a financial instrument whose investee companies have identified key negative impacts (PAI) on the sustainability factors that will be impacted by its activity.
- **Category D:** this category does not include sustainable preferences. It will be assigned to an investor who says he is not interested in investing his assets in green products.

In order for the reader to understand the different products mentioned above, it is recommended to reread point 2.4.1. for category A and point 2.4.2. for category B and C.

Therefore, MiFID II ESG is the last step toward the investor protection linking his investment choices to his sustainability preferences and the duty of his portfolio manager to give them products in line with his values. However, according to Suetens and Nemeth (2022), financial institutions believe that the lack of information from ESMA makes the regulation flawed. Indeed, the limited information received on the ESG MiFID II directive makes its implementation difficult (Bernal, 2022). In addition, the lack of product data does not allow financial institutions to properly analyze whether a product is truly sustainable. This lack of a regulatory framework leads to deficient information retrieval systems and may have the unintended effect of greenwashing in the short term (Bernal, 2022).

2.4.4. CSRD

The last pillar of sustainable finance that will need the regulation 2021/1253 to be as effective as it is meant to be, is the CSRD also called the Corporate Sustainable Reporting Directive. Indeed, this new directive "aims to fill the ESG data gap" by strengthening and revising disclosure requirements on sustainability-related information (Deloitte Luxembourg, 2021). While the EET that was implemented by Findatex in January 2022 is a valuable tool for obtaining existing data under the new regulations. The uniform standards found in the CSRD are necessary to have "a consistent and comparable baseline

against which to compare corporate disclosures across jurisdictions." (Deloitte Luxembourg, 2021; Fefundinfo, 2021).

This new directive goes further than its predecessor released in 2018 under the name "Non-Financial Reporting Directive " (NFRD). This is because in addition to setting non-financial reporting obligations, it will increase transparency and the delivery of information while taking into account ESG criteria in order to assess company performance (European Commission, 2021f; Guegen, 2022).

Once again, a problem of sequencing of regulations is apparent. Indeed, in order to be applied correctly, the need for data is essential for regulations, such as the Taxonomy, the SFDR and the new MiFID (Sami, 2022). Unfortunately, this contribution can only be fulfilled after the application of this directive, which is scheduled for 2024. Its implementation will involve the transcription of the previous year's data. This means that data collection must start in 2023 (Sami, 2022).

Finally, this timeline proposed by Eurosif was created to show the problem of consistency between the different publication dates of the SFDR, the European Taxonomy and finally the amended MiFID II. According to Eurosif (2021), these inconsistencies will create a risk of confusion among organizations that need to implement these new measures. As a result, the European agenda may have difficulty developing as originally planned.

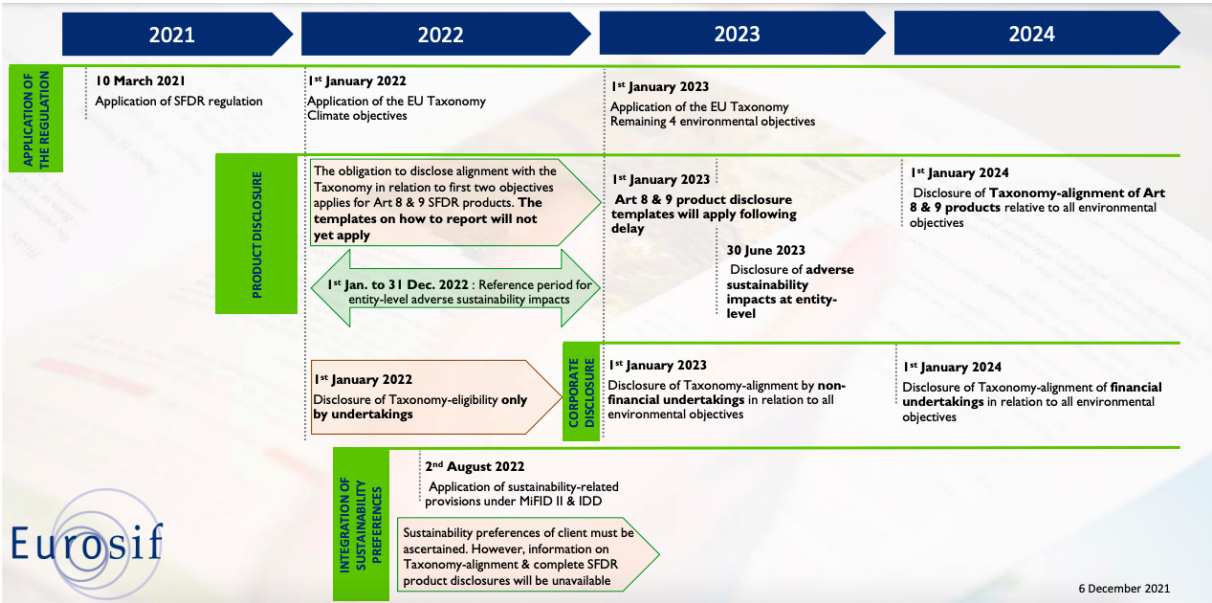


Figure 5: Timeline Chaos

Source : Eurosif, 2021

2.5. Literature review summary

As explained throughout this literature review, greenwashing ultimately comes from the difficulties companies have in adapting to the market. Indeed, as these sustainable values have only existed for a few decades, companies try to meet the needs of the population as they have always done. However, the problem of climate change is urgent and the European Union has decided to intervene to prevent these companies from harming the planet. The EU's goals aim to help the transition to a more sustainable economic model for future generations. Therefore, the implementation of new regulations in the market serves to achieve this ultimate objective and MiFID being the step connecting the investor and the financial advisors, will try to change the core business of companies so that they can still benefit from the private capital of retail clients.

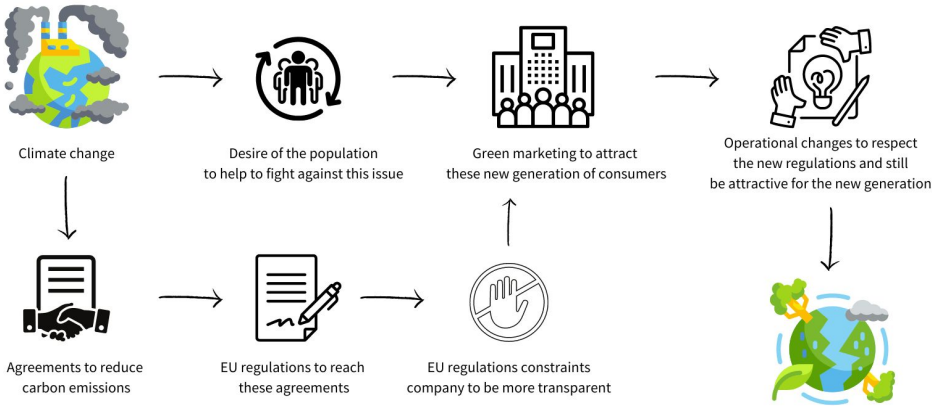


Figure 6: Steps to be taken for Europe's ecological transition

Source: Own work

CHAPTER 3: RESEARCH DESIGN

3.1. Methodology

As mentioned in chapter 2, this work aims to study (1) the evolution of the different European agreements and regulations to finance a more sustainable economy and (2) the impact of the newly implemented MiFID II Sustainability Preferences amendments on greenwashing.

This section will discuss the methodological approach used in this work. First of all, we have established our research questions thanks to the literature devoted to this subject. Indeed, two related factors are greenwashing in the financial sector and the various European regulations favoring companies with strong environmental values. Given the global scope of ESG values and the importance of integrating climate risk in the financial sector, we thought it would be interesting to look at the transition that our economy will undergo in the coming years.

For this purpose, we conducted a qualitative approach to understand how different parts of the financial sector were affected by the arrival of the new European regulations on the market. According to Malhotra, Birks & Nunan (p150, 2017), qualitative research is "An unstructured, primarily exploratory design based on small samples, intended to provide depth, insight, and understanding." Although the qualitative approach does not allow us to have an overall view due to the limited number of participants we can interview, the quantitative method did not seem appropriate for our type of research. Indeed, the quantitative approach would not have allowed us to have a deeper understanding of the subject, therefore, the information retrieved would have been useless for understanding the impacts of the European regulations on the market. Consequently, the qualitative method seemed to be the most appropriate for collecting sufficiently sensitive data to understand the direction in which the financial market is evolving (Malhotra et al., 2017).

Given our research question and its specific field of application due to the ESG criterion, the interview guide seems to be the most appropriate data method. It is relevant to our research question where the actors are still few in number to understand the subject. Indeed, according to O'Dwyer and Edgecliffe-Johnson (2021), large consultancy firms, such as Deloitte, only announced sustainability training plans in 2021.

Therefore, we decided to focus on three types of firms to interview: financial regulators, financial institutions and advisory firms. Our research question aims to understand what the MiFID II amendments, and the regulations on which it is based, can bring to the market in order to observe their impact on greenwashing and consequently on the development of the economic transition towards sustainability.

To this end, we will analyze the changes that these different types of corporations had to take into account during recent months.

3.2. Data Collection

To better understand the sustainable financial sector and the potential and implications of MiFID II 2021/1253 on green investments, we collected our data through multiple interviews based on the inductive approach to better understand the sustainable financial sector. This thesis will, therefore, use the inductive method because, as explained in (Malhotra et al., 2017, p.162), induction is "a form of reasoning that generally involves the inference that an instance or repeated combination of events can be universally generalized." Thus, using the inductive method will allow us to have an approach to

primary data to subsequently derive broader concepts based on the link between the preliminary data collected beforehand by an evaluator or researcher during their interviews (Thomas, 2006).

Interviews were conducted with workers working in banks, regulatory entities or in consulting firms in the sustainable finance sector to discuss their perspectives on MiFID II ESG. Given the changing attitudes following the 2019 health crisis, most of the interviews were conducted by video conference as this allowed for greater flexibility in meeting with the participants.

The interviews were recorded in order to obtain transcripts of the answers to the questions asked to facilitate the data sampling process. Furthermore, they were conducted using open-ended questions to get an overall view. Some questions of the questionnaire differ depending on the interviewee's company. Our interview questions were based on four themes identified in the research question: (1) the MiFID regulation and its effects, (2) the effects of unfinished ancillary regulations on the market, (3) the evolution of greenwashing following all these regulations and, (4) summary of MiFID II.

This interview guide can be found in Table 1 and has been based on the literature review. This set of questions is based on the information gathered during the research on sustainable finance and on the three new European regulations that have been analyzed in section 2.4. Moreover, as few scientific articles have been written about the new MiFID regulation, the questions were written by the author based on literature on sustainable finance, greenwashing as well as on articles from consultancy firms talking about MiFID II ESG. The purpose of the answers we had received is to feed the flow of information on the subject.

Table 1: Interview guide

Theme	N°	Company type	Questions
MiFID regulation and its effects	1.	Banks	When the new MiFID II regulation was published in August 2021, how did your firm respond? Did you have to undergo any specific training in order to properly implement the new regulation 2021/1253 which is expected to go into effect in August?
		Consulting firms	When the new MiFID II regulation was published in August 2021, how did your clients react? What are the main tips you have given them to comply with the regulation?
		Regulators	When the new MiFID II regulation was published in August 2021, how did your department react, what did you have to put in place in your territory to comply with the European regulation?
	2.	Banks	How do you see the level of preparation of your company to comply with MiFID II ESG?
		Consulting firms	How do you see the level of preparation of your clients to comply with MiFID II ESG?
		Regulators	How do you rate the level of preparation of firms to comply with MiFID II ESG? How have you helped the industry comply with the new MiFID regulations?
	3.	Banks	If certain aspects of the regulation could not be implemented due to lack of time, how do you think your company will be affected by non-compliance with the regulation? What problems might you encounter as a result?
		Consulting firms	If some of them seem unprepared, how do you think they will be affected by non-compliance with the regulation? What problems might they encounter because of this?
		Regulators	If some companies and financial institutions think that the instructions for complying with this regulation are not clear enough, how do you respond to that? Do you think you could improve the

			implementation problems they are facing and, if so, how? Will there be any sanctions?
	4.	Banks	In your opinion, what problems could arise with this new law from the point of view of: <ul style="list-style-type: none"> • Investors: • Financial institutions:
		Consulting firms	
		Regulators	
	5.	Banks	Do you think MiFID II will allow the financial market to have more ESG assets? And do you think that this regulation will have a greater effect on the market than the Taxonomy in terms of the quantity of sustainability assets?
		Consulting firms	
Regulators			
The effects of unfinished ancillary regulations on the market	6.	Banks	What do you think about adding new green regulations such as the SFDR and the European Taxonomy? Do you see any constraints emerging from these new regulations given their novelty and potential shortcomings? If so, as MiFID II relies on these regulations, how do you think this will affect its effectiveness? Do you see any collateral effects contrary to what the regulation is trying to put in place?
		Consulting firms	
		Regulators	
	7.	Banks	Does your company encounter difficulties in obtaining certain types of financial products? For example, MiFID classifies financial products into 4 categories. Is it more difficult for your company to obtain sustainable financial instruments according to the European Taxonomy than sustainable financial instruments according to the SFDR? If so, why?
		Consulting firms	Is it more difficult for your clients to obtain sustainable financial instruments according to the European Taxonomy than sustainable financial instruments according to the SFDR? If so, why? Is it more difficult for your clients to obtain sustainable financial instruments according to the European Taxonomy than sustainable financial instruments according to the SFDR? If so, why?
		Regulators	Are there any difficulties for the market to obtain certain types of financial products? For example, MiFID classifies financial products into 4 categories. Is it more difficult for the market to obtain sustainable financial instruments according to the European Taxonomy than sustainable financial instruments according to the SFDR? If so, why?
The evolution of greenwashing following sustainable regulations	8.	Banks	The pressure that this new regulation will put on companies seeking capital will certainly cause some of them to exaggerate their ESG performance. How can you be sure that the assets you sell to your clients according to their sustainability preferences are not overstated?
		Consulting firms	The pressure this new regulation will put on companies seeking capital will certainly cause some of them to overstate their ESG performance. How can your clients protect themselves to ensure that their clients' assets are not overstated?
		Regulators	The pressure that this new regulation will put on companies seeking capital will certainly cause some of them to exaggerate their ESG performance. How can the market protect itself to ensure that sustainable assets are not overstated?
	9.	Banks	How do you think MiFID can help mitigate the risk of greenwashing?
		Consulting firms	
		Regulators	
10.	Banks	MiFID II ESG is likely to be designed to combat the risk of greenwashing. How can you help your clients fully comply with their due diligence and product approval process?	
	Consulting firms		
	Regulators		

MiFID II ESG opinions	11.	Banks	In your opinion, what are the strengths and weaknesses of the regulations?	
		Consulting firms		
		Regulators		
	12.	Banks		If you were the initiator of this regulation and you could change some of its aspects as a whole but also to prevent some companies from greenwashing, what would you do?
		Consulting firms		
		Regulators		

3.3. Data Sampling

The interview participants were selected after an in-depth discussion on the topic with Mr. Yves Francis, professor at HEC Liège and independent board director. Indeed, after having understood that the quantitative method was not the right approach to answer my research question, the qualitative method was an evidence. As Mr. Yves Francis has been working for many years in the financial sector, he enabled me to talk to experts in the field. Thanks to the contacts he provided me, I was soon able to extend my research to other experts. After each interview, I asked the participants if they could put me in touch with their colleagues. This technique is sometimes called “snowball sampling” as new participants are recruited through referrals or information given by previous participants (Malhotra et al., 2017). In this way I was able to find people who were open and available to speak about the subject. We also did research through LinkedIn to have more participants. Unfortunately, the search on this social network was not fruitful and only 3 out of 10 people replied to our messages, of which finally only 2 people accepted to be interviewed (see Table 2). However, some weaknesses of the inductive approach must be taken into consideration. Indeed, this research method manages to develop a theory by making links with occurrences that took place during several different interviews. Therefore, the conclusions drawn from this method may be biased due to the small number of financial players interviewed (Malhotra et al., 2017).

Table 2: Interviews information

Name	Roles	Company*	Country	Fields	Interview date	Interview length
Jean Benoit Gambet	Chief Executive Officer	Moonshot	France	Consulting company	13.07.2022	43 min
Julien Renkin	Chief Compliance Officer	Sopiad	Belgium	Consulting company	14.07.2022	54 min
Giulia Bruni Roccia	Senior Manager in Sustainability department	Deloitte	Luxembourg	Consulting company	14.07.2022	50 min
Thomas Schoenmakers	Responsible for the development of the Belgian market	Banque de Luxembourg	Luxembourg	Bank	15.07.2022	47 min
Nathalie Dogniez	ESG Leader Partner	PwC	Luxembourg	Consulting company	15.07.2022	81 min
Charles Van Doorslaer	Compliance Officer	NewB	Belgium	Bank	19.07.2022	69 min
Caterina Fusco	Business Project Manager	Credit Suisse	Luxembourg	Consulting company	22.07.2022	45 min
Isabelle Jaspert & Stijn Huysentruyt	Head of Division; Legal Expert	CSSF	Luxembourg	Regulatory entity	27.07.2022	78 min
Emma de Leeuw	Compliance & SFDR Officer	Triodos	Netherlands	Bank	09.08.2022	50 min

*Description of the companies in the appendix 10

3.4. Data Analysis

The qualitative interviews were conducted using an interview guide. Indeed, twelve questions were asked to the ten interviewees and were classified under four different categories. In order to analyze the data from the qualitative study, each interview was recorded with the participants' consent. Then, the transcripts of the interviews, which are in the Appendices, were made. Some participants requested that these interviews be sent to them before being included in this thesis for confidentiality reasons. After data assembly, we proceeded to data reduction. This allowed us to code the information received in order to make more links between the different interviews. The coding of information is used to highlight the answer to our initial question because during an interview some information is less relevant than others (Tessier, 2020).

Then, we encoded these data in an excel file in order to have an overview of the information that had been given to us. The data was sorted by question and the questions were categorized. This step is also called “data display” and as Malhotra et al. (2017, p.247) explained, this process permits “conclusion drawing and action”. Finally, in order for the data collected to be perceived as valid, a comparison with the literature review was designed. For this ultimate part also known as “data verification”, we used triangulation by contrasting the sources we had collected during the theoretical part with the empirical results in order to enrich our conclusions. Triangulation separately uses interview data and results originally found by previous research and then compares them to validate findings (Valencia, 2020). From there, we highlight the main findings, which allowed us to gain a broader understanding of the potential of EU regulations to reduce the phenomenon of greenwashing and in particular MiFID II ESG. As well as the possible loopholes they contain.

CHAPTER 4: RESULTS

This chapter will only deal with the collection and transcription of the opinions and views of the interviewees. Some observations will be nuanced according to the author's vision. The answers to the questions asked will be analyzed according to the 4 main themes and will allow to have a global hypothesis for each category.

To get a broader view of these four categories, we will first analyze the views of the second link in the regulatory chain (Figure 7), namely the financial regulators. Then, we will look at what intermediaries such as consultancy companies have noticed. Next, we will look at what financial institutions such as banks have to put in place to keep a good contact with their customers. For some questions as well as for some themes, the analysis will be done without distinction of the different institutions. Finally, we will analyze the last theme order to get the pros and cons of the MiFID II ESG.

This research will focus on the institutions in the grey frame (Figure 7).

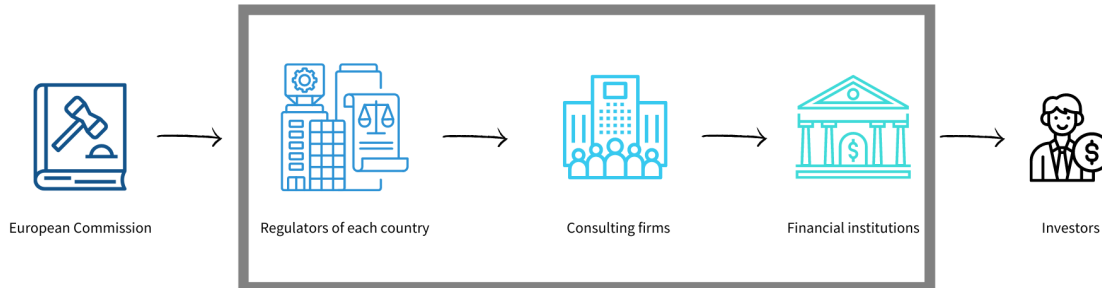


Figure 7: The regulatory chain

Source: Own work

Theme 1: MiFID II ESG regulation and its effects on the market

For this first topic, we will look at the initial impacts of newly implemented MiFID II Sustainability Preferences amendments on the market when it comes into effect and the market's preparation for it.

Financial regulator's opinions

First of all, before getting an overview of what our two legal experts think about market reactions regarding the implementation of Regulation 2021/1253, it is relevant to explain how a law is implemented in a market.

Our two regulatory interlocutors explained that when a European regulation is published, it must be enforced without any difference from one country to another. There is no flexibility for the regulators concerning EU regulations. They can only report any interpretation issues submitted from companies in order to make the European Commission aware of these problems. Then, the EU tries to provide solutions in their guidelines. As a result, the power of financial regulators is limited to the transmission of information between the European Commission and companies. When MiFID II ESG was issued, the Luxembourg regulator did not need to notify the companies because they were already well informed. However, despite the law was already known their regulatory institution felt concerned about it.

The uncertainty in the implementation of the new law comes from the lack of data that companies have in their possession. Yet, for Yves Huysentruyt, "it's not different from other topics or other new

laws that have come along (...) they won't be ready in the sense that not everything will be implemented in the IT system(...), but I think that most entities will have something for August and I think that they will have at least made some questionnaires for the customers". From his perspective, MiFID is like any other law and there are no reasons to be anxious.

Regarding the compliance of companies with the new regulation, the legal experts have given their respective opinions. For Yves Huytruyt, one thing is sure, strict controls will not start on August 3rd. However, Isabelle Jaspard has complemented his words by adding "If on August 15 we organize a control on MiFID, we will check if they have put it in place". This allows us to assert that even if controls occur, they will only be for inspection purposes in the first place in order to ensure that companies have started to enforce MiFID II ESG. Therefore, if we use what Mr. Huysentruyt explains, when he talks about the 3 levels of reaction from the CSSF when a company does not respect the rules: "Level 1: Request for correction; Level 2: We can be stricter by sending them a letter of injunction to correct their behavior within a certain date; Level 3: Sending a fine or other type of sanctions". The first level of reaction will be the one mostly used by the CSSF during August's month.

Moreover, as one of our Luxembourg legal experts said about the possible level of sanction that can be carried out this year, the same will apply in the Netherlands. In fact, one of our respondents from the banking sector explained that: "the Dutch regulators are also still trying to figure out how to go about regulating this. So, what we've kind of heard through the grapevine is there is some period of relax, some period of trying your best, implementation time". In other words, companies that do their best to implement the regulation this year will not normally be penalized for their mistakes as the market does not possess enough data to implement it as it should be.

Advisory companies' opinions

From the perspective of intermediate companies, the market is not ready to properly accommodate this new regulation. In fact, the opinions of our four speakers, who came from different consulting firms, coincided. MiFID II ESG is the last sustainable regulation to be implemented this year and is, thus, the one that will be addressed after all the others, namely SFDR and Taxonomy.

The misunderstanding of its implementation seriously affects the market. According to Nathalie Dogniez, the lack of data is one of the major problems encountered by financial institutions. MiFID II ESG coming out before the second level of the SFDR makes no sense. For Giulia Bruni Rocca and Jean-Benoit Gambet, banks will have a questionnaire in place to be in line with the regulation but for Mr. Gambet, it is not because banks have a questionnaire that their employees know how to use it. Giulia added that "In the best-case scenario they will release one, and they will also be able to control it even though it will not be with the perfect process". As a result, we can hypothesize that even for the best prepared companies, its implementation cannot be properly done.

To join the opinion of Isabelle Jaspard, a legal expert at the CSSF, Julien Renkin thinks that "On the average preparation level, (...) everyone is aware, but in relation to the August 2nd deadline, very few people are ready." Therefore, it is clearly expressed that the financial world is aware that this law will shake up the sector but many hope to have more time to be prepared.

Although the general opinion is the same concerning the level of preparation of the companies, the type of sanction expected differs according to interviewees. For Giulia Bruni Rocca and Nathalie Dogniez, financial institutions will be required to report on what they have arranged to comply with MiFID II ESG. The objective is to show their good faith in complying with the rules, even if the measures they have taken are not in line with the whole regulation. Nathalie Dogniez goes further by stating that for those who "look at the topic too late, (...) it is a significant regulatory risk. Indeed, they engage their responsibility if they sell non-sustainable products but also their reputation since it is a thematic that attracts a lot of attention from journalists, NGOs." Contrary to their opinion, Jean-Benoit Gambet and

Julien Renkin assert that sanctions will not be imposed this year. For M. Gambet, this comes from the fact that the big banks, likely to be inspected, have a questionnaire ready while Mr. Renkin qualified by saying that "Not having sanctions in 2022 does not protect against the possibility of receiving sanctions in 2023 for 2022."

Financial institutions’ opinions

From a financial institution perspective, the apprehension that one might have expected from the previous answers is not so bad. As stated by Charles Van Doorslaer, "The draft law was already circulating before it was published. (...) There is no single date when banks knew MiFID II ESG was coming out". On this point, Thomas Schoenmakers seems to agree, saying that "the bank had anticipated things well and we had a lot of training programs on the different topics". However, for Mr. Van Doorslaer "MiFID was seen as the regulation that would take longer to be considered" which is in line with the opinion given by the consultants. Furthermore, two of the bank’s employees indicated that this law could be problematic because of the different regulations it brings together. In fact, MiFID II ESG requires portfolio advisors to explain sustainability to retail clients when, first, sustainability is a broad topic that institutions have difficulty explaining to their employees and second, sustainability is defined in three different ways under the SFDR, the Taxonomy and finally under MiFID II ESG. Therefore, as the three regulations are not aligned, there is a high probability that the retail customer will no longer understand the information provided to him. The complexity of these laws would become a burden for him who would prefer to let his portfolio manager take care of everything. As a result, this would deviate from the original objectives of MiFID II ESG.

In terms of their company's preparedness, all four participants seemed confident that their companies had done their best. Indeed, employee training programs were integrated early on. However, one of the interviewees points out that with regulations such as the SFDR and Taxonomy to consider, MiFID is not the priority at the moment. Companies are doing their best to comply with expanded MiFID II but they know that there is a lack of data to be perfectly in line with it. Not having information on the level of requirement requested, leads to a market tension. In response to this issue, it is necessary for them to be as transparent as possible in order not to be penalized.

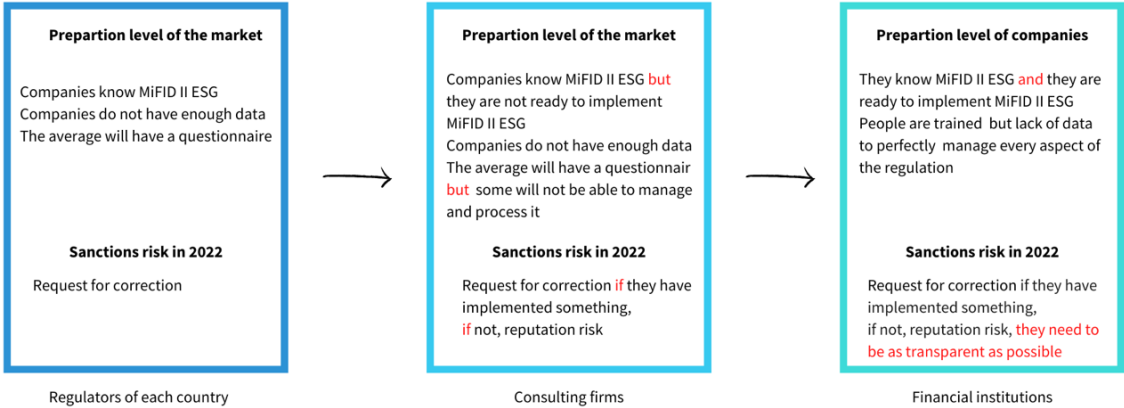


Figure 8: Chain of thought of the different entities on the preparation of market and the possible sanctions that may be incurred for financial companies⁸

Source: Own work

Mixed views on issues that may arise and the effects on ESG funds

For the question related to the problems that investors and financial institutions might face because of MiFID II ESG, we decided to mix the different institutions. Two streams of thought were identified during this question that were not specifically related to the interviewee’s entity. The first line of

⁸ The transition from one framework to another changes according to the perception of MiFID II ESG in relation to the type of company

thinking is focused on a positive view of regulatory integration and the second is a bit more concerned about market reaction.

For four of our interviewees, the impacts of regulation on investors and financial institutions were not problematic. According to Ms. Bruni Roccia, the regulation itself is not a problem, but it is the lack of data that allows its implementation that makes the situation complicated. However, this concern does not have any impact on the really committed clients. According to her, "If products are not well structured, (...) they will probably continue (...) to invest in the article six product which is the more traditionally financial focused products (...) and just donate to some of their favorite associations from their personal wallet". For Thomas Schoenmakers, this regulation changes the way a manager has learned to manage funds: "A manager knew at the beginning of the year that oil shares were going up (...) but with the new law, he can't buy them. So, he does not respect what his financial analysis would have told him to do", which ultimately will impact the investor's portfolio. For Ms. Fuso, the integration of this new regulation will increase internal training but it will not have a negative impact on companies. Then, she joins the second stream of thinking for investors by stating that "For the investor this regulation and the bad timing will be the possible frustration of not having what they ask when they have to say their sustainability preference". Finally, Ms. Jaspert mainly mentioned that thanks to some of the best companies, others would know how to implement the regulation in a more efficient way.

Regarding the six other interviewees, this law will initially be negatively perceived because of its complexity and bad timing. On the investors' side, there will be frustration. Their expectations will not be met by the market as there are not enough sustainable products. Moreover, the complexity of the information to be understood will be a hindrance to the purpose of the regulation. On the business side, the difficulty of not knowing how to meet customers' expectations will be detrimental to them. Therefore, in the short-term this regulation will only drive the market away from sustainable solutions.

Finally, with regard to the possible impact of the regulation on the quantity of sustainable funds, there is a very mixed view, although the majority thinks that it would allow to generate sustainable products in the long term. According to Mr. Huysentruyt and Ms. Jaspert, "This is the goal" of MiFID II ESG. However, there is an uncertainty about it. Caterina Fuso joins them in this respect, explaining that "(...) it could potentially be the opposite that the products are there, your sustainable products are there, but financial players will not disclose, categorize, market them as so", because "the requirements sets are very strict and not easy to implement at all".

For Ms. Dogniez and Ms. Bruni Roccia, MiFID II ESG will contribute to the increase of the quantity of sustainable funds but not alone. Indeed, the expanded MiFID II being based on other regulations, it will not have a standalone contribution. "Taxonomy is at the management level. SFDR is at the level of reporting on the alignment with the Taxonomy to the end investor and to intermediaries. Finally, MiFID II is about how the intermediary ensures that a financial product is appropriate to the investor's expectations of sustainability." stated Ms. Dogniez. However, Charles Van Doorslaer raises an interesting point. He explains that "as there are currently few ESG securities, there is a possibility of creating a speculative bubble on the few investment funds that meet the standards". Fears could, thus, arise in the market due to an exceeding demand for sustainable funds while supply has not yet followed. For others, the view is uncertain but they would tend to say that in the long run, MiFID II ESG will only have direct and indirect positive impacts on ESG funds. As far as PAIs are concerned, the author of this thesis has the impression from the answers received that it is also quite complicated to have funds following this classification. As a result, the poor sequencing of the various regulations and the lack of understanding of what they actually require is disrupting the financial sector.

Summary of the effects on the market

Ultimately, the effects that MiFID II ESG could have on the market are numerous and difficult to identify. However, we have noted a tendency for the market to think that the legislation will be detrimental in the short-term because of the bad sequencing of each EU green regulations, but in the long term, all are certain that MiFID II ESG is only a good thing for the market and will help the ecological transition.

Theme 2: The effects of unfinished ancillary regulations on the market

For this second topic, we will examine the influences of the SFDR and EU Taxonomy on MiFID II 2021/1253 and the market's understanding of the differences between these three green EU regulations.

Financial regulator's opinions

From a regulatory point of view, Stijn Huysentruyt explains that MiFID II ESG is a regulation that cannot be considered as a standalone. Indeed, for him "the regulation is complicated because it refers to concepts that are not MiFID but come from the SFDR and the Taxonomy". Isabelle Jaspert complemented his statement by saying that the addition of the SFDR and Taxonomy regulations was necessary. As the supply of sustainable products is not enough to answer the future demand, the only way to avoid frustrating the client in terms of obtaining a sustainable product according to the Taxonomy, SFDR or PAI, is to have good communication between advisors and clients. In this way, even if the manager has no product available that best meets the customer's expectations, the investor will have an additional explanation and will remain involved in the process.

This concern about possible miscommunication that could mislead investors was shared by one of our regulatory advisors. Indeed, it was raised that it is important to keep track of initial preferences so that even if the bank does not have the products requested, the market will take them into account to produce more sustainable products. It is about meeting investor expectations later on, not lowering them.

Advisory companies' opinions

From the perspective of intermediate companies, the problem with all these regulations is mainly the question of the implementation timing. In fact, this poor sequencing of regulations will produce various short-term issues in the market. On the one hand, "the fact that we have SFDR, Taxonomy and MiFID II before CSRD may result in calculations and indicators that will not be correct due to the lack of reliable and complete information from the underlying firms" according to Ms. Dogniez. On the other hand, it will lead to additional costs for companies as they will have to implement new training when SFDR and Taxonomy are complete. Finally, getting funds to comply with MiFID II ESG is not easy. All our interviewees explain that aligning a fund to the Taxonomy is very complex from now on.

Financial institutions' opinions

From a financial institution perspective, the addition of all these regulations in a short period of time is very costly for banks from a logistical point of view but also for new customer acquisition. Furthermore, the fact that MiFID relies on unfinished regulations will create even more costs for financial institutions, thus, it will impact the investors' portfolio. Indeed, according to Ms. de Leeuw "It's also a lot of extra work not just for big banks, but even for small medium banks. And it is also really placing a big burden on the banks that are already sustainable". This could lead some companies to

classify a sustainable product as unsustainable due to the much lower number of requirements for an article 6 product under the SFDR compared to the requirements needed for an article 9 product. Moreover, the lack of data does not allow banks to offer products that meet the customer’s sustainable preferences because there are difficulties to “understand what these three types of products entail” stated Ms. Fuso.

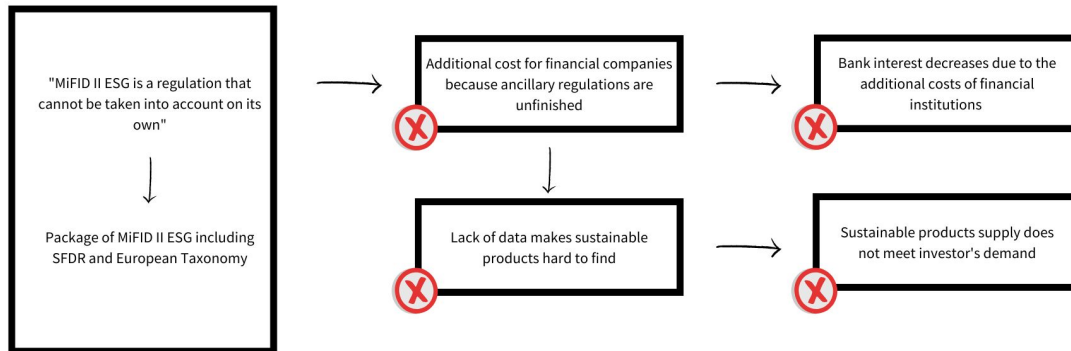


Figure 9: The effects of unfinished ancillary regulations on the market

Source: Own work

In conclusion, unfinished ancillary regulations have negative effects on the market. On the one hand, they produce a gap between demand and supply of sustainable products. On the other hand, they have a negative impact on the cost of financial institutions and, consequently, on investor interest.

Theme 3: The evolution of greenwashing following sustainable regulations

Financial regulator’s opinions

For regulators, the only way to ensure that a company does not overstate the ESG criteria of its products and activities is to check the marketing materials. The addition of MiFID II's ESG regulation is an extra layer of verification to be applied. Indeed, the regulation states that "all information given to clients must be clear, correct and not misleading" stated Ms. Jaspert. As MiFID 2021/1253 now incorporates the customer into the fund decision-making process by involving sustainability preferences, it is even more important to verify what companies disclose.

Consultancy companies’ opinions

Therefore, the advice from intermediaries to companies in order to protect themselves against possible exaggerations by issuing companies is to add a layer of verification. When a company discloses its non-financial information, it is important that the same information is reviewed by an external auditor. Since this verification is not yet mandatory, it is best to remain "conservative and cautious, (...) in the classification of their products", mentioned Ms. Rocca Bruni.

Financial institutions’ opinions

As for financial institutions, M. Van Doorslaer mentions that there is a huge risk of greenwashing when issuing companies disclose information, as there is no mandatory control on non-financial reports at the moment. Yet, for M. Schoemaker, “MiFID will reduce greenwashing through ex-post controls”, and banks have no choices than "to rely on what third-party organizations say". Furthermore, as the SFDR and Taxonomy regulations are not finished yet, there is a risk also in financial institutions. Indeed, “financial institutions can potentially, directly or indirectly, greenwash by

providing too much complex information to their client” leading them to make choices they do not understand, in the view of Ms. de Leeuw. For this reason, Ms. Fuso joins Ms. Roccia Bruni in recommending caution to guard against any risk of greenwashing.

Mixed views on the evolution of greenwashing

MiFID II ESG is a great help in the fight against greenwashing. According to Caterina Fuso, "keeping track of everything is a way to mitigate greenwashing". Indeed, "a portfolio is meant to evolve because it changes every day", explains Ms. Jaspert. It is, therefore, necessary to follow an investor's preferences in order to maintain a portfolio that meets their expectations.

Thus, greenwashing will be mitigated by monitoring the client's requirements but also by intensifying the dialogue between the manager and the investor so that the level of knowledge on the subject increases. According to M. Van Doorslaer "anything that increases knowledge is good for the fight", the more informed a client is, the more difficult it will be to deceive them.

The due diligence system is also a fundamental point in the fight against greenwashing. However, the fact that there is no mandatory external control on non-financial reports reduces its effectiveness. Indeed, consulting companies produce these reports according to the information they are given. This is why banks try to have a high-level of control over the information chain. Using "rigorous screening and selection processes", they assess whether or not a fund qualifies as sustainable. Leading them to take a conservative approach when in doubt, thus classifying a sustainable product as unsustainable.

In conclusion, MiFID II ESG is an additional tool to fight against greenwashing but does not eradicate it completely. Indeed, even if the investor will be protected by a good communication with his manager, there will always be a risk of being misled because of the lack of verification obligation. Consequently, it is important that the EU implements other regulations, such as the requirement for external auditing of non-financial reports.

Theme 4: MiFID II ESG opinions

Regarding the general views on the strengths and weaknesses of MiFID II ESG, many responses came up several times.

On the one hand, the strengths of MiFID that were raised the most were respectively: the inclusion of the sustainability factor in investments; the implementation of this regulation in all European countries; Europe, through MiFID II ESG and its ancillary regulations, is leading the world in terms of sustainability; MiFID II ESG enables the structuring of information on the supply side but also on the market's needs; and finally the fact that it is not a completely new regulation which makes it strong because it solved a lot of past issues.

On the other hand, the weaknesses of MiFID that were most often mentioned were respectively: the timing and sequencing of all the regulations; the complexity of the regulation in terms of implementation; and the lack of a clear guideline.

However, other weaknesses were raised that are more related to the regulatory package. For example, from the point of view of Taxonomy, four of the speakers mentioned the fact that so-called sustainable activities are qualified as such depending on the current political regime. Indeed, if we take the example of nuclear energy or diesel cars, we can see that certain lobbies can change certain activities from polluting to sustainable. This leads to a loss of market confidence in the objectives of the taxonomy and reduces its legitimacy, thus leading to a loss of credibility also for the MiFID ESG. Moreover, all those regulations disrupt the market because they require companies to be more sustainable in order to be attractive for investors. This leads to a decrease of competitiveness for

European companies in the first place, whereas American companies do not have to bother about all these new regulations.

In view of the main answers to the question on the strengths and weaknesses of MiFID II ESG, the possible changes related to the regulation added by the interviewees are consistent.

Indeed, the most raised comment was about the timing, with many preferring a different sequencing between the regulations. The fact that MiFID II ESG is based on unfinished regulations is a real problem for the market. Moreover, the complexity of the regulation makes it so difficult to implement that some believe that, in the short term at least, it will reduce market confidence. This will have the impact of reducing the incentive to move to a greener economy. A more gradual implementation of sustainability in the market would have been more beneficial.

Finally, a last point to note concerns the exit date of the MiFID II ESG regulation. In the course of the interviews, news emerged of a change in the implementation date of MiFID II ESG in France. This news angered many non-French companies who would have liked it to be delayed in their country as well. Therefore, we reached out to the legal experts to obtain information about this issue. Once again, thanks to their insight, it was explained that this regulation has not been understood by the market due to its complexity. Indeed, according to Ms. Jaspard, CSSF employee: "France has not moved the entry into force for investment firms at all". It has only opted for the exemption of certain entities through article 3 but "for investment firms, the date remains 2 August".

CHAPTER 5: DISCUSSION

The literature review of this work elaborates on the path taken by the European Union for the ecological transition and the problems encountered by the market due to the rise of greenwashing. Investors and their investment choices have a pivotal role in the green transition of our economy (EIT Climate-KIC, 2022). It will also examine Europe's progress in sustainability policy, digging into the latest regulation, MiFID II ESG, which considers investors' sustainability preferences and gives them the power to scrutinize what their portfolio manager does with their investments. This section examines the qualitative survey results from the previous chapter and relates them to the literature review. These results should provide a better understanding of what the MiFID II amendments, as well as the regulations on which it is based, could have on greenwashing. They will partially show the effects that MiFID will have on the market and the protection it can provide to investors. Moreover, they allowed us to understand how these regulations could enable Europe's green transition.

The first point we will analyze in this chapter is the eventual limitation of greenwashing through the MiFID II ESG. Based on the literature, the first driver of greenwashing is the lack of clear international standards that would cause companies to exaggerate their ESG performance in order to attract stakeholders (de Silva Lokuwaduge et al., 2022). As we have seen in the explanation of MiFID in point 2.4, this new regulation will give the market strict standards that companies will be constrained to respect. ESMA (2022b) has stated that the information that firms must disclose to the market will have to be fair, transparent, and not misleading. Our survey results confirmed this additional protection offered by the MiFID II ESG. As one of our legal experts commented, the changes to MiFID II provide an additional layer of verification. With regulations now including the customer in the fund decision-making process by bringing in sustainability preferences, it will be even more critical for regulators to verify what companies are disclosing. Therefore, since greenwashing is a regulatory loophole (de Silva Lokuwaduge et al.), MiFID II ESG reduces this loophole by making financial institutions more cautious in classifying sustainable and non-sustainable products.

Furthermore, the results of our interviews allow us to assert that there is a willingness to audit issuing companies. The absence of an audit obligation is deeply regrettable as it could lighten the workload of financial companies and increase the number of sustainable products. It is easier for a non-sustainable product to go through the steps required to be approved as such, compared to a sustainable product. Therefore, financial companies are more eager to classify a product as unsustainable even if there is a possibility for them to be classified as sustainable. Thus, this increase would come from trust and a clear view of the non-financial reports through to a third-party. The requirement made in the first hand would help decrease the number of steps that an institutional company has to go through in order to classify a product as sustainable.

Another driver of greenwashing is the lack of education on sustainability (de Freitas Netto et al., 2020). As expected, this predictor influences investment intention. The literature explains that the more stakeholders are ill-informed on sustainability, the more they can be deceived with false information (de Freitas Netto et al., 2020; TerraChoice, 2007; Parguel et al., 2015). With MiFID II ESG, integrating the concept of sustainable preferences makes investors more aware of their choices (Allen Overy, 2021). This comes from the fact that from August 2022, financial institutions will have to implement financial education tools, to explain to their customers what sustainability is, as well as a questionnaire to collect their customers' preferences regarding the investment of their money (Allen Overy, 2021). However, some problems regarding MiFID 2021/1253 were raised during our investigation. According to M. Van Doorslaer, theory and practice are not always aligned. There are three different definitions according to the SFDR, the Taxonomy, and MiFID II ESG. Although MiFID II ESG requires portfolio managers to educate their clients on sustainability, the concept of sustainability is becoming a

challenge for financial institutions. This becomes an internal obstacle and leads to misinformation of the retail client.

In addition to the difficulty of explaining the concept of sustainability to investors, the lack of a regulatory framework is also a problem in implementing the expanded MiFID II. Whereas the new MiFID is intended to be tougher on investment firms, it is flawed by its reliance on unfinished regulations (Bernal, 2022). According to one of our legal experts, "the regulation is complicated because it refers to concepts that are not in MiFID but come from the SFDR and Taxonomy". Moreover, as sustainable products are not yet available in large quantity on the market, the risk of greenwashing will depend on the communication between the firm and the client. A client who is well informed about what the market offers will not demand a high level of Taxonomy alignment and, in this sense, will not fear being misled.

As a result, the ESG MiFID II can limit greenwashing by preventing it through additional measures in financial institutions. Upstream with the issuing companies and downstream with the customer contact. On the one hand, this regulation reduces greenwashing between companies and financial institutions through the SFDR, which requires companies to disclose their non-financial information transparently (Becker et al., 2022). On the other hand, it prevents the risk of investor deception by requiring their portfolio manager to explain the principle of the regulation and by collecting their information on their sustainability preferences (I. de L., 2022). Finally, as MiFID II ESG is a European regulation that classifies sustainable and non-sustainable products, it meets the international standards that Europe needs to reduce greenwashing (de Silva Lokuwaduge et al., 2022). This is in line with the survey results, which state that one of the strengths of the MiFID II ESG is that it places Europe as a leading continent in sustainability.

The second point we will analyze will be the additional protection for the investors that MiFID II ESG brings to the market. As we have seen in the explanation of the SFDR (section 2.3.1.) and the European Taxonomy (section 2.3.2.), these regulations were made on the one hand to reach the EU's 2030 targets and, on the other hand, to protect the market from greenwashing (European Commission, n.d.a; Eurosif, 2022). Based on Regulation (EU) 2021/1253, we found that MiFID II was linked to these two new regulations in the market while matching the demand for ESG products with the supply efficiently.

One of the points made in our interviews is that MiFID is a regulation that has evolved, always responding to an additional market need. Indeed, when we go back to our literature review, we find that MiFID has been around since 2007 and has always been about helping investors have more confidence in the market (European Commission, 2021b). Although this feature is a real help for market participants who are familiar with the law, our legal experts consider that the length of the texts and their increasing complexity could be a constraint to the proper implementation of MiFID II ESG. Our results from the qualitative survey showed that one of the most significant weaknesses of the regulation is its complexity. This complexity could hurt investor protection. Indeed, one of the advisors interviewed thinks that many companies will not implement MiFID this year. This assumption is due to the lack of understanding of how to implement such regulation, the cost of its implementation, and the lack of data. We can, therefore, assume that MiFID II ESG will not have the desired effect during its first periods of application.

Moreover, although the regulation was made to protect the investor and to include him in the ecological transition, our interviewees all raised the problem of the sequencing of regulations. Indeed, MiFID II is not a stand-alone regulation, and as we have seen in the literature, the Taxonomy is incomplete (Neuroprofiler, 2022), and the SFDR has only published the first level of rules (IDS, 2021). Some respondents, then, pointed out that this lack of consistency of the sequencing between the different regulations weakens MiFID II ESG. A product cannot claim to be sustainable if it does not have the information to prove it. The lack of data has been mentioned several times. This problem disrupts the market because banks cannot offer products that meet clients' sustainable preferences. This leaves

investors unsatisfied, and because of this possible pressure on financial institutions, the risk of greenwashing could be increased.

In summary, MiFID II ESG could theoretically increase investor protection, but with the underlying regulations unfinished, it could be said that investor protection will be weakened at the beginning of the application of the expanded MiFID II. We will only see its actual impact on the market in the long term. It is, therefore, tricky for this thesis to make predictions. However, given that the entire sample raised the sequencing issue, we hypothesize that until the underlying regulations are completed, MiFID II ESG will not provide additional protection to investors.

The last point, we will analyze, will be the impact of these regulations on the green transition towards which Europe wishes to move.

Based on the literature review, we have seen that Europe has made great strides in the fight against global warming. After the signing of the Paris Climate Agreement, the European Commission set up the Sustainable Finance Action Plan to connect finance to sustainability (European Commission, 2018b; High-Level Expert Group on Sustainable Finance, 2018). The only way for Europe to reach a temperature well below 2 degrees Celsius is to redirect private capital towards sustainable activities, products, and companies (European Commission, 2020b). However, for some interviewees, even if Europe is the world leader in sustainability thanks to these regulations, its competitiveness will decrease. According to Antimiani et al. (2016), there is a risk to the EU's international competitiveness due to its development of regulations to mitigate climate change. This is because carbon-intensive production sectors export to countries with less stringent regulations for polluting companies. International cooperation is needed to ensure that the EU competitiveness and efforts to reduce the amount of CO₂ in the atmosphere are not compromised. Divergent regulations on climate change are bad for global ecology and the European economy (Antimiani et al., 2016).

Furthermore, regarding the effectiveness of those regulations in increasing the number of ESG products to go to a greener economy, MiFID II ESG is not as effective as we thought it would be. In the literature review, the lack of clear standards and certifications were the only issues that made it difficult to know whether or not a portfolio had a positive impact on the environment (ISDD, 2020). The results showed that even if we implement a regulation to solve this issue, other gaps could arise. As we have noticed throughout our research, the sequencing of regulations is badly made. The SFDR being unfinished, the lack of data implies that many sustainable products cannot be considered as such. In addition, this growing demand for ESG products could eventually create a speculative bubble harmful to the market. Indeed, if supply does not meet demand, serious problems could occur in the market.

CHAPTER 6: CONCLUSION

6.1. Short summary

Given the rise of the sustainable finance movement and the crucial role of private investors in the transition to a more sustainable economy, this thesis investigates how the European Union is putting regulations in place to protect European investors from greenwashing. Specifically, the current study examines the implementation of the latest European green regulation to assess its effects on different market players.

Based on previous research on the development of sustainable finance in the market through international agreements and European green regulations, an explanation of the path Europe has taken has been made. Greenwashing is a disruptive phenomenon and could destroy the European effort to go towards a green economy. Therefore, the implementation of various regulations is essential for the good transition of Europe. A qualitative study was conducted using a questionnaire tailored to each type of institution that would be interviewed, to gather data on how the MiFID II ESG has been received in the market. The survey focused on measuring the collective sentiment on the new European regulation, and ten interviewees from financial institutions, consultancy companies, and financial regulators expressed their opinion on greenwashing and on the newly implemented MiFID II Sustainability Preferences amendments.

After in-depth qualitative analyses of the collected data, results on implementing MiFID II ESG were concluded. Three potential positive impacts of the prevention of greenwashing were found. Firstly, MiFID II ESG obliges portfolio managers to keep records of their clients' sustainability preferences in order to check whether or not the request has been met. Secondly, it provides strict standards and rules for an investment to be considered sustainable, which limits exaggerations in non-financial reporting on the corporations' environmental performance. Finally, as the regulation applies in all EU countries, MiFID II ESG allows European investors to be sure that the environmental information is structured for all EU-sourced products. However, there are three potential consequences that are negatively affecting the prevention of greenwashing. The timing and sequencing of all the regulations means that the market does not have enough data to comply with what the regulations require. Then, the complexity of the regulations in terms of implementation, means that the market may not be able to account for them. Finally, the lack of a clear guideline makes room for misinterpretations.

In conclusion, this regulation is a blessing for the financial sector in its pursuit of sustainability, but some features of MiFID will need to be adjusted to have the desired effect on the market. The European Union will need to consider the public's opinion when developing its Taxonomy so it won't lose its legitimacy. They will need to accelerate the finalization of the other regulations on which MiFID is based. This is necessary to ensure that the transition takes place without destroying stakeholder confidence, which would ultimately be detrimental to Europe's sustainable development.

6.2. Managerial implications

This study aims to help the financial sector to manage the risk of greenwashing thanks to the good knowledge of the new European regulations. The goal is to provide insights to regulatory institutions, in the first place, to understand which issues encounter the market because of MiFID II ESG and its ancillary regulations. In the second place, the present work aims to help financial institutions and advisory firms to implement in the best way possible those regulations thanks to the insight of our interviewees. If they understand the positive and negative aspects of the latest green regulations, financial actors such as banks could adapt their service or product offerings and training strategies to encourage their staff to better understand sustainability. In this way, the regulation will have the desired effect on investors and, thus, reduce the risk of greenwashing.

6.3. Theoretical implications

From a theoretical perspective, this dissertation contributes to the emerging literature about the new European green regulations and understanding the path of the EU to move towards a more sustainable economy. An important contribution is the study of greenwashing in the financial sector. Indeed, duping consumers is often discussed in the literature but investors are also confronted with this phenomenon when investing. Furthermore, this work is the first in the literature review to link the main effects of the new regulation on investor protection as well as on greenwashing, while considering the different problems caused by this regulation on the market participants who have to manage it. The results of this research shed new light on the effects of MiFID II ESG on the market and investor behavior, in particular, in the field of sustainable finance.

Firstly, the results revealed a fear of demand for sustainable investments. The requirement to ask for investors' sustainability preferences will significantly increase demand for ESG funds. The risk that demand will not meet supply could then create adverse market effects such as speculative bubbles in green assets or greenwashing. As greenwashing is the most damaging phenomenon of the European sustainable transition, the present work tries to show the related possible problems to be considered in any investment decision. Then, this dissertation also helps to propose alternatives to creating new regulations so that SFDR, Taxonomy and the expanded MiFID II can have the desired effect when implemented. In addition, the results indicate that investors with a higher level of education would be less likely to be deceived when investing.

6.4. Limitations and suggestions for further research

Although this work provides a better understanding of the new regulations that are affecting the financial sector and their role in the green transition, the results should be interpreted with caution and some limitations should be acknowledged. These limitations should be addressed in future research.

The first limitation lies in the research design of this study. Sustainable finance and especially the regulations put in place for the transition of the sector are little studied topics. For example, it was difficult to formulate interview questions because the MiFID II ESG regulation was new and because its long-term effects on the market are unknown. In addition, the number of employees working in the sustainable finance sector is still low, so it was difficult to find people who were familiar with the expanded MiFID II regulation. As a result, many stakeholders were considered unreliable or not suitable for further questioning. In order to obtain a more in-depth understanding of the effects of the new regulation on the market and on greenwashing it would have been appropriate to conduct broader research in the regulatory field.

Three suggestions for future research emerge from this limitation. Firstly, a qualitative study should be undertaken in the financial regulatory sector to better understand how MiFID II ESG was implemented. Interviewing people working at the European Commission would have provided insight into many complex aspects of the regulation. Such a study would provide a better understanding of the results of the present work. Secondly, a study could be conducted at the level of investors to see how they feel about this sudden change in their portfolio formation. It would also be interesting to know to what extent investors want their investments to be sustainable. For this research, a quantitative study would have been coherent in order to get a maximum of opinions on the sustainable preferences aspects. Finally, it is recommended that the European Commission examine the short-term effects of its new regulations before implementing them. This is to ensure that the consequences are not the opposite of what was originally intended.

Then, the sampling design of this research was chosen because it allows us to collect rich data through the discussion of the subject during the interview, but the transcription and analysis of each response is time consuming. In addition, the qualitative sampling method has important limitations. The results are not representative and cannot be generalized to any population due to the small number of actors interviewed (Malhotra et al., 2017).

Next, the socio-demographic characteristics of the sample in this study are not representative of European workers in the sustainable finance sector and, therefore, limit the generalization of the results. In addition, the participants in the qualitative survey were mainly working in Luxembourg and Wallonia, and secondarily in France and the Netherlands. In future research, it would be interesting to investigate how other EU countries have reacted to these European green regulations. As the languages used in the interviews depended on the interviewees, with the questionnaire guide available in English and French, we can use it for other countries, to have more insight about their situation as well.

Finally, it might be interesting to conduct this research to find out whether regulation over time might have an effect on the returns and costs of sustainable investments. Indeed, in one of our interviews, the discussion was about the price of a sustainable asset compared to a non-sustainable asset given their availability on the market. For this matter, a study in the financial sector should be conducted to add an additional parameter to attract investors to buy sustainable assets.

APPENDICES

Appendix 1 - Interview with Giulia Bruni Roccia

1) When the new MiFID II regulation was published in August 2021, how did your clients react? What are the main tips you have given them to comply with the regulation?

«When it was published in 2021, our clients were super busy with the SFDR and Taxonomy actually. So, no one of my clients started to work on MiFID before January this year. I mean, they started to think about it, of course, because they were working on SFDR and Taxonomy. And as you know, MiFID takes into consideration the preferences. And so obviously they were starting to think, okay, if we do certain things like that, then maybe this will have an impact on MiFID like this. But clearly, like the clear focus was the disclosures of level one of, of January 2022. So, they completely decided to work on it really only as of this year.

(...) people only started working on it in the beginning of this year, but provided that the main tips that we focused on until now was always with regards to the questionnaire and how to phrase the questionnaire, in a way that would (A) make sense for the products that the bank actually has to offer, (B) you're not biasing your customer. And this is actually the number one concern of the ESMA in its guidelines. And (C), this is probably more something that we put emphasis on, is how to do it in a way that makes sense from a change management point of view, in the sense that at the end, the banker need to be able to know how to use this questionnaire when he/she go and speak to his/her clients.

It's very new terminology, very new language. We may know perfectly well what different terms mean, but, people who have never been exposed to sustainability, they probably don't. And so it's super important to do proper change management, which means training in the company. So that then the bankers have the keys to be able to talk to their clients in the right way. Because actually, you know, we're doing all this thing about MiFID because we want clients to be able to invest more into sustainably, but actually clients themselves, they're not very aware of what sustainable investments are. So, there's also a massive need to educate the client. This is not the purpose of a bank, of course but they have a role to play. And if they provide the questionnaire, and the client asks: "What does this question mean?" The banker has to know how to respond because if he/she cannot answer properly, it will be a lost opportunity for sustainability. So, everything has really been focused on the questionnaire.

I think also maybe another thing, but this is more from an organizational point of view is that it was very important for us that different people in the bank would participate in the project in complying with MiFID.

Before it, everyone was working on SFDR and Taxonomy, on the compliance and legal side because they were preparing the disclosures of SFDR, et cetera. But then with MiFID coming, we needed not only compliance and legal to be involved. Of course, they were super important because we're talking about MiFID, but we also needed people from the business to be involved. Because, again, going back to my tip, the relationship with the products, it's super important that the questions that bankers ask to their clients make sense compared to the products that they have to offer. So, if this is gonna be a super dry exercise, just done by compliance, without any knowledge about what products actually the bank has to offer it's not gonna work.

So from an organizational point of view, this was very important that the bank realized, okay, no, this is not just compliance. It's not only regulatory compliance, we need to get involved and we need to have strong involvement from the business as well. »

2) How do you see the level of preparation of your clients to comply with MiFID II ESG ?

«I'm not gonna lie. I still have a client who has reached us out like three weeks ago and we're in July. So ... That's the situation...

So, I mean, obviously there was a big issue with the timing, right. Because how much sense does it make to ask questions about something that you're only gonna measure as of next year? Like, okay, maybe you'll ask preferences to your client, but then? If your client says he wants 40% alignment or whatever, and then you don't know what you're gonna offer against it. So, that was obviously a big challenge and it'll remain a challenge because the authorities will never accept to change the timeline and to postpone. So, even though I accept that that is a challenge, it doesn't have to be an excuse. And it's true that most of my clients kept working on it but unfortunately, they are not perfectly ready. In the best-case scenario, a questionnaire is gonna be ready in August and a process will be in place to manage those preferences that are gonna start coming in, and how to integrate them with the offer that you actually end up doing to the client. But in the worst-case scenario, there are banks that are only starting now. So, it will depend on whether they just want to release something quick and dirty and then work on it later. And in an intermediate scenario, I would say that, it's only about releasing the questionnaire and not having yet the capacity of actually controlling it. Because that's a big issue, and how to control the information that has been given through the preferences in the system. That's also linked to the fact that the delegated directive actually comes into place in November. And so all the target market or product governance work is starting only now only focused on the questionnaire on the suitability assessment. They've not really started to think about the fact that there's also part two that is coming in November because I mean, there's just so much to do. So, I mean, in any case most banks that I've interacted with, they've all started to work on the questionnaire, it's just about how ready they are to actually release it, start choosing it and start to control it.

In the best case scenario they will release one, and they will also be able to control it even though it will not be with the perfect process. »

3) If some of them seem unprepared, how do you think they will be affected by non-compliance with the regulation? What problems might they encounter because of this?

«So, this is not yet clear from a regulatory standpoint. I think there will be sanctions because, I mean, we see now that regulators, for example, Luxemburg, the CSSF is starting to do inspections about how sustainability risk was taken into account. So this is more a 2021 requirement of SFDR. So soon, I mean, not the 3rd of August, but soon regulators are gonna start to look at the method as well. So, there will be consequences. I really don't know what could happen because the thing is that there's so many excuses that the bank can take out. Because again as I was saying before, it's not that no one has done anything. Some banks have tried to do something. So, the banks who have not done anything, they don't have that much excuse to bring forward.

So I think that the one that are not well prepared, will prepare an answer like a statement to explain to the regulator, what approach they've taken from a project point of view, giving them a bit of visibility on the timelines to make them understand when they will be able to start collecting preferences, et cetera. Maybe it could be interesting for them to do a little scenario of simulating, as how many clients actually they will be able to collect preferences. And then they won't because, it's not that the 2nd of August, they need to have preferences of everyone. They only take it for new clients and for clients where there is a frequent review. So, maybe the impact in practice is not that high, but clearly I think they will have to be able to respond to the regulator with all these kinds of examples and justifications and give them a good understanding of what they've actually done in order to get ready. »

4) Do you think MiFID II will allow the financial market to have more ESG assets? And do you think that this regulation will have a greater effect on the market than the Taxonomy in terms of the quantity of sustainability assets?

«I think it'll contribute to the increase but if we were to do a statistical test to check what has caused the increase, I don't think it'll be MiFID alone. It'll be the combination. So the fact that, okay, MIFID is coming, but also the data is coming next year. I mean, MIFID is done for investors, you know, not for retail people like you and I, who don't invest a lot of money, let's say. So, these are clients who want to know what they're putting their money in, and without data there's only so much that they will actually get engaged with. Yes, you will have those clients who are very well aware of sustainability. They're passionate about it for history, for ages. It's not just because now MiFID is there that they want to invest their money in sustainability related projects. But, they will not change their mind because you have more or less data, but all the other investors, which are many of them, will need to be reassured and they will want to understand where they're putting their money. Especially with all the news that they're reading about greenwashing.

So they know that there are problems and issues out there. So I think MIFID definitely helps to structure the demand, and to actually raise awareness. Because by asking a question to a client that maybe never asked them, or being told that they could invest in sustainability, you're raising awareness, but to actually concretize this, the data will be fundamental.

Together with MiFiD, SFDR and Taxonomy will increase sustainable assets. Because Taxonomy and SFDR on their own if you look at disclosures, they're super dry, they don't help anything. It's very one way, it's just the banks that are trying to be compliant, but it does nothing for investors while MIFID, it really helps to engage with the investor. You know the client will go and have breakfast with their banker and they will talk about it. So it will really help to raise awareness, they are people who are putting their money somewhere. They want to be reassured. So if in the regulatory agenda, there was only MIFID on its own it would be tricky to say, okay, it's gonna increase sustainable assets. But thanks to the fact that there's also SFDR and Taxonomy, yes. »

5) In your opinion, what problems could arise with this new law from the point of view of :

a. Investors:

b. Financial institutions:

«I personally do not see a problem, but, literally last week I was talking with someone who works at a French bank, and they were raising interesting points. They were mentioning the fact that, if products are not well structured, in a way that are really interesting for investors, again, if we take the example of investors who are generally and personally passionate about the topic and always have been, they will probably continue to prefer to invest in let's call the article six products which is the more traditionally financial focused products. So that they are sure they have a hundred percent return and that they can also use it to, for example, donate to WWF or to ocean cleanup or something else, because this is what they were doing until now they were raising money and they were donating to "whatever cause they cared about", which was sustainable. So maybe if products are still not well structured, they will still continue to do that and just donate to some of their favorite associations from their personal wallet. So again, I don't think it's the law that is gonna cause a problem. It's more the fact that the law requires banks to be able to match certain products to certain preferences and if those products are not structured well, then it might lose the opportunity to increase the redirection of flows towards article 8 or 9 products.

For investment firms, I don't think the law itself generates any issues. It's complicated to implement but it's more the issue of the timing, and of not having data. Regulators are asking to implement the regulation before actually having all the pie, before having level two. So it's more this, but otherwise I don't think there is a problem for investment firms.»

6) What do you think about adding new green regulations such as the SFDR and the European Taxonomy? Do you see any constraints emerging from these new regulations given their novelty and potential shortcomings? If so, as MiFID II relies on these regulations, how do

you think this will affect its effectiveness? Do you see any collateral effects contrary to what the regulation is trying to put in place?

(e.g., Taxonomy only released the first delegated act in January 2022 and SFDR only released the first level of regulation in March 2022)

«Again, I think that the real issue is the timing. It's not ideal. One would've probably preferred to do first all property SFDR and Taxonomy level one and level two, and then work on MIFID. (...) But, other than that, I don't see other major problems because for example, when you think about Taxonomy, it's true that we only have the first two objectives clarified, but I can tell you that clients I work with are already creating products that are aligned with the other objectives. So, it's just like, for example, financial institutions are starting to talk more and more about biodiversity, which is clearly not defined yet but they're not losing time. So, maybe I'm talking about a small percentage of banks, but, I do see that some of them are not losing the opportunity to start working already, also on the other objectives that are not yet defined. But again, my main concern about this question is really the timing, is not ideal.

I think in practice, what I see is that, this shortcoming, this issue of the timing around the sequencing will be solved by the fact that most of the entities that I have been able to work with, as I said, they have started to work on a questionnaire, but realistically, they're doing something that can, "tiens la route" in French. But I can definitely expect them to review it one more time next year when things are a bit clearer, also on the SFDR and Taxonomy side. I wouldn't be surprised if they do that. You can always try to have a better questionnaire. And also because, we forgot to mention, but the ESMA guidelines, they're only drafted at the moment with regards suitability assessment, but they're expected to become finalized normally they said Q3, but apparently I'm starting to already hear Q4. So, you know, imagine that the guidelines come up in November and banks have already start to use their questionnaire in August... If they read the ESMA guidelines and they see that the ESMA is telling them to do something else or something a bit different, they will do it, they will work on it. So it doesn't mean that the questionnaire that comes out now in August is gonna be final forever.»

7) Do your clients encounter difficulties in obtaining certain types of financial products? For example, MiFID classifies financial products into 4 categories.

- a. non-sustainable financial instrument**
- b. sustainable financial instrument according to the European Taxonomy**
- c. sustainable financial instrument according to the SFDR**
- d. sustainable financial instrument whose manufacturer considers principal adverse impacts or PAI on sustainability factors.**

Is it more difficult for your clients to obtain sustainable financial instruments according to the European taxonomy than sustainable financial instruments according to the SFDR? If so, why?

«(...) Products are out there, but it's more about the data. So actually, having the data that can make you aware of what products are out there. And so clearly here, the EET will clearly help you to understand the characteristics of the product. And, as of 1st of June, normally the minimum viable product is circulating, which already provides some information that can help to understand which of these products are available. But it's true that not everyone is receiving EET yet. We have asked some of our banks, whether they were already receiving some EET from the manufacturers that they work with and not everyone has, this goes back to maybe two weeks ago. So, I haven't asked this question recently. So I don't know if these things have improved already, now it's mid-July. But, it's true that during the month of June, we were asking if distributors or if the banks had received the EET from their manufacturers and not many were sitting it, so obviously, yeah, it depends on that. It depends on the data availability.

It is also really new but I think this is not gonna be a problem, you know, because the beauty of the questionnaire is that you don't have to choose just one of the three types. You can choose a range of

products, you choose what is important to you and you choose how much of those three things are important to you. So maybe a client wants to tick 20% SFDR 40% Taxonomy, and from a type point of view, wants governance and social. Maybe you don't have something on governance, but you're still able to provide something that is 40% Taxonomy. So, you're still in line with the purpose of the client. But to do that, you need the data, that's the trick part of it»

8) The pressure this new regulation will put on companies seeking capital will certainly cause some of them to overstate their ESG performance. How can your clients protect themselves to ensure that their clients' assets are not exaggerated?

«It is a tricky question. I am talking from the experience I have. So, they've been quite conservative and prudent, let's say in classifying their products. So, if they're not absolutely sure. I have seen them classify as article six, even if they were quite sure to think it could be more than an article six. So, I think that there is a lot of awareness of the fact that you don't really know for sure. And so, you decide to take a more prudent approach. Otherwise I guess that a good avenue could be (...) finding the service provider that you trust, I guess. I've seen banks take it very seriously to decide who to work with from a data provider point of view. So, they've really interviewed different service providers to decide who to actually work with in order to get sustainability related data. And, yeah, it's a very serious, very strict process, asking many questions to be answered, to have a clear picture and thus make any wrong decision about who to work with. So, I guess, working with the service providers that you trust and that you think you can justify again in front of your clients. I think also engagement, if you engage, you probably can understand your products a bit better. And the companies behind the products. So maybe that's also something that can help, but otherwise I think that the prudent approach in the classification is something that I have seen in certain cases.»

9) How do you think MiFID can help mitigate the risk of greenwashing?

I guess it can help us, thanks to the dialogue that starts between the banker and the client, because the moment that the client gives their preferences, then the banker has to explain a little bit what different products are out there. So, there's a dialogue that starts very open. I mean, that's the hope of course. And then once the client is given their preferences, you also have to report to the client, to explain to the client what investment decisions you've made. If you haven't been able to find a product that is absolutely linked to the preferences they gave, you have to explain it and you have to validate it with the client. So, I think all of this communication, this dialogue that has to start very naturally, I think it definitely will help. What I've seen in most of the cases of the banks I've worked with is that no one has simply prepared a questionnaire, they've all proceeded the questions with an explanatory note to explain their client. This is what is happening in the regulatory world. This is what is being asked of us. So, these are the kind of words that you will see in the next questions. "Why are we doing this?" Things like that... So, this is all very, very open and very transparent. And I think it's the healthiest basis for avoiding greenwash.»

10) This is likely to be designed to combat the risk of greenwashing. How can you help your clients fully comply with their due diligence and product approval process?

«So, there are more November deadlines. It's definitely gonna be the next tricky part in all honesty. The clients that I work with have been so far, mostly concerned by August. So, the suitability, assessment and the questionnaire. So, target market, product governance... is probably something that is starting to come on the table now. But I think that again, what will be key in order to do this right, is the involvement of business. You cannot just do this with the compliance and legal departments of the bank. You have to involve the business. And I think this is how you're gonna do proper governance, around products taking into account ESG. Obviously, our key concern is still the 2nd of August, but we were already starting to talk about November. And you can see that the bank is very aware that they have to evolve the business in this. Because you know, all these people are people who in 2017, so just five years ago, were all working on MIFID II very simply. So, these are all people who know very well what product governance is, and they are responsible for it. So, I think, product

governance is something that should be normally more ingrained, let's say in people's minds, because it came with the MIFID II so they should be more ingrained while the suitability assessment was quite, let's say slapped in the face.

So that was probably harder, but I think that having passed that hurdle, they will be better able to, to put into place good governance.»

11) In your opinion, what are the strengths and weaknesses of the regulations?

«Apart from the timing (...) I guess the biggest weakness, or let's say lost opportunity is the fact that MIFID contrary to SFDR and Taxonomy, MiFiD is the regulation that creates a link between sustainable finance and the everyday customer. Because SFDR and Taxonomy were very theoretical. So, it's really the opportunity to go and influence their behavior. And why I think there is a lost opportunity around this fact is that if I look at the suitability assessment changes, they're not very much turned towards a consumer. Their requirement has not really been done keeping in mind an everyday consumer. When startups develop an app, they always think about, "What if the user is gonna do this?" "What is the experience of the user?" I don't have the feeling when I read the regulation and when I see how they have to manage the project; the regulation has been written keeping in mind the ultimate beneficiary. Because how does it make sense that you have three ways of defining what is sustainability? It just does not make sense. I mean it, don't get me wrong. It makes sense because we're talking about very different things, but then this should be backstage. Let's say the client should not have to see these things. You know, it's more the banker who should be well trained about sustainability should know very well, what sustainable investment is versus Taxonomy, but they're the ones who have to work with it and customers need to have a better, a easier way of understanding what is sustainability, because it's not very common to consumer oriented. And if you think of it, a rich young man and everyone says young people are more oriented towards sustainability... he doesn't know anything about all the regulations because no one reads regulations. So how do you expect a person to understand that there are three different ways of defining sustainability? And one of which is super focused on the environment without explaining to them that there's a social Taxonomy that is being developed, FYI. So this, I think that it was not developed keeping the consumer in mind, which is a lost opportunity. Because again, as I said, maybe it is the opportunity to change behaviors and sustainability depends on behaviors being changed.

The strength is that they did not start from scratch completely. MIFID II was a super long regulation. With these ESG changes, they did not make it overly complicated. Let's say the change itself. So, I think this should be recognized as well because sometimes this very lengthy regulations can also be very subject to interpretation because you have so many different classes, et cetera. So again, it kind of improves my first point in the sense that it was done, keeping in mind consultants and regulators who are the ones reading regulations, but it was not done keeping in mind the consumer. »

12) If you were the initiator of this regulation and you could change some of its aspects as a whole but also to prevent some companies from greenwashing, what would you do?

«I probably would've waited to release MIFID II and I would've done it in a way that is a bit more gradual, maybe starting from awareness raising, because making it, for example, mandatory to have sustainability related trainings and sustainability related discussions with your clients, but not forcibly because you wanna sell something sustainable, but just at least to bring everyone up to the same level of understanding once that is done. But if you make it really a regulatory requirement, that is super cool and you really make sure that everyone has a certain level of knowledge, then once that's done and you actually have data, then you go and ask people for preferences. Because then you know that you're asking intelligent people, people who can have an independent idea, and you are able to argue with data that can support your argument. »

Appendix 2 - Interview with Nathalie Dogniez

1) Lorsque la nouvelle réglementation MiFID II a été publiée en août 2021, comment vos clients ont-ils réagi ? Quels sont les principaux conseils que vous leur avez donnés pour se conformer à la réglementation ?

« Dans ma perspective MiFID, je ne regarde pas les différentes réglementations isolément, donc quand on regarde SFDR, Taxonomie, MiFID, et CSRD, tout ça, c'est les pièces d'un seul puzzle. Ce sont ces réglementations qui vont permettre justement d'avoir une démarche structurée et transparente au niveau de la finance durable. SFDR c'est vraiment la transparence au niveau d'un produit financier: "Quelles informations on doit rapporter et comment ?". La Taxonomie c'est un framework qui est le plus scientifique possible pour déterminer et calculer quand une activité est environnementalement durable. Et MiFID, c'est la partie qui fait le lien avec les investisseurs et qui permet d'expliquer à l'investisseur comment le produit rencontre ses attentes personnelles en termes de ESG.

Et pour moi c'est l'avantage de MiFID, qu'on ne soit pas dans une labellisation mais bien d'une classification des produits en tant que tel. Si vous voyez quelques conférences que j'ai donné, il y a 5 ou 10 ans, j'ai commencé par expliquer qu'il ne faut pas définir ce qui est vert et pas vert ou ce qui est ESG et ce qui ne l'est pas parce que, en fait, il n'y a pas un prisme. Sinon on est dans le dogmatisme et dans la politique. Ce qui peut être ESG pour vous, il ne l'est pas nécessairement moi, ou pour une tierce personne, parce qu'on a tous, je dirais, une sensibilité différente par rapport à certaines thématiques. Moi, par exemple, je dirais qu'investir dans un fonds qui investit dans de l'alcool ne me pose absolument pas de problème. Par contre, le nucléaire me pose problème alors que pour quelqu'un d'autre ou même pour la Commission européenne, le nucléaire est considéré comme vert. Et donc pour moi, le grand intérêt de MiFID, c'est que plutôt que de partir dans une labellisation, une classification des produits, on en remet, la question là ou elle devait être, ce qui est la compréhension de l'attente des investisseurs donc ça c'est un point très positif. Deuxième point extrêmement positif c'est justement l'interface vis à vis de l'investisseur. Pour moi, MiFID remplit bien ces deux objectifs. Premièrement, comprendre ce que cherche un investisseur au-delà d'une classification. Parce que cette notion ESG c'est pas blanc ou noir, c'est de la couleur, et la nuance dépendant très fortement d'un individu par rapport à l'autre. Et deuxièmement, de résoudre ce problème de manque de compréhension et donc de tacler le maillon faible dans la chaîne. Les 2 problèmes de MiFID, c'est le timing, à savoir que MiFID II intervient trop tôt. Parce que, premièrement, je dirais aujourd'hui les règles d'implémentation, de niveau trois ne sont pas encore connues. Donc, aujourd'hui, chacun tâtonne un petit peu, ce qui n'est jamais bon. Et la consultation de l'Esma du mois de mars a ouvert plein de questions et sans les refermer, sans apporter de réponse. Donc pour le moment, c'est un petit peu une grande incertitude sur la façon de le mettre en place. Deuxième problème de MiFID II ce sont les trois catégories donc l'article 7A, 7B et 7C qui sont très techniques (..) et même les spécialistes s'y perdent. Alors pour pouvoir expliquer cela à l'investisseur retail (...) ça va être extrêmement compliqué.

Donc jusqu'à présent, je dirais, pour répondre à votre question "Comment est-ce que les clients l'ont perçu ?" Ben ils étaient perdus. En effet, les notions de déjà comprendre la différence entre 7A et 7B c'est très compliqué, même pour les gens qui baignent un petit peu dans le sujet. Puis on a 7C avec la considération des PAI. Il y a eu des heures et des heures de discussions autour de "Qu'est ce que ça engendre ?" ; "Qu'est ce que ça comprend: qualitatif, quantitatif?" "Exclusion, ou pas exclusion ?" Donc beaucoup, beaucoup, beaucoup de questions.

Donc, "Est ce que le marché est prêt aujourd'hui?" Non, le marché n'est pas prêt pour plusieurs raisons. D'abord, comme je le disais, on n'a pas les règles de niveau trois. Donc aujourd'hui, chacun essaye de trouver des solutions sans avoir vraiment une vision sur quelles sont les règles finales. Deuxième problème, c'est le manque de données parce que clairement, je dirais le fuel pour les intermédiaires, ça devait être normalement les informations SFDR sur les produits financiers qui viennent des

templates. Et celles-ci sont mises en place le 1^{er} janvier 2023. Or MiFID II s'applique le 2 août 2022. Donc, déjà là, on a un gap de six mois et c'est là où au niveau **Findatex** on s'est dit qu'il faut qu'on trouve au niveau de la place financière européenne une solution. C'est pour cela qu'on a mis en place ce template nommé **EET** afin de fournir au moins les informations nécessaires pour faire un premier tri au niveau intermédiaire financier avec plein de questions, je dirais pratique. Donc "Qu'est ce qu'on peut mettre dans un template qui n'est pas encore nécessairement reflété dans un prospectus puisque l'obligation par exemple pour les fonds en termes de prix contractuel avec template reporting, ce sera le 1^{er} janvier 2023 donc on a vraiment pas mal d'incertitudes et de complexité. Et même quand on aura ces templates au 1^{er} janvier 2023, le gros problème, c'est qu'avec ces templates on aura un reporting qui sera basé sur des informations existantes aujourd'hui (...). Dans la plupart des cas, les sociétés sous-jacentes aujourd'hui ne renseignent pas toutes les informations nécessaires. Et même quand elles les renseignent, ces informations ne sont généralement pas auditées. Donc on va vraiment avoir un problème de qualité et d'exhaustivité tant que CSRD ne sera pas mis en place car c'est cette directive-là qui va obliger un grand nombre de sociétés européennes à rapporter sur ces indicateurs et à faire auditer leurs données. Car ce sont ces données nécessaires qui vont permettre de faire le reporting SFDR qui lui permettra de déterminer ce que fait tel produit, son degré réel d'alignement par rapport à la Taxonomie, son pourcentage réel d'investissement durable, ou comment s'il a pris en compte certain PAI.»

2) Comment voyez-vous le niveau de préparation de vos clients pour se conformer à MiFID II ESG ?

«Alors c'est compliqué parce que quand tu parles des clients en général, c'est vrai que lorsqu'on a travaillé sur ce sujet-là ou sur Findatex l'été dernier, les gestionnaires de fonds étaient peut-être plus avancés que peut-être certains distributeurs et certains assureurs parce qu'il y avait déjà, depuis deux ans, SFDR et Taxonomie. Maintenant ils ont beaucoup travaillé et on voit quand même que le marché se penche sur le sujet. Mais avec toute la bonne volonté du monde, le manque de données et le manque de finalisation de la réglementation ne facilitent pas vraiment les choses. Maintenant, la bonne nouvelle quand même dans la consultation ESMA c'est qu'il ne faut pas le 2 août, remettre à jour le profil de tous les clients existants, mais le mettre à jour progressivement au fur et à mesure des contacts avec les clients.»

3) Si certains d'entre eux ne semblent pas préparés, comment pensez-vous qu'ils seront affectés par la non-conformité au règlement ? Quels problèmes pourraient-ils rencontrer à cause de cela ?

«Disons que pour moi, il y a deux mondes de préparation. Il y a ceux qui ont fait leur maximum et qui pourront démontrer qu'ils ont fait le maximum, même s'ils manquaient de données. Par conséquent, ils auront sûrement fait des hypothèses qui ne seront plus bonnes après l'arrivée des mesures du niveau trois mais néanmoins ils pourront démontrer leur bonne foi. Et puis comme d'habitude, il y a toujours ceux qui se penchent sur le sujet trop tard, pour eux, c'est un risque réglementaire important. En effet, ils engagent leur responsabilité s'ils vendent des produits non durables mais aussi leur réputation puisque c'est un sujet qui attire énormément l'attention des journalistes, des ONG. Par conséquent, des entités qui prendraient ce sujet un peu trop à la légère courent non seulement un risque réglementaire important puisque le régulateur européen comme l'ESMA donne ses idées de conduite pour les autorités de surveillance mais aussi un risque de réputationnel aussi très, très important puisque c'est dans la ligne de mire du marché en général.»

4) Pensez-vous que la MiFID II permettra au marché financier de compter davantage d'actifs de fonds ESG ? Et pensez-vous que cette réglementation aura plus d'effet sur le marché que la Taxonomie au niveau de la quantité d'actifs durables ?

«Pour moi, ce n'est pas l'un ou l'autre. En fait, il faut voir ça comme étant une chaîne donc la Taxonomie apporte la définition: "Quand une activité est environnementalement durable". Ensuite, SFDR demande qu'on soit transparent sur ce pourcentage d'alignement à la Taxonomie et MiFID implique

que l'on pose la question au client "Qu'est-ce qu'il veut comme pourcentage d'alignement à la Taxonomie ?". Donc pour moi, ce n'est pas l'un ou l'autre car les trois réglementations sont complémentaires.

Quand on regarde la chaîne: le product manufacturer définit un produit financier ensuite dans sa gestion il utilise un process qui se base notamment sur la Taxonomie pour choisir ses investissements. Puis selon SFDR, il va être transparent sur ce pourcentage d'alignement par rapport à la Taxonomie et ensuite, l'intermédiaire/le distributeur pose la question au client final: "Quel pourcentage d'alignement à la Taxonomie voulez-vous?" et sur base des informations SFDR, il va l'aiguiller vers le produit adéquat. Donc finalement pour moi je dirais que le tout va dans la même direction et tout est complémentaire. C'est pour ça que je disais que ce sont les pièces d'un puzzle. La Taxonomie c'est au niveau de la gestion. SFDR c'est au niveau du reporting sur l'alignement par rapport à la Taxonomie que l'on fait à l'investisseur final et aux intermédiaires. Enfin, MiFID II c'est comment est ce que l'intermédiaire s'assure de l'adéquation d'un produit financier par rapport aux attentes de durabilité de l'investisseur.

Aujourd'hui il y a 2 problèmes liés à la Taxonomie. Le premier problème c'est que le framework n'est qu'au début. On a qu'un tout petit nombre aujourd'hui d'activités qui sont couvertes. En effet, seulement 90 activités sont couvertes par le climat change mitigation et le climate change adaptation donc c'est très peu par rapport à l'ensemble des acteurs économiques. L'autre gros problème est l'absence des données des sociétés sous-jacentes parce qu'elles ne vont commencer à donner les informations sur leur degré d'alignement seulement l'année prochaine. Ça fait qu'aujourd'hui même les asset managers qui veulent avoir un portefeuille aligné la Taxonomie ont beaucoup de mal.

Pour moi la réglementation européenne a introduit une distinction entre durabilité et produits ESG. Pour la durabilité on est dans la définition de la SFDR article 2.17, environnement durable avec une sous-catégorie qui parle de l'alignement avec la Taxonomie. Tandis que pour ce qui est article 8, on a tous les produits ESG classiques, où on a comme objectif une performance financière avec un filtre ESG qui soit positif ou négatif avec un caractère d'exclusion ou de minimum ESG. Ensuite, si on parle de l'article 7C je dirais que c'est là où on va prendre en compte certains PAI de façon quali ou quanti avec un minimum ou une exclusion pure et dure. On a le client retail classique qui lui cherche de la performance financière mais il veut s'assurer qu'il n'investit pas dans des sociétés à impact négatif ESG. Tandis que pour les clients avec l'aspect de la durabilité comme objectif central, on va les orienter plus vers le 7A ou 7B. »

5) Selon vous, quels problèmes pourraient apparaître avec cette nouvelle loi du point de vue :

a. Des investisseurs :

b. Des institutions financières:

«Le problème de MiFID 2 selon moi est un problème de timing. On risque en ayant MiFID 2 en place trop vite que les investisseurs soient découragés parce qu'on est trop tôt par rapport à ces calculs d'alignement avec la Taxonomie. Ensuite, le problème pour les sociétés d'investissement, c'est qu'aujourd'hui on n'a pas toutes les guidelines de L'ESMA et donc il se pourrait qu'au 2 août les sociétés mettent en place des choses qu'elles devront changer quand les guidelines sortiront. De plus, lorsque les mesures de niveau 3 seront sorties, les sociétés devront encore une fois se réajuster.»

6) Que pensez-vous de l'ajout de nouvelles réglementations vertes telles que le SFDR et la Taxonomie européenne ? Voyez-vous des contraintes émerger de ces nouvelles réglementations compte tenu de leurs nouveautés et de leurs potentielles lacunes ? Si oui, dans la mesure où MiFID II s'appuie sur ces réglementations, comment pensez-vous que cela affecte son efficacité ? Voyez-vous des effets collatéraux contraires à ce que la réglementation tente de mettre en place

(par exemple, Taxonomy n'a publié le premier acte délégué qu'en janvier 2022 et SFDR n'a publié le premier niveau de réglementation qu'en mars 2022).

«Tout d'abord, je dois dire que je suis une grande fan de ces réglementations. C'est la première fois en plus de 30 ans de carrière que je peux le dire. Ce sont des réglementations qu'on attendait depuis 20 ans et donc on peut mettre en place tout le puzzle. Le problème c'est le séquençage de ces réglementations et leur timing car il est à l'envers. On aurait dû mettre en place tout d'abord la CSRD puis la Taxonomie, SFDR et MiFID II pour pouvoir avoir toute l'information nécessaire afin de donner le produit adéquat aux clients.

Donc le fait qu'on aie SFDR, Taxonomie et MiFID II avant CSRD risque d'entraîner des calculs et des indicateurs qui ne seront pas corrects par manque d'information fiable et complète des sociétés sous-jacentes. Et MiFID II, avant le 2ème level de la SFDR mais aussi avant que la Taxonomie ne soit finalisé risque de décourager les investisseurs finaux car on leur posera une question ouverte "Que voulez-vous" alors que le conseillers en gestions de portefeuille ne saura pas donner les produits que son investisseur désire. »

7) Vos clients rencontrent-ils des difficultés pour obtenir certains types de produits financiers ? Par exemple, la MiFID classe les produits financiers en 4 catégories.

- a. instrument financier non durable**
- b. instrument financier durable selon la Taxonomie européenne**
- c. instrument financier durable selon le SFDR**
- d. instrument financier durable dont le fabricant tient compte des principaux impacts négatifs sur les facteurs de durabilité.**

Est-il plus difficile pour vos clients d'obtenir des instruments financiers durables selon la Taxonomie européenne que des instruments financiers durables selon la SFDR ? Si oui, pourquoi ?

«Je dirais oui pour la Taxonomie, c'est beaucoup plus compliqué aujourd'hui pour plusieurs raisons. La première raison, c'est parce que le framework n'est pas encore complet. Il est très parcellaire. Donc forcément, dans un portefeuille diversifié on va avoir un pourcentage d'alignement à la Taxonomie qui est très faible. Deuxièmement, ce sont les données sous-jacentes, quand on met en place un système de vérification des éléments à la Taxonomie, la granularité des données pour vérifier le respect des techniques avec le screening criteria est énorme puisqu'il faut décomposer l'activité de la société par indicateurs. Et ça, c'est une information compliquée à obtenir. Et ensuite, pour chaque activité, il faut tenir compte des informations qui sont très précises et très granulaires. Informations qui n'existent pas aujourd'hui. Quand on regarde activité par activité, obtenir toutes ces informations pour calculer la contribution positive et le DNSH, montre qu'il y a plein de trous dans la raquette. Donc c'est pour ça qu'aujourd'hui, avoir des produits qui possèdent un niveau d'alignement par rapport à la Taxonomie au-delà de quelques pourcents est extrêmement extrêmement difficile.

Pour moi aligner par rapport à l'article 8 ou article 9, ça ne veut rien dire. Un des gros problèmes aujourd'hui sur la réglementation SFDR, c'est que ça a été mal compris et qu'on a fait article 8 ou article 9 une classification des produits. Alors que SFDR c'est juste de la transparence et c'est juste dire. "Voilà, j'ai un produit qui a une ambition environnementale ou sociale en art 8." "Voilà les indicateurs sur lesquels je dois donner des informations pour que tout investisseur ou intermédiaire puisse savoir de quoi il s'agit." (...) Je vais devoir en plus donner des indicateurs qui permettent de quantifier la contribution positive à un objectif de durabilité et SFDR donc c'est juste la transparence. Et je crois qu'aujourd'hui un des principaux risques de toutes ces réglementations, c'est que ça a été très mal compris par le marché même si la Commission fait ce qu'elle peut pour redresser la situation. Je pense que les journalistes ont aussi très mal communiqué sur le sujet et aussi le fait que tout le monde s'est emparé des débats, et cetera. SFDR c'est juste de la transparence. La classification des produits est MiFID uniquement.

Tout produit, qui à un moment donné indique dans ces documents de ventes aux investisseurs, qu'il a des caractéristiques environnementales et sociales, va devoir être transparent sur ce qu'il entend par là. (...) Le produit a donc des ambitions différentes selon la manière dont il fait son reporting. Si je suis article 8 pur, j'ai un objectif financier auquel j'applique certaines caractéristiques environnementales ou sociales(...). Si je suis un article neuf, j'ai un objectif de durabilité. Ça veut dire que j'ai pour objectif une contribution positive à un objectif environnemental ou social. Et là, je vais devoir donner plus d'informations sur comment je vais mesurer cet impact, de quantifier cette contribution positive. Et dans mes rapports annuels, je vais devoir quantifier cette contribution positive.»

8) La pression que cette nouvelle réglementation exercera sur les entreprises à la recherche de capitaux poussera certainement certaines d'entre elles à exagérer leurs performances ESG. Comment vos clients peuvent-ils se protéger pour s'assurer que les actifs de leurs clients ne sont pas exagérés ?

«Alors c'est tout l'enjeu de la fiabilité des données. Donc la première chose qu'on conseille à nos clients, c'est de vérifier si l'information est auditée ou pas. Généralement, ce n'est pas encore le cas. Et puis après c'est de croiser les informations, c'est de mettre en place des systèmes multi sources que ce soit, je dirais sur différents vendeurs de données de la société elle-même et de toute information qui peut être publiquement disponible, ainsi que plus de l'engagement avec la société en tant que tel. Donc quand je dis engagement, je parle de toutes les discussions à avoir avec la société et pour vérifier la qualité de l'information notamment. Et puis ensuite utiliser tout ce qui est outils digitaux, intelligence artificielle, machine learning pour constamment vérifier la qualité des informations reçues, que ce soit je dirais des tests, on va dire de qualité basiques comme la date, mais aussi des tests de régression, des tests de comparaison par rapport à des outliers. Donc tout ça doit être mis en place si on veut avoir une certaine fiabilité par rapport à ces ratios.

Il faut savoir qu'aujourd'hui beaucoup de data vendeurs donnent des informations, des indicateurs, mais ils n'ont pas de baguette magique donc ils font leur possible avec ce qu'ils peuvent et il faut vraiment comprendre d'où vient l'information, comment elle a été vérifiée et appliqué encore une couche de vérification.»

9) Comment pensez-vous que la MiFID peut contribuer à atténuer le risque de greenwashing?

«L'atténuation du risque du greenwashing vient avant tout de SFDR selon moi. Et MiFID II, maintenant contribue quand même quelque part à la diminution du greenwashing aussi parce que ça va mettre une responsabilité supplémentaire aux intermédiaires financiers qui jusqu'à présent, étaient les maillons faibles dans cette chaîne en termes de compétence et de savoir expliquer ce qu'ils vendaient aux investisseurs d'un point de vue ESG et sustainable finance. Par conséquent, ça va les forcer à vraiment comprendre ce qu'ils vendent d'un point de vue ESG et sustainable finance.

Maintenant, je dirais que le risque de greenwashing que je vois et qui me met mal à l'aise aujourd'hui, c'est le lien que font certains entre activités durables et les ODD. Parce que pour moi, ODD c'est un framework, qui a été créé pour des objectifs politiques, pas pour des sociétés à finalité avant tout commerciales que sont les sociétés cotées. Et ce que je vois aujourd'hui, c'est que certains advertisers et data baser vendent des grilles d'analyse basées sur les ODD simplement parce que la société est dans le domaine alimentaire, quelque soit la qualité de ses produits, elle contribue à aliéner la faim dans le monde parce qu'elle vend des barres chocolatées, et donc c'est un investissement durable, parce que ça a un impact positif sur la faim dans le monde. Ca c'est extrêmement risqué. Et le risque aujourd'hui de nouveau par manque de framework, c'est que tout le monde s'engouffre sur ces approches ODD, qui sont généralement peu adaptées aux grandes sociétés cotées dont l'objectif est avant tout financier pour déterminer des pourcentages d'activité durable qui n'en sont pas vraiment.»

10) Cette mesure est susceptible d'être conçue pour lutter contre le risque d'écoblanchiment. Comment pouvez-vous aider vos clients à se conformer pleinement à leur processus de diligence raisonnable et d'approbation des produits ?

«La façon dont on les aide à reprendre la base, c'est vraiment cette compréhension des trois catégories par rapport aux attentes d'un investisseur et donc la transcription de la Taxonomie et SFDR qui aille dans l'approche d'investissement classique ESG. Et avant de cerner quel est l'objet au-delà des termes techniques et réglementaires, cerner quelle est l'ambition d'un investisseur.

Si c'est une ambition financière, tout en choisissant les sociétés qui ont un impact le moins négatif possible, ce sont des considérations PAI. Et si c'est un objectif de durabilité, c'est soit 7A soit 7B soit une combinaison des deux, selon que le produit est dans un objectif environnemental ou qu'il est dans un objectif social. (...) Pour la Taxonomie, c'est encore plus compliqué hors Europe qu'en Europe, puisque les sociétés hors Europe donnent encore moins de données. De plus, il faut savoir que la Taxonomie est un sous ensemble dans l'article 2.17 de SFDR et donc elle évolue dans le temps au fur et à mesure que la Taxonomie se développe et que les sociétés commencent à rapporter de plus en plus de pourcentages alignement à la Taxonomie.»

11) A votre avis, quelles sont les forces et les faiblesses de la réglementation ?

«Pour moi, les forces c'est que ça couvre toute la chaîne: la Taxonomie, c'est le framework, SFDR c'est la disclosure, MiFID c'est les interactions avec les investisseurs, et enfin CSRD pour obtenir des informations, tout ça dans un ensemble c'est vraiment une réglementation qui est absolument nécessaire. C'est une réglementation aussi qui conforte l'Europe en tant que leader au niveau mondial, au niveau de tout ce qui est ESG et de durabilité.

Les faiblesses, c'est l'implémentation chaotique. On a mis la charrue avant les bœufs sur un certain nombre de sujets et qui vont engendrer des frictions pour les quelques années à venir. De plus, je dirais que sa complexité aussi est peut être une faiblesse et que certains points ont été très mal compris dont notamment cette classification article 8 et 9 alors que la vraie classification des produits c'est MiFID.»

12) Si vous étiez à l'initiative de cette réglementation et que vous pouviez changer certains de ses aspects dans son ensemble mais aussi afin qu'elle empêche certaines entreprises de faire du greenwashing, que feriez- vous ?

«Moi, j'aurai changé le timing. J'aurais mis CSRD en premier ensuite SFDR , mais uniquement lorsque la Taxonomie aurait été plus avancée et puis seulement MiFID. Et j'aurais travaillé sur l'aspect environnemental et social de la Taxonomie en même temps.»

Appendix 3 - Interview with Julien Renkin

1) Lorsque la nouvelle réglementation MiFID II a été publiée en août 2021, comment vos clients ont-ils réagi ? Quels sont les principaux conseils que vous leur avez donnés pour se conformer à la réglementation ?

«Nous n'avions pas de clients à ce moment-là. En Septembre 2021, Sopiad commençait à commercialiser son produit sans la partie ESG auprès des acteurs du marché.

Mais je sais que la première réaction des acteurs du marché était qu'il était sûr que la réglementation allait être reportée. Cela signifie que lorsque MiFID s'est avéré sortir réellement en août, tout le monde a été étonné car personne ne pensait que l'agenda serait maintenu. Les raisons de cela sont : (1) 1 an d'implémentation est trop court pour que les institutions financières se mettent à jour. (2) Le Timing de la séquence de cette réglementation n'est pas le bon. En effet, le niveau de SFDR n'arrivera qu'en janvier 2023. Cela signifie qu'on demande au CGP de prendre en compte certaines informations avec MiFID qui ne pourrait être prise qu'en 2023 et donc ils doivent tenir compte de quelque chose qui n'existe pas encore sur le marché.

SAfir, le produit de Sopiad a évolué avec MiFID. En effet, avant MiFID, l'industrie proposait des produits à des clients sous une approche de profiling. Mais à présent, avec MiFID, Safir prend tout son sens. Grâce à la granularité qui va arriver sur les préférences durables, c'est passé d'un monde où l'on se base sur des profils à un monde basé sur les préférences individuelles et la solution Safir de Sopiad sert exactement à cela.»

2) Comment voyez-vous le niveau de préparation de vos clients pour se conformer à MiFID II ESG ?

«Au niveau de la préparation moyenne, je pense que tout le monde est au courant, mais par rapport à la deadline du 02 août, très peu de gens sont prêts. Je pense qu'il y aura beaucoup de learning by doing et que le niveau de préparation est assez faible. A partir du 2 août, tout nouveau client qui va arriver chez les asset manager doit être profilé et on doit connaître ses préférences en matière de durabilité. On doit s'assurer dès le 2 août que la proposition commerciale qui est faite respecte ça.»

3) Si certains d'entre eux ne semblent pas préparés, comment pensez-vous qu'ils seront affectés par la non-conformité au règlement ? Quels problèmes pourraient-ils rencontrer à cause de cela ?

«Il n'y aura probablement pas de sanction pour les personnes qui ne l'appliquent pas correctement. Je pense que les régulateurs sont bien conscients que l'agenda est trop court et pas forcément dans le bon sens. Donc même si les régulateurs ont maintenu la date, je pense que pour le moment, ils seront quand même assez cool.

Mais c'est là que je précise toujours aux clients quand je les rencontre que ne pas avoir de sanctions en 2022 ne protège pas contre la possibilité de recevoir des sanctions en 2023 pour 2022. Mon avis, c'est qu'il n'y aura pas de sanction en 2022. Par contre, en 2023, il faudra prouver que ce que les entreprises ont fait en 2022 était correct. Ça, c'est mon interprétation personnelle et je pense qu'elle est assez correcte. Ce qui veut dire qu'il faut quand même, mettre en place certaines choses pour être en règle.»

4) Pensez-vous que la MiFID II permettra au marché financier de compter davantage d'actifs de fonds ESG ? Et pensez-vous que cette réglementation aura plus d'effet sur le marché que la taxonomie au niveau de la quantité d'actifs durable ?

«Alors, sur la question, est ce qu'il y aura plus de produits ? Je ne pense pas. Je pense que les asset managers qui proposent, qui construisent et qui possèdent les fonds d'investissement, ont déjà bien conscience du fait que la demande est là. Ils n'ont pas besoin de la réglementation MiFID II pour savoir que c'est une attente forte du marché et par conséquent ils ont lancé des produits. Mais pour moi, ce n'est pas MiFID II qui va déterminer s'il va y avoir plus de produits. Je pense qu'il y aura plus de produits ESG plutôt grâce à la SFDR qui oblige finalement les asset managers à catégoriser leurs fonds "impact

durable" ou "sans impact durable", donc les fameux article 6, 8 et 9. Ensuite, sur la question des flux d'AUM, je pense que MiFID II aura un grand impact puisque ça on sait que l'intérêt est là.

Par contre, pas mal sont confrontés à d'énormes choix d'investissements et beaucoup de produits disponibles sont très complexes. Ce qui fait que même si les investisseurs ont accès à toute l'information, ça ne sera pas positif car ce sera trop d'information pour eux. Et finalement, l'ESG c'est quoi ? Ça vient rajouter un layer et une couche d'information supplémentaire très très complexe sur quelque chose que les investisseurs trouvent déjà trop complexe et trop volumineux. Donc c'est là que nous, Sopiad, on vient pour faciliter ça avec notre diagnostic personnalisé. Mais je pense que justement, le fait que MiFID II force la collecte de l'information durable va de facto faire en sorte qu'il y aura plus d'investissements qui vont être faits dans ce produit mais par contre il n'y aura pas forcément plus de produits.

Donc est-ce que ça va aider les investissements durables, oui! Via plus de produits ? Je ne sais pas, mais en boostant les produits existants, ça je pense que oui.»

5) Selon vous, quels problèmes pourraient apparaître avec cette nouvelle loi du point de vue :

a. Des investisseurs :

b. Des institutions financières :

«Du point de vue des investisseurs: Je pense qu'effectivement pour les investisseurs peut être qu'il y aura une certaine frustration. Dans le sens où l'on va leur demander leur avis (...) et nous n'aurons peut-être pas ce qu'ils demandent parce que ça n'existe pas encore. Donc effectivement, je pense que ça c'est un peu le risque et la crainte que l'industrie partage à l'heure actuelle. Dans le sens où les investisseurs vont avoir des attentes qui ne seront pas réalisables pour le moment. Donc je pense que c'est ça le risque et donc de ce fait, se dire que l'investisseur va peut être percevoir cela négativement en se disant "on m'a fait croire que .. mais en fait les produits ne sont pas là" et va certainement mal réagir par rapport à ça. C'est le problème pour une transition qui se produit sur le long terme car il est difficile de voir un succès du jour au lendemain. Un second problème pour les investisseurs est aussi la compréhension de ce que ça veut dire "la durabilité".

Le problème principal, selon moi, c'est d'expliquer ce que sont les critères ESG, dans notre entreprise d'ailleurs on appelle cela "ESG literacy". Sopiad forme les conseillers afin qu'ils puissent expliquer correctement aux clients ce qu'est la durabilité. En effet, c'est un problème majeur ce genre d'explication car si une personne x décide de demander à plusieurs personnes au hasard ce qu'est la durabilité, il aura des définitions totalement différentes.

Comme je l'ai dit tout à l'heure, il y a beaucoup de données disponibles, alors que l'information est déjà jugée trop volumineuse et trop complexe et on va venir rajouter, en plus de ce qui existe déjà, quelque chose de très très complexe. Cela risque de créer une période un peu compliquée en termes de compréhension et cela risque de faire que les clients se sentent un peu perdus.

(...) Pour les institutions financières, c'est pareil. Ils doivent s'assurer que leurs conseillers expliquent bien à leurs clients ce qu'est justement la durabilité mais aussi ce qu'est l'investissement durable. Le deuxième problème pour les entreprises, c'est de collecter cette référence durable. Aujourd'hui, quand on parle de données ESG, tout le monde pense aux produits. Ce qui est normal, ça a commencé par là.

En effet, la SFDR et la Taxonomie, c'est "comprendre à quel point un produit est" et "quel est son niveau de durabilité". C'est une catégorie d'information qui n'est pas très mature sur le produit. À partir d'août, on va créer une deuxième catégorie d'information ESG nommée 'les données clients'. Donc ce n'est pas que ce n'est pas mature, c'est juste que ça n'existe pas! Cela va exister seulement dans quinze jours! Donc on va avoir différentes typologies de critère "ESG" une nouvelle, une plus mature, et une toute nouvelle. Et après, on leur demande dès le 03 août d'essayer de les faire matcher pour s'assurer qu'elles se rencontrent. Et donc, une grande difficulté pour le secteur financier, c'est de continuer à améliorer la partie produit tout en créant une toute nouvelle catégorie de données ESG, celles relatives aux clients, bien la comprendre, bien l'expliquer et s'assurer que les deux se

rencontrent en ce qui concerne l'investissement. Et c'est là que la solution de Sopiad est très utile, par exemple.»

- 6) Que pensez-vous de l'ajout de nouvelles réglementations vertes telles que le SFDR et la Taxonomie européenne ? Voyez-vous des contraintes émerger de ces nouvelles réglementations compte tenu de leurs nouveautés et de leurs potentielles lacunes ? Si oui, dans la mesure où MiFID II s'appuie sur ces réglementations, comment pensez-vous que cela affecte son efficacité ? Voyez-vous des effets collatéraux contraires à ce que la réglementation tente de mettre en place**

(par exemple, Taxonomy n'a publié le premier acte délégué qu'en janvier 2022 et SFDR n'a publié le premier niveau de réglementation qu'en mars 2022).

«Pour les contraintes je dirais qu'il y en a beaucoup. Mais elles sont différentes selon la réglementation. Une contrainte serait, par exemple, toutes les choses qu'il faut mettre en place pour récupérer l'information, pour la traiter et pour la mettre à disposition. Je pense qu'effectivement un des problèmes, c'est l'ordonnancement de la réglementation. (...) Il y aura un avant et un après. Je pense que janvier 2023 va apporter pas mal de clarifications.

La Taxonomie est là, mais seulement pour quelques composants et donc ce n'est pas encore assez complet. (...) Les contraintes sont multiples, mais elles sont assez opérationnelles en termes de gestion du changement. Il ne faut pas minimiser l'impact de la gestion du changement pour les acteurs. Je parlais de plan de formation, c'est à tout niveau. Même au niveau d'un board d'une banque privée, il faut former les gens et expliquer pourquoi la banque va dépenser une certaine quantité d'argent pour se mettre à jour et pour changer sa manière de fonctionner et de gérer ses investissements. Donc c'est une gestion du changement qu'il faut faire à tous les étages. Management, Board level et conseillers. Pour moi, le plus grand impact c'est celui-là. (...) C'est surtout l'humain qui est compliqué à faire changer.»

«Comme c'est déclaratif et collatéral, le seul risque que je vois se trouve sur SFDR, car c'est pour cette réglementation le côté déclaratif. Par exemple, moi j'ai une gamme de produits bien identifiés, j'indique donc qu'un produit est article 6; qu'un autre est article 8 à 30 % et que le dernier est article 9 à 50 %... Aujourd'hui il n'y a pas trop de contrôle sur ça. Donc ici, le risque de greenwashing ou plutôt le risque de tromper l'investisseur est grand. Si on reprend l'exemple DWS en Allemagne qui a récolté des amendes énormes sur ce paramètre-là, très précisément de tromperie des investisseurs. Vous avez communiqué que votre produit était comme ceci mais.. il y a eu des plaintes et il y a eu une vérification du régulateur. Le régulateur dit "non, ça ne va pas". Pour moi, le risque principal c'est celui-là. Maintenant, les amendes très élevées sont comme toutes les amendes publiquement communiquées et je pense que c'était nécessaire pour justement remettre un peu tout le monde face à ses responsabilités.

Aujourd'hui, on a des acteurs qui ont catégorisé leurs fonds dans l'article huit alors que très clairement, ils sont plus vert foncé que vert. Et à l'inverse des acteurs qui sont catégorisés par l'article neuf. Alors que honnêtement, pas tant que ça, ils devraient être un article 8. Donc aujourd'hui, il n'y a pas vraiment de règle (...) SFDR est un peu vague sur le sujet. C'est pour ça qu'il faut absolument le niveau 2 de SFDR pour mieux arriver à gérer cette réglementation.»

- 7) Vos clients rencontrent-ils des difficultés pour obtenir certains types de produits financiers ? Par exemple, la MiFID classe les produits financiers en 4 catégories.**

- a. instrument financier non durable
- b. instrument financier durable selon la Taxonomie européenne
- c. instrument financier durable selon le SFDR
- d. instrument financier durable dont le fabricant tient compte des principaux impacts négatifs sur les facteurs de durabilité.

Est-il plus difficile pour vos clients d'obtenir des instruments financiers durables selon la Taxonomie européenne que des instruments financiers durables selon la SFDR ? Si oui, pourquoi ?

«Les plus simple fonds à retrouver sur le marché sont ceux qui prennent en compte les PAI. C'est pour ça que l'approche privilégiée de la plupart des acteurs aujourd'hui est celle des PAI car elle est simple à mettre en place. On prend les PAI en compte de manière binaire donc, par exemple, on va se demander si le produit prend en compte une certaine externalité ou pas et c'est tout (...) Depuis le mois de juin de cette année-ci en fait le template EET existe. Donc, par le passé, un Groupement qui s'appelle FinDatex, qui regroupe des products manufacturer pour les asset managers; des products distributeurs des banques. En disant la réglementation vous demande de faire ceci, vous devez vous échanger de l'information, donc mettons autour de la table des assets managers, des banques, des assureurs. Mettons-nous d'accord sur comment échanger les informations concrètement. Ils l'ont fait pour MiFID dans le passé, avec un template EMT (European MiFID Template) . Ils l'ont fait par le passé avec un autre template EPT qui était pour les assurances et ils viennent de le faire pour la partie ESG avec EET (European ESG Template). Le problème c'est que ce template est composé de 600 champs et que pour l'instant il y en a que 40 qui sont remplis. Donc effectivement, nous sommes est en train de discuter avec une banque qui ne veut s'appuyer que sur les EET pour pouvoir faire justement son contrôle ESG et son adéquation entre investisseurs et produits. Mais il y a trop peu de données remplies pour pouvoir être en mesure de bien faire ça. Et pourtant ça couvre les aspects taxonomiques, PAI et SFDR. Donc, je pense que les asset managers aujourd'hui donnent le minimum d'information pour pouvoir faire ça. Alors "Est ce qu'elles ont des problèmes ?" -> Oui, c'est ça d'ailleurs l'intérêt des fournisseurs ESG. Justement, ça fait beaucoup pour essayer de fournir l'information que l'Asset Management lui-même a du mal à faire.

Il n'y a pas de produits ABC. Pour moi, ABC c'est la manière de déterminer le niveau de durabilité d'un produit. D ce sont les produits non durables. Pour moi, il y a non-durable et durable. Ensuite, il y a un éventail de durabilité, mais je pense que ce n'est pas correct de dire des produits A, B et C. Il y a des produits non durables et il y a des produits durables dont on essaye de mesurer la durabilité avec trois facteurs qui sont PAI , Taxonomie et SFDR.

(..) Aujourd'hui, nous, chez Sopiad, on a pris le pari de ne pas utiliser la classification de la SFDR parce que pour nous, il y a des produits qui sont plus vert que d'autres alors qu' ils sont classifiés 8 et non 9. Donc chez nous, on ne tient pas compte de la classification du tout. On regarde vraiment le contenu au niveau taxonomique et au niveau pourcentage parce que tu peux avoir un pourcentage plus élevé en classification 8 qu'en classification 9, et pour nous c'est pas très logique.

Au niveau SFDR, SFDR te dit "Ok, classe ton produit et dit jusqu'à quelle proportion minimum pour ton portefeuille, tu t'engages à ce qu'il soit classifié huit ou neuf? " Mais tu peux avoir des art 8 de 95 % et des articles 9 à 10 %. C'est pour cela que nous on ne tient pas compte de la classification. En fait, nous pensons que ce n'est pas pertinent parce que c'est déclaratif et finalement ça n'apporte rien. Donc je pense que s'il faut classier pour moi, c'est soit art 6 - non durable; soit durable. Et après, je pense qu'il n'y a pas de classification mais bien un éventail infini de possibilités.

MiFID dit qu'il y a trois manières de déterminer les préférences de l'investisseur, donc trois combinaisons qui sont A et/ou B et/ou C. Et effectivement, sur base de ça, tu dois savoir essayer d'évaluer si le produit rencontre le besoin ou pas. Je ne pense pas que MiFID dise "si ton client demande ceci il faut un article neuf." Pas du tout! Ou alors on a pas compris, mais honnêtement on en parle beaucoup et je ne pense pas que ce soit le cas. (...) Je pense que c'est plus du marketing qu'autre chose. Aujourd'hui, on discute avec quelqu'un qui ne met que des articles neufs dans son portefeuille parce que tout le monde fait ce raccourci, en disant l'article neuf c'est mieux que l'article 8 car c'est plus green. Dans la théorie, c'est vrai. Mais on sait que dans la pratique ce n'est pas le cas. Donc c'est plus un discours facile de compréhension qu'une réalité de terrain. Là je peux te faire un portefeuille d'articles 8 qui sera plus green que ton portefeuille avec uniquement des articles 9.

La différence entre l'article huit et l'article neuf, c'est que dans ton investissement article huit, tu tiens compte de la durabilité, mais ton objectif ce n'est pas la durabilité. Tandis que article 9, l'objectif de

ton investissement, c'est la durabilité. Par conséquent, c'est dans l'intention que se trouve la différence. Et l'article 6, c'est lorsque tu n'en tiens pas du tout compte.»

8) La pression que cette nouvelle réglementation exercera sur les entreprises à la recherche de capitaux poussera certainement certaines d'entre elles à exagérer leurs performances ESG. Comment vos clients peuvent-ils se protéger pour s'assurer que les actifs de leurs clients ne sont pas exagérés ?

«Comme je l'ai dit aujourd'hui, c'est déclaratif de la part des assets managers. Donc la seule manière de se protéger contre ça, c'est d'avoir une tierce partie qui vient vérifier ce qui est mentionné. Par exemple, la tierce partie pourrait être soit un fournisseur de ESG qui vient donner un score ESG, soit un auditeur mandaté pour vérifier ça, soit un régulateur qui viendrait contrôler. La seule façon de se protéger, c'est de vérifier la véracité de ce qui est dit. Et ça demande pas mal de moyens effectivement (...).

Le contrôle par une tierce personne n'est actuellement pas obligatoire, mais je pense que ça va sûrement le devenir bientôt. On va aller vers une obligation de reporting. D'ailleurs je me pose souvent la question de qui est chargé dans une autre entreprise de faire ce reporting? Quand on y réfléchit dans n'importe quel type de société, aujourd'hui, les acteurs qui ont l'habitude de fournir de l'information pour le compte des entreprises et de garantir ce reporting c'est souvent le département financier. On voit bien que c'est dans les départements financiers que la plupart du temps, la responsabilité de reporting ESG se trouve. Et on sait que ce sont ces départements qui sont les plus audités. Donc, je pense qu'on va suivre une logique dans laquelle bientôt on demandera un audit obligatoire sur les informations ESG. Effectivement, pour se protéger, la seule façon c'est de demander une sorte d'audit externe afin de vérifier la véracité de ces informations. C'est tout l'intérêt de l'histoire de l'ESG. Après, ils ont chacun des méthodes différentes et sont très axés risques. "Quel est l'impact de l'environnement sur l'entreprise ?". Quand on entend parler des article 8 et article 9, on parle surtout de l'impact de la double matérialité et de l'impact de l'entreprise sur l'environnement. Et ça, tous les fournisseurs de données ESG ne mesurent pas forcément cette double matérialité. Certains oui, d'autres non. Donc il faudra que les gens comprennent la différence entre les différents fournisseurs ESG. C'est pour ça que c'est un énorme chantier. Et donc il y a plusieurs moyens de sécuriser ce risque-là, par exemple, l'audit externe, ou encore de bons outils d'analyse de données qui mesure les bonnes choses en récupérant des informations brutes des actifs du fond, et en vérifiant en retour que c'est actuellement la même chose.»

9) Comment pensez-vous que la MiFID peut contribuer à atténuer le risque de greenwashing?

«On parlait des deux typologies d'informations de données ESG: produit et client. Je pense que la manière dont on peut minimiser le greenwashing, c'est justement de faire remonter auprès des assets manager les attentes des investisseurs. En effet, on a l'habitude de dire du côté des assets managers qu'ils lancent des fonds à l'aveugle car eux ne connaissent pas leurs clients retail. Par conséquent, grâce à cette collecte d'information sur les profils clients, les asset managers pourront créer des fonds qui répondent vraiment à un besoin et cela fera que le produit qu'ils créeront aura plus de chance d'être vraiment un succès comme il a répondu à une demande. Cela permettra donc de réduire le risque de greenwashing. (...)

10) Cette mesure est susceptible d'être conçue pour lutter contre le risque d'écoblanchiment. Comment pouvez-vous aider vos clients à se conformer pleinement à leur processus de diligence raisonnable et d'approbation des produits ?

«Honnêtement je ne sais pas si MiFID a été mis en place pour lutter contre le greenwashing. Je pense que MiFID II a été mis en place pour supporter le Green Deal européen. C'est -à-dire de faire en sorte que les capitaux privés soient alloués à des projets durables.

Pour ta question, je reviens au produit Safir et ses 3 modules chez Sopiad, donc aider au profiling en respectant la réglementation A et/ou B et/ou C et on possède un questionnaire qui fait exactement cela. On a un module de diagnostic personnalisé qu'on peut aussi limiter sur la partie ESG et ensuite

ce fameux module de monitoring qui vérifie que les promesses faites à l'investisseur sont maintenues dans le temps et qui permet de tenir dans le temps ce que veut réellement l'investisseur au temps X grâce à la documentation.»

11) A votre avis, quelles sont les forces et les faiblesses de la réglementation ?

«La faiblesse c'est le timing. Encore une fois, la séquence au niveau de SFDR n'a pas de sens. Et une seconde faiblesse, c'est que les choses n'ont pas été faites dans le bon ordre, il y a plein de zones d'ombre et la ESMA ne répond pas à toutes les questions posées lors de son Q&A.

Pour la force, je dirais que cela incite les conseillers de gestion en portefeuille à personnaliser leurs conseils par rapport à la personne qui est devant eux. Elle est plus centrée clients »

12) Si vous étiez à l'initiative de cette réglementation et que vous pouviez changer certains de ses aspects dans son ensemble mais aussi afin qu'elle empêche certaines entreprises de faire du greenwashing, que feriez- vous ?

«Je pense que j'aurai mis en place plus de garde-fous sur la partie SFDR. De plus, j'aurais obligé les entreprises à auditer leur rapport extra-financier donc qu'il y ait une obligation d'un reporting d'une tierce partie.»

Appendix 4 - Interview with Jean-Benoit Gambet

1) Lorsque la nouvelle réglementation MiFID II a été publiée en août 2021, comment vos clients ont-ils réagi ? Quels sont les principaux conseils que vous leur avez donnés pour se conformer à la réglementation ?

«En fait, sur ce plan-là, personne ne s'intéresse à cette réglementation pour le moment pour dire la vérité et être transparent. Il y a eu tellement de réglementations qui sont tombées en même temps avec des dates limites qui étaient très serrées, que comme celle-là est celle qui est arrivée en dernier, il y a beaucoup de personnes qui se sont dit 'On verra plus tard'. Donc aujourd'hui, il y a deux façons de voir la chose. D'une part, il y a les grosses banques qui sont obligées à tout moment de se conformer à toutes les nouvelles réglementations. Par conséquent, en ce qui les concernent, elles ont mis en place cette réglementation en n'en parlant que très peu en interne. C'est à dire que si quelqu'un va voir un de leurs conseillers financiers et qu'il lui parle de cette réglementation, il y en a beaucoup qui ne connaissent pas du tout le sujet et qui ne sont pas non plus au courant de ce que la banque a mis en place ou en tout cas mettra en place pour le mois d'août. D'autres part il y a les petites sociétés de gestion de moins de 50 personnes qui ne vont rien faire et qui vont attendre d'avoir plus d'information afin de la mettre correctement en application parce qu'aujourd'hui cette loi n'est pas comprise et que personne ne comprend vraiment bien comment on la met en place.»

2) Comment voyez-vous le niveau de préparation de vos clients pour se conformer à MiFID II ESG ?

«Les sociétés qui prennent vraiment l'impact climatique en compte, donc tous les conseillers financiers qui se disent conseillers financiers durables, eux la prennent en compte et l'ont mis en place. Mais cette catégorie de sociétés ne représente qu'une petite partie du marché français. Les chambres professionnelles et les sociétés de gestion en patrimoine qui doivent aider à mettre en place toutes ces réglementations nous ont appelé afin qu'on aide leur adhérent à comprendre et puis ensuite il y a les banques qui ont potentiellement besoin d'aide pour mettre en place le questionnaire et vérifier que les questions soient bonnes. Mais, cela reste assez limité face à l'univers total de la finance. Il reste assez peu de personnes qui ont vraiment pris en compte MiFID.

Mais pour une réglementation nouvelle comme celle-là, ce n'est pas surprenant que personne ne sache vraiment comment la mettre en place et que les sociétés attendent un petit peu avant de la mettre en place. Ils se disent "bon j'attends encore 6 mois, j'attends ce que font les autres et puis ensuite, je verrai".»

3) Si certains d'entre eux ne semblent pas préparés, comment pensez-vous qu'ils seront affectés par la non-conformité au règlement ? Quels problèmes pourraient-ils rencontrer à cause de cela ?

«Comme les banques ont mis en place la réglementation, elles ne sont pas censées avoir de sanctions. Maintenant, ce n'est pas parce qu'elles l'ont mis en place, qu'elles vont communiquer dessus. Le fait est que tout le monde est à la ramasse. Personne n'a réellement compris la réglementation car elle est complexe et qu'elle prend du temps avant de se faire approprié.

Une analogie de cela serait par exemple: Dans le cadre de toilettes publiques, il y a des femmes de ménage qui doivent passer afin de les laver et chaque fois qu'une femme de ménage passe faire sa tournée dans les toilettes, celle-ci devra signer l'affichage écrite à l'entrée afin de montrer qu'elle est bien passée. Dans la même pensée, les banques mettront ce même affichage à l'aide de leur questionnaire mais elles ne préviennent pas les femmes de ménage, qu'elles doivent signer à chaque fois qu'elles y passent. Donc ici, les conseillers ne seront pas prévenu par la banque et donc ne seront pas demandés de parler des préférences de durabilité à leur client.

Donc même si dans le nouveau questionnaire il y a la question "Que pensez-vous de la durabilité?". Et il est vrai que tous les conseillers financiers des grosses banques possèdent un questionnaire automatique à faire en ligne. Mais ce n'est pas parce que les conseillers vont voir cette nouvelle question et aussi la qu'ils sauront pourquoi ils posent cette question. Donc, on leur a intégré la question

de durabilité dans leur nouveau questionnaire pour respecter la réglementation mais peu savent pourquoi ils ont cette nouvelle norme à suivre. Ils ne savent pas ce qu'est un fond art 8 ou un fond art 9 ainsi que ce qu'est réellement la durabilité. Pour ma part, je pense sincèrement que la réglementation, en tout cas en France, va être reportée. En effet, chez nous, ils ont dit qu'ils allaient la décaler à janvier 2023 donc finalement les entreprises auront jusqu'à janvier pour se mettre en règle. Le problème de la réglementation est qu'elle dit que d'un côté tu dois créer des fonds bleu vert et jaune mais de l'autre côté on dit d'investir dans les fonds carrés, les fonds ronds et les fonds triangles. Donc il n'y a pas de match entre la demande qu'on risque d'avoir et ce qu'il y a sur le marché.»

4) Pensez-vous que la MiFID II permettra au marché financier de compter davantage d'actifs de fonds ESG ? Et pensez-vous que cette réglementation aura plus d'effet sur le marché que la Taxonomie au niveau de la quantité d'actifs durable ?

«C'est très compliqué d'avoir des fonds qui prennent en compte les critères ESG car les fonds article 9 peuvent avoir un alignement à la Taxonomie de 0 par exemple ou bien de 50%. Car ils ont un objectif de parité homme/femme, mais cet objectif n'a rien à voir avec le changement climatique et donc n'est pas compris dans la Taxonomie environnementale. Donc je ne saurais pas vraiment répondre à ta question. »

5) Selon vous, quels problèmes pourraient apparaître avec cette nouvelle loi du point de vue :

a. Des investisseurs :

b. Des institutions financières :

«Le vrai problème c'est que cette loi démoralise les CGP qui voudraient bien faire mais qui se rendent compte que cette loi a une complexité trop importante. Il y a en donc certains qui préfèrent ne rien faire plutôt que de faire car c'est trop difficile à mettre en place. Alors que ça part d'une belle démarche de prendre en compte la durabilité. Le problème c'est que ça a été écrit avec trop de complexité et au final ça démoralise tout le monde.

De plus, ça rajoute de grosses contraintes opérationnelles et juridiques sur les conseillers financiers qui doivent finalement faire de l'administratif et donc c'est contre-productif.

Par conséquent, dans l'ensemble, ça démoralise, les gens investisseurs et CGP, de bien vouloir mettre en place la réglementation car elle est tellement compliquée qu'ils vont essayer de ne pas la comprendre et de ne pas s'y intéresser. Finalement, la réglementation aurait été une bonne opportunité afin que tout le monde se pose vraiment la question de "Est-ce que les investissements que je fais sont durables?", "Est-ce qu'on va dans le bon sens et qu'on est pas en train de détruire la planète?", etc. Alors que là on fait tellement compliqué et on est tellement rentrer dans les détails que finalement ça a un effet contraire et les gens ne comprennent plus rien et se démoralisent à cause de cela. »

6) Que pensez-vous de l'ajout de nouvelles réglementations vertes telles que le SFDR et la Taxonomie européenne ? Voyez-vous des contraintes émerger de ces nouvelles réglementations compte tenu de leurs nouveautés et de leurs potentielles lacunes ? Si oui, dans la mesure où MiFID II s'appuie sur ces réglementations, comment pensez-vous que cela affecte son efficacité ? Voyez-vous des effets collatéraux contraires à ce que la réglementation tente de mettre en place

(par exemple, Taxonomy n'a publié le premier acte délégué qu'en janvier 2022 et SFDR n'a publié le premier niveau de réglementation qu'en mars 2022).

«Moi je trouve ça très bien. Le seul truc c'est que c'est la SFDR c'est vraiment obliger les institutions financières à publier des informations extra-financières. Et la Taxonomie permet, elle, de déterminer ce qui est pour la transition énergétique de ce qui ne l'est pas. Et là encore, il peut y avoir encore plein de débat sur le fait que ça va vraiment dans ce sens ou pas. Est-ce que vraiment on va dans le bon sens? Par exemple pour les voitures électriques. Il y en a plein qui disent que les voitures électriques sont une aberration parce que c'est très émetteur de gaz à effet de serre lors de la production des

batterie et donc ce n'est pas parce que tu achètes une voiture électrique que tu pollues moins la planète. Et donc moi je n'ai pas de réponse là-dessus chacun à ses opinions et chacun à ses valeurs. »

« Bien sûr, il y a des effets contraires parce que normalement l'idée c'était de définir ce qui est durable de ce qui ne l'est pas et finalement ça complexifie tout. Aujourd'hui c'est vraiment un sac de noeud. Donc ils auraient finalement dû faire quelque chose de plus cohérent pour chacune des réglementations. Les réglementations ont été écrites avec des personnes différentes, qui possèdent des façons de pensée différentes et donc du coup il y a un manque de fil conducteur. Aujourd'hui on a 3 définitions de la durabilité avec les 3 réglementations. MiFID donne sa définition de ce qui est durable mais aussi la Taxonomie et la SFDR. Donc ça diverge un peu dans tous les sens. Il y a bien sûr des convergences entre les réglementations mais ce n'est pas exactement la même chose. »

7) Vos clients rencontrent-ils des difficultés pour obtenir certains types de produits financiers ? Par exemple, la MiFID classe les produits financiers en 4 catégories

- a. instrument financier non durable
- b. instrument financier durable selon la Taxonomie européenne
- c. instrument financier durable selon le SFDR
- d. instrument financier durable dont le fabricant tient compte des principaux impacts négatifs sur les facteurs de durabilité.

Est-il plus difficile pour vos clients d'obtenir des instruments financiers durables selon la taxonomie européenne que des instruments financiers durables selon la SFDR ? Si oui, pourquoi ?

« Oui c'est difficile parce que par exemple pour le moment les sociétés de gestion ne communiquent pas du tout dessus. Il n'y a pas du tout d'information sur ce sujet. Il est donc plus facile d'avoir des fonds qui sont alignés à la SFDR. »

8) La pression que cette nouvelle réglementation exercera sur les entreprises à la recherche de capitaux poussera certainement certaines d'entre elles à exagérer leurs performances ESG. Comment vos clients peuvent-ils se protéger pour s'assurer que les actifs de leurs clients ne sont pas exagérés ?

« A ce niveau-là, je pense qu'il va y avoir des outils qui seront créés au fur et à mesure. A long terme, pour les grosses boîtes, je pense que ces comptes extra-financiers seront audités. Mais il est vrai que sans ces audits, tu ne peux pas être certain sur ce que tes clients consomment réellement en eau. Vu que ce n'est pas revu pour le moment par des auditeurs, il y en aura sûrement qui vont raconter n'importe quoi mais ça dépend de l'entreprise. Les grosses compagnies n'ont pas trop intérêt à mentir. »

9) Comment pensez-vous que la MiFID peut contribuer à atténuer le risque de greenwashing ?

« Je ne sais pas si ça peut vraiment contribuer à diminuer le greenwashing. Dans la réglementation c'est effectivement dit qu'on a pas le droit de faire de greenwashing mais je ne vois pas comment cela peut contribuer à diminuer le greenwashing. »

10) Cette mesure est susceptible d'être conçue pour lutter contre le risque d'écoblanchiment. Comment pouvez-vous aider vos clients à se conformer pleinement à leur processus de diligence raisonnable et d'approbation des produits ?

« On pose des due diligence à des corporates et lors de ce processus, on pose plein de questions à la société pour essayer de comprendre ce qu'elle fait, les déchets qu'elle génère, les externalités qu'elle engendre mais encore une fois on se base sur les données que nous donne la société. C'est-à-dire qu'on ne va pas aller vérifier les données. Donc si la société mentait, ben elle ment... Donc le jeu c'est qu'on suppose qu'elle nous dise la vérité. »

11) A votre avis, quelles sont les forces et les faiblesses de la réglementation ?

«Une force est que cela oblige vraiment tout le monde à prendre en compte les sujets de durabilité donc ça c'est vraiment bien parce que c'est le début. Tout le monde va commencer à en parler. Mais la faiblesse est que c'est trop compliqué. »

12) Si vous étiez à l'initiative de cette réglementation et que vous pouviez changer certains de ses aspects dans son ensemble mais aussi afin qu'elle empêche certaines entreprises de faire du greenwashing, que feriez-vous ?

«J'essayerais de vraiment mettre en place une chose à la fois. Par exemple, obligé tout le monde à faire un bilan carbone dans les 3 ans qui viennent et ensuite au bout de 3 ans, obliger tout le monde à communiquer sur la consommation d'eau et mettre tout en place pour que ça soit bien fait et qu'on mette des outils pour suivre le déroulement de cela et ainsi de suite. Donc j'essayerais vraiment d'aller par étape et pas d'implémenter des choses qui nous obligent à faire tout, tout de suite... parce que c'est trop compliqué. Le carbone finalement c'est le plus important donc autant s'attaquer tout de suite aux choses principales. »

Appendix 5 - Interview with Caterina Fuso

1) When the new MiFID II regulation was published in August 2021, how did your firm respond? Did you have to undergo any specific training in order to properly implement the new regulation 2021/1253 which is expected to go into effect in August?

«This does not apply to me because I joined the bank in January 2022 but a former colleague of mine in Deloitte who was dealing with the project at that time. »

«In December, 2021, we've started training all our front people. We've trained them on the application of new regulations, on our sustainability and missions and on the future updates of MiFID. Then we've done a second round of training, by the way, we also have a system based. So, a web-based learning for advisory, which includes MiFiD topic and MiFiD ESG requirements. And this has been a red line. So our RNs started to complete it in June and we set the deadline that they need to complete it before the regulatory deadline. And then in September we will do another session, an instructor-led training that I will deliver with an advisor to really try to listen to our front people. What are their concerns if they found any specific technical issue, if they want to have more clarification. So we really, really follow day by day, if our RNs are, you know, are comfortable with the process in place. »

2) How do you see the level of preparation of your company to comply with MiFID II ESG ?

«Bear in mind that, you know, ESMA is supposed to publish some guidelines on how to really develop this questionnaire in Q3, 2022. So this is a concern that all agents have, well, entities, et cetera, the regulatory deadline is in August and the clarifications will be published afterwards. And you can imagine entities such as Credit Suisse, but other banks, who have to be operationally ready by 2nd of August, which means there is a lot of work behind operational work, you know, to already bear in mind some months afterward things may change and have an impact.

3) If certain aspects of the regulation could not be implemented due to lack of time, how do you think your company will be affected by non-compliance with the regulation? What problems might you encounter as a result?

«Okay. Here, I will give you a general experience that's not related to my employer. So, this is a bit of an issue, especially in Luxembourg because our local regulator, the CSSF has not given specific guidance on the application of sustainable finance related topics, and this is my opinion, but I believe it would have been better or it would still be good to have a bit more of a local flavor. Let's say a local guidance on the applicability of the different regulations. Though we know that our regulator is very, very aware of the regulatory requirements. It is true that it has been said by the EU regulator, that there will be a bit of, let's say, a relaxed period. After they enter into application, though, in concrete terms, we don't know what to expect if there is anything not in line but this is an industry-based view.

So it could be a warning, it could be directly sanctioned, but as you can well understand in these fields, sustainable finance, and with the actors playing in this field, sometimes even a warning can have major effects due to reputation and consequences of this reputation.

But I would say I would expect a warning more than sanction. So just a warning that currently says "you're not a hundred percent compliant in this regard. Please do so, or please, you know, provide us with mitigation measures and a clear roadmap to compliance and be ready by February 2023. »

4) Do you think MiFID II will allow the financial market to have more ESG assets? And do you think that this regulation will have a greater effect on the market than the Taxonomy in terms of the quantity of sustainability assets?

«In my opinion, MiFID will not directly impact the increased availability of products because the requirements set are very strict and not easy to implement at all. So I expect market participants to adopt for the time being, a more conservative approach. And it is also in relation to Taxonomy and SFDR. It's better to have a product that maybe it's the most sustainable in the world, but since we do

not have yet indexes, KPIs, et cetera, to really measure all the points that Taxonomy and SFDR are prescribe to label a product as such, for example, an article nine fund, maybe, what industry players will do is "I'd rather have, you know, an article six product, which is not classified even though it's sustainable, just because I don't have two KPIs ready yet, that will allow me to categorize it that as, as article eight or nine." So, it's a bit of a double-edged sword at the moment because we are all very worried to be compliant and the more sustainable you go, the more checks you have from a regulatory perspective.

So sometimes it is better to take a step back behind the regulation, and then when we have more data available, more systems in place, more clarity on the requirements, then we can slowly start reclassifying our products as article eight, article nine, et cetera.

So no, so far I would say that it could potentially be the opposite that the products are there, your sustainable products are there, but industry players will not disclose them and categorize them and market them as so.

And for the taxonomy definitely. Because they are increasing day by day, the activities that have, specific set of KPIs and indicators you can measure on, but it's a work in progress that's the main issue of these regulations. They have different deadlines. There is not a perfect match between these different deadlines, the requirements that the regulations set the expectations of another regulation. So it's a bit of work in progress. And what you can do is really try to take it step by step and be very aware of what is prescribed by law.»

5) In your opinion, what problems could arise with this new law from the point of view of :

a. Investors:

b. Financial institutions:

«I can say that the questionnaires and the training have been designed specifically for this reason to really be sure that the bankers are very well aware of how to have a conversation about sustainability topics with the client. For example, from a CSR perspective, we have a lot of materials, which is publicly available on our strategy, on what is ESG, what are our investment, sustainability ambitions, et cetera. So of course, bankers have had a lot of topics to talk about and also MiFID knowledgeable to know about and these will be an extra one, but as long as they're properly trained, I don't see issues there.

The real issue is having in place a good system that matches client sustainability profiles with the offering, of course, so far in terms of offering, I expect many, many banks to be rather conservative. So the only issue I could see is that maybe in the first moment many market players will not be able to offer the clients many sustainable products in line with their sustainability preferences. So I see how potentially the investors will have to adapt their sustainability preferences as per regulation, more than in the future when we will have more products classified as sustainable.

The difficulties are on the regulator side, which did not really specify well how to implement this, "If I have a deviation from my client's sustainability profile?" "How do I inform the client and how do I record that ?" "And how do I change these sustainability preferences in order for the bank to be able to make advice ?" That's the tricky part, but yes, we could implement it. So yes, the issue for the investor with this regulation and the bad timing will be the possible frustration of not having what they ask when they have to say their sustainability preferences. »

6) What do you think about adding new green regulations such as the SFDR and the European Taxonomy? Do you see any constraints emerging from these new regulations given their novelty and potential shortcomings? If so, as MiFID II relies on these regulations, how do you think this will affect its effectiveness? Do you see any collateral effects contrary to what the regulation is trying to put in place?

(e.g., Taxonomy only released the first delegated act in January 2022 and SFDR only released the first level of regulation in March 2022)

«The only issue we have so far is the different speed at which the different regulations are running and MiFiD is very much dependent on Taxonomy and SFDR, especially if you think about the implementation of minimum proportions, set by MIFID. They rely heavily on SFDR and Taxonomy, even though they're not perfectly in line, because with Taxonomy alignment, we're fine. There are definitions. When they asked for the sustainable investment alignment we all had to do the exercise. What does it really mean in terms of SFDR classified products ?

And data has started to be available lately with the application of the EETs. So again, it's just a question of timing. Since SFDR level two will come into place in January, 2023, I would then postpone MIFID and really apply accordingly, as well as with the clarifications by ESMA.»

7) Does your company encounter difficulties in obtaining certain types of financial products? For example, MiFID classifies financial products into 4 categories.

- a. non-sustainable financial instrument
- b. sustainable financial instrument according to the European Taxonomy
- c. sustainable financial instrument according to the SFDR
- d. sustainable financial instrument whose manufacturer considers principal adverse impacts or PAI on sustainability factors.

Is it more difficult for your company to obtain sustainable financial instruments according to the European Taxonomy than sustainable financial instruments according to the SFDR? If so, why?

«I would say that the difficulties encountered are to understand what these three types of products entail. And to classify a product accordingly. The main issue is obtaining data. Because we all rely on the actual company meeting shares or having equity, and again, the data due to Taxonomy and SFDR is often not there yet. It is more a general lack of data availability issue.

From a general perspective, not Credit Suisse, any manufacturer, so anyone that produces a product will have to classify as article eight or article nine, and then the job of the bank is to be sure that what it offers the client is in line with the sustainability profile, the main differences. And the job of the bank is to really build these profiles in order for them to be measurable to a specific portfolio, project, or product, which is Taxonomy align or SFDR align. But this is quite a complex topic, I would say because of the meaning proportions, and again, the main issues that it's all there, the architecture to do. So it's all there, but if you don't have enough data to do that, and this is the issue on the market. Your job becomes more complex. Because if you have an architecture to match sustainability preferences to different product offerings, but then you don't have the input, the data, then you see that the whole solution becomes a bit more tricky to implement. Industry players need to be able to match client profiles with products. The issue is that we will not have yet many products to offer because of the lack of data, because we cannot offer something, that we're not sure whether it is really an article 8 product or article nine product. Sometimes the bank has its own product. And so it has to classify them. Sometimes it relies on third parties products which it buys as already classified normally. But again, the industry issue is the lack of data.»

8) The pressure that this new regulation will put on companies seeking capital will certainly cause some of them to exaggerate their ESG performance. How can you be sure that the assets you sell to your clients according to their sustainability preferences are not overstated?

«I'm not afraid of that because I think that we're also monitoring, especially players, and we're also aware of the risks we run. Because I mean this would be greenwashing to sell something that is not as sustainable as you are saying. And I'm sure that everyone has a solid classification system and controlling system and the EETs, they were published for this very reason. EET writing started in June. And as well as with SFDR lender, we will have new reporting requirements, so for pre contract disclosures and periodic disclosures they are very detailed in terms of information to be disclosed. So

I think that the regulator did a very good job. Because the metrics are there. And again, I see the risk of the opposite. So, companies underselling, and let's say being more conservative rather than really pushing to have super sustainable products yet.

So I think that so far, we will probably have less products classified as an article eight or article nine, then it'll be in the future when everybody will be more comfortable with the information, the systems, the reporting, et cetera. This will be the major goal to have a worldwide common ground. Because otherwise, the main constraint would be always reclassifying, reclassifying, reclassifying. And classifying a product is not an easy job. Especially retrieving information in Europe. The aim is that there is a common framework so you can classify your product according to common indicators. If this common ground disappears, then it means that you need to take a product and retrieve all the very, very basic information to reclassify them in the correct way, with the correct indicators.»

9) How do you think MiFID can help mitigate the risk of greenwashing?

«It's the way. I mean the whole system is placed by MiFID to profile the clients and then match the client profile with different clusters of products. And knowing that everything is transparent, you can, if you do something that is not in line with the regulation, you can retract it back! It is for me, really mitigating the risk of greenwashing. Therefore, keeping record of everything is a way to mitigate greenwashing, and so I would say the risk of greenwashing is mitigated by the regulation itself.»

10) This measure is likely to be designed to combat the risk of greenwashing.

How can you help your clients fully comply with their due diligence and product approval process?

«I don't know.»

11) In your opinion, what are the strengths and weaknesses of the regulations?

«Strength it's a very nice attempt toward sustainability, as a new sub-criteria to suitability. So you really push for sustainability considerations to be taken into account. And imagine every time you give advice to a client, the client will not only see the 3 criteria of sustainability, but will see sustainability every time. So, even the repetition and it really sets some good transparency criteria because, for MiFID, you need to disclose to a client, different documents, the statement on suitability client note and this kind of documents, there will be the appearance of sustainability there as well. So it's an increased transparency towards the client. Then, for me, a weakness of MiFID is first to give one size fit questionnaire. In my opinion, MiFID, on top of the requirements, should have said all financial advisors will need to publish a questionnaire with question one, question two, question three, question four, asking this, this and that. So clear and same questionnaire for every bank. And also, one for investors, so in this way, you could do something that SFDR is doing, which is increased comparability. So a client could have a clear understanding of what bank X can offer you, or another bank can offer you. And really having a common ground. And this what SFDR is doing with the leverage reporting, it'll be the same for everyone. So a client will really be able to compare.

Another weak point is the entry into application date, because it's not aligned with SFDR and Taxonomy. And also in my opinion, with three types of preferences, let's say, so Taxonomy alignment, somehow SFDR alignment, instead of being general, they should have detailed it more. With Taxonomy alignment, we're fine. But with SFDR alignment, they don't call it a SFDR alignment. They call it sustainable investment, or minimum proportion or something like that, which is a specific subcategory of SFDR classified products. If it's an articulate plus so "please be, more straight to the point and let's use all, you know, a common definition that we can apply throughout." Let's not make "Yeah, what is a sustainable investment. Then we have article nine, and then we have a Taxonomy alignment product". And as well, as for the client consideration, so the fact that they leave it up to the client to decide and thus, you are making the life of the bank difficult, you know, to set different criterias, which

do not really have further specifications. They should have been more detailed in that, in my opinion, and more aligned with the other regulations. »

12) If you were the initiator of this regulation and you could change some of its aspects as a whole but also to prevent some companies from greenwashing, what would you do?

«First I will give more clear guidelines, so how to collect sustainability preferences and how to define the minimum proportion and then I will also bear in mind that it is not just a process that you cannot develop in a short period so I would postponed the application in line with the regulations and also I will give a grace period for the application. So, I would say that “from now on it is a mandatory requirement but I give you another 6 months time to adjust the process if needed.” and not give the power to the local regulators to give sanctions whereas the requirements are not yet clear. Moreover, I would have given precise information on how to implement these new regulations. »

Appendix 6 - Interview with Charles Van Doorslaer

1) Lorsque la nouvelle réglementation MiFID II a été publiée en août 2021, comment votre entreprise a-t-elle réagi ? Avez-vous dû assister à des formations spécifiques afin de pouvoir mettre en œuvre correctement le nouveau règlement 2021/1253 qui devrait entrer en vigueur en août ?

«Les projets circulaient déjà avant la publication. Mais la mise en application dépend d'autres textes de niveaux 2 comme l'ESMA, EUROPA. Il n'y a pas de date unique à laquelle les banques ont su que MiFID sortait. Et c'était la Taxonomie qui était la préoccupation des banques. MiFID était perçu comme la réglementation qui allait prendre plus de temps avant d'être prise en considération.

Lien entre les 3 blocs.

C'est par la Taxonomie que tout a commencé.

Le défi c'est "Qu'est ce qu'on va raconter au client ?" Car il existe une différence entre ce qu'il y a sur le marché et ce que veut la société. En effet, il y aura un pourcentage élevé de client qui voudra des critères ESG dans son portefeuille ! C'est donc le gros problème entre la demande et l'offre car trop il y a peu de titres qui prennent l'ESG en compte. Pour moi, il y a un problème de complexité de la réglementation. En effet, il est déjà compliqué de comprendre ce qu'est la durabilité en interne donc comme il y a 3 définitions différentes, même le board a du mal à savoir ce qu'on doit vraiment prendre en compte et il nous est donc difficile de l'expliquer aux membres du personnel. Il sera donc d'autant plus difficile de faire comprendre la durabilité au client retail. »

«Pour New B, même si la réglementation ne nous touche pas directement car nous ne faisons pas de gestion discrétionnaire, nous avons donné 2 formations sur le sujet aux membres du personnel dans le but d'acquiescer une culture générale sur le sujet ESG.

Ceci dans une but de prévention, mais aussi car comme New B se veut être une banque différente des autres ayant pour valeur principale la durabilité, c'est aussi une recherche d'opportunité.

En effet, les banques comme NewB doivent trouver leur place dans un marché très saturé. Donc, NewB a tout intérêt à se préparer aux questions de ses clients et au fait que les autres banques vont tenter de donner les mêmes services ESG qu'elles.

En effet, depuis quelques années, les banques sont forcées de prendre en compte les risques climatiques. C'est pour cela que NewB doit être un bon exemple, afin de garder son éthique qui la fait se différencier des autres.

NewB est une banque jeune et très petite. Elle n'a donc pas non plus d'obligation d'implémenter la SFDR dans son système mais ce n'est pas pour autant qu'elle ne le fait pas. En effet, NewB doit le faire pour prouver aux autres banques qu'elles sont bien en règle avec ce que veut l'UE au point de vue de la durabilité et ils doivent même faire plus que ce que la réglementation leur demande de faire, afin de garder une bonne réputation auprès de leur clients mais aussi sur le marché.

Les grosses banques jouent de leur pouvoir sur le marché et font croire qu'elles prennent en compte la durabilité mais ne se conforment pas à 100% aux nouvelles réglementations. C'est donc en réponse à cela que NewB veut montrer qu'il y a moyen de faire autrement. Le problème est qu'elle est trop jeune pour vraiment montrer qu'elle a un impact positif.

Pour moi il y a deux possibilités de futur différents : la première est de repenser la banque comme NewB l'a fait. La deuxième, c'est de rester dans le même schéma en ajustant certaines caractéristiques pour être conforme aux nouvelles demandes du marché.

Personnellement, je pense que pour qu'une banque devienne réellement durable, elle doit tenter d'aller plus loin que la seconde possibilité et ne doit pas simplement faire des ajustement. »

2) Comment jugez-vous le niveau de préparation de votre entreprise pour se conformer à MiFID II ESG ?

«Je dirais, psychologiquement bien préparé mais matériellement mal préparé. En effet, je pense qu'on est tellement sur d'autres urgences, qu'on essaie d'abord de bien préparer la SFDR et la Taxonomie pour pouvoir s'attaquer par la suite à MiFID.

Pour NewB, le seul fond qu'on se permet de distribuer est un fond qui est un article 9. Chez nous, l'article 9 est le minimum pour être en règle. En effet, on oserait jamais présenter moins à nos clients. Et finalement, je crois que c'est la réglementation européenne qui nous a encouragé à ce niveau là. »

3) Si certains aspects de la réglementation n'ont pas pu être mis en place à cause d'un manque de temps, comment pensez-vous que votre société sera affectée par la non-conformité au règlement ? Quels problèmes pourriez-vous rencontrer à cause de cela ?

«Si New B tarde de trop à publier des rapports transparents, nos coopérateurs vont nous le reprocher. En effet, pour NewB, les rapports SFDR et donc tout ce qui concerne les informations non-financières sont très importants même si on est pas obligé de se soumettre aux exigences de la SFDR. Je pressens que si on tarde à publier des rapports qui expliquent en quoi nous agissons de manière durable, ça risque de nous être reproché par les 117 000 coopérateurs, les 25 000 clients ainsi que par la presse ou par les concurrents. En effet, nos concurrents voudront nous critiquer car ils nous pointeront du doigt en disant qu'on agit comme si on était les premiers de la classe en matière du développement durable et par conséquent, si on ne publie rien on nous dira que ce qu'on prône ne tient pas la route. Donc, on doit être le plus transparent possible d'une part à cause de la nouvelle loi et d'autre part à cause de tout ce qui va commencer à arriver sur le marché. »

4) Pensez-vous que la MiFID II permettra au marché financier de compter davantage d'actifs de fonds ESG ? Et pensez-vous que cette réglementation aura plus d'effet sur le marché que la Taxonomie au niveau de la quantité d'actifs durables ?

«Oui, je suis très content que l'Europe avance dans cette direction là, ça va vraiment dans le même sens que NewB. Mais il y a quand même un danger qui sera j'espère temporaire. Et ce danger c'est que, comme il y a peu de titres ESG actuellement, il y a une possibilité de création de bulle spéculative sur les quelques fonds d'investissements qui répondent aux normes. Par conséquent, cela risquerait d'avoir des effets négatifs.

La bulle spéculative pourrait avoir comme impact que la confiance dans le secteur financier diminue encore davantage et que les gens se détournent des investissements et des banques en général.

NewB pourrait se réjouir de cela car elle avait prédit qu'il y avait besoin d'un changement entier du système bancaire et non des simples ajustements à faire.

Un autre problème plus philosophique est qu'il n'y a pas tant d'alternatives afin que les agents fassent fructifier leur argent de manière durable. En effet, ils peuvent placer leur argent dans des titres ou dans l'immobilier ou encore afin de partir en vacances mais ce n'est pas ça qui aidera à lutter contre le réchauffement climatique. »

5) Selon vous, quels problèmes pourraient apparaître avec cette nouvelle loi du point de vue :

a. Des investisseurs :

b. Des institutions financières :

«Du point de vue des investisseurs, le problème serait qu'ils ne comprennent plus très bien à cause de la complexité des réglementations. En effet, c'est trois définitions différentes de la durabilité selon SFDR, la Taxonomie et MiFID II.

Du point de vue des institutions financières, le problème c'est qu'elles sont incapables de répondre aux besoins des clients et de la législation.»

6) Que pensez-vous de l'ajout de nouvelles réglementations vertes telles que la SFDR et la Taxonomie européenne ? Voyez-vous des contraintes émerger de ces nouvelles réglementations compte tenu de leurs nouveautés et de leurs potentielles lacunes ? Si oui, dans la mesure où MiFID II s'appuie sur ces réglementations, comment pensez-vous que cela affecte son efficacité ? Voyez-vous des effets collatéraux contraires à ce que la réglementation tente de mettre en place ?

(Par exemple, la Taxonomie n'a encore que sorti en janvier 2022 le premier delegated act et en ce qui concerne la SFDR seulement le premier niveau de la réglementation est sorti en mars 2022)

«Je pense que de toute façon, il faut que l'Europe se lance, je ne peux pas reprocher à l'Europe de mettre en place des choses dans des délais raisonnables. Il faut juste espérer que politiquement ça suive. Car à cause des lobbyistes, on a exclu le charbon et le pétrole de la nomenclature pour être considéré comme verte mais on a gardé le gaz alors que ça n'a pas de sens. Le défi c'est quand même le réchauffement climatique et donc ça c'est vraiment un jeu politique et de lobbying. On peut d'ailleurs dire la même chose pour le secteur nucléaire. En effet, on a dit oui pour combattre le réchauffement climatique mais on doit accepter d'utiliser le plus longtemps la génération de l'électricité par des centrales nucléaires et tant pis si ça crée des déchets nucléaires ingérables ainsi qu'un risque de catastrophe... C'est juste dans le but de réduire les émissions de CO2 qu'on se tourne vers le nucléaire. Je crois qu'au niveau européen et politique il faut donner un seul signal et pas trop de nuance car sinon ça déforme la notion d'urgence. »

«L'Europe doit foncer, il y aura peut être un après coup mais ce n'est pas grave. On sort souvent beaucoup d'excuses pour dire qu'on ne peut pas avancer car on n'est pas prêt mais il faut être humble. Il faut continuer d'avancer et il faut se méfier des gens qui critiquent. Car forcément les gens les plus mal préparés seront ceux qui critiqueront le plus la réglementation.»

7) Votre entreprise rencontre-t-elle des difficultés pour obtenir certains types de produits financiers ? Par exemple, la MiFID classe les produits financiers en 4 catégories.

- a. instrument financier durable selon la Taxonomie européenne
- b. instrument financier durable selon le SFDR
- c. instrument financier durable dont le fabricant tient compte des principaux impacts négatifs sur les facteurs de durabilité.
- d. instrument financier non durable

Est-il plus difficile pour votre entreprise d'obtenir des instruments financiers durables selon la taxonomie européenne que des instruments financiers durables selon la SFDR ? Si oui, pourquoi ?

«Honnêtement, je suis mal placé pour répondre à cette question. Il y a bien sûr toujours un risque de bulle spéculative mais NewB n'est pas vraiment confronté à cette problématique comme elle ne fait pas de la gestion de portefeuille discrétionnaire.

Pour le moment, je sais qu'il y a très peu de fonds belge article 9 et c'est triste de mourir. Car on sait que les grosses banques ont les moyens d'en mettre en place mais ne le font pas. Je pense bien sûr que ça viendra mais je suis juste étonné que des banques qui ont des moyens gigantesques n'en font pas alors que NewB qui n'a que 30.000.000€ de capital a réussi à créer un fond article 9.

Il faut donc que le grand public s'informe sur le sujet car s'ils suivent ce que leur banquier leur dit et que ce dernier leur fait croire qu'un article 6 est aussi bien qu'un article 8 alors ils ne verront pas la différence.

Je n'ai jamais entendu parlé des PAI donc je préfère ne pas parler de choses que je ne maîtrise pas.

La grande crainte des responsables de banque est que leurs clients qui veulent s'engager contre le réchauffement climatique soient déçus lorsqu'ils leurs avoueront qu'ils n'arrivent pas à répondre à leur exigences. Et qu'ils doivent avouer qu'ils ne sont absolument pas capables de donner ce que les investisseurs désirent. Cela est donc très problématique tant pour l'image des banques, que pour les investisseurs qui se retrouvent frustrés par la situation. »

8) La pression que cette nouvelle réglementation exercera sur les entreprises à la recherche de capitaux, poussera certainement certaines d'entre elles à exagérer leurs performances ESG. Comment pourriez-vous être sûre que les actifs que vous vendez à vos clients selon leurs préférences en matière de durabilité ne soient pas exagérés ?

«Je vais parler plus en mon nom ici. Pour moi, le risque est énorme, beaucoup de gens vont réussir à peindre leur façade d'une façon convaincante et ne vont pas aller en profondeur dans la durabilité. Mais pour moi le débat n'est pas là. Je suis peut-être trop optimiste mais je trouve que c'est déjà bien que les gens s'engagent, car ça veut dire qu'on est à l'étape suivante. On fait maintenant des combats d'arrière garde en essayant de se verdifier un peu plus que la réalité mais on ne conteste plus cette réalité. Par exemple, il y a 10 ans, des grosses entreprises prônaient que certaines sociétés dans le secteur de l'énergie n'étaient pas du tout un problème pour le secteur de l'environnement, maintenant les gens ne sont plus dans ces discours-ci. Par conséquent, les entreprises qui trichent, sont de toutes façons prises à leur propre jeu finalement car à force de s'embellir etc., elles vont être obligées de soit disparaître ou soit finalement de courir derrière leur propres promesses.

C'est pour ça que pour tout ce qui est "exagérations des performances ESG", c'est un risque qu'on doit être prêt à prendre. Et puis, je pense qu'on distingue les sociétés plus transparentes et rigoureuses que les autres. Car comme les exigences de transparence vont en grandissant, si on a de bons analystes financiers et ESG, on va pouvoir décortiquer avec de plus en plus d'intelligence. Il est donc positif de bien dire ce qui est et de ne pas mentir car au moins on sait que ce qui disent est bien lié à ce que l'on retrouve dans leur rapports et que ça correspond à ce que la personne tiers à retrouver dans les chiffres. Parce qu'au bout de la course, c'est ceux-là qui possèdent la confiance du public (...) Donc ça c'est vraiment le vrai métier de la banque de challenger toutes les infos qu'elles reçoivent et de ne pas seulement prendre en compte ce qui est dit dans la presse. »

9) Comment pensez-vous que la MiFID peut contribuer à atténuer le risque de greenwashing?

«Je ne sais pas si MiFID peut contribuer à atténuer le greenwashing mais la Taxonomie peut aider à diminuer le greenwashing en fixant les activités qui sont durables de celles qui ne le sont pas.

Pour Mifid, il y a un aspect didactique et pédagogique. Donc à partir du moment où on oblige le conseiller de gestion de portefeuille à avoir une discussion avec un client sur le développement durable, ça oblige le client à s'informer et pour moi, tout ce qui augmente la connaissance est bénéfique au combat.

Je crois qu'on ne se rend pas compte à quel point ça prend du temps de changer les mentalités et les raisonnements des gens. En 2007, quand MiFID est sorti, ça a pris du temps de faire comprendre aux gens qu'un instrument financier ne pouvait pas être à la fois très rentable et peu risqué. Le banquier devait faire comprendre à son client que ces deux objectifs étaient contradictoires. En effet, on ne peut pas vouloir qu'une action soit très liquide et aussi inscrite dans la durée.

La réelle question selon moi est: Quelle est la réelle motivation des banques traditionnelles d'expliquer de manière transparente les informations à leurs clients. Il faut d'ailleurs sûrement prendre en compte pour cela l'aspect "rémunération des employés". Car si le schéma de rémunération est basé sur la quantité de produits financiers vendus à des clients, ça n'encourage pas les conseillers à prendre le temps d'expliquer ce qu'est la durabilité et auront plutôt tendance à utiliser des mots compliqués afin que le client lâche prise et laisse son banquier faire ce qu'il veut sans prendre aucune décision car c'est trop complexe pour lui. Par conséquent, si le conseiller doit vendre de la quantité plutôt que de la qualité afin d'avoir une bonne rémunération alors il ne sera pas disposé à vendre des fonds intégrant des critères ESG. »

10) Cette mesure est susceptible d'être conçue pour lutter contre le risque d'écoblanchiment. Comment pouvez-vous aider vos clients à se conformer pleinement à leur processus de diligence raisonnable et d'approbation des produits ?

«Je vais vous répondre ici au nom de NewB. Chez nous, il existe tout un processus de filtre et de sélection qui est très rigoureux. Et dès qu'il y a le moindre doute, on laisse tomber. Si il y a vraiment des informations contradictoire par exemple selon les « on dit » sur des entreprises, alors les informations sont plus creusées en demandant des informations à des grosses ONG. Parce que les ONG sont assez bien placées au niveau international pour avoir des bonnes sources d'information dans chaque pays (...). On possède vraiment un système qui comporte plusieurs filtres afin d'être associé à des sociétés qui ont de réels objectifs durables. »

11) A votre avis, quelles sont les forces et les faiblesses de la réglementation ?

«Une force pour moi serait que MiFID soit applicable sur toute l'Europe. L'UE étant un poids au niveau mondial en ce qui concerne les investissements, les épargnants européens ne vont pas aller investir ailleurs qu'en Europe selon moi.

Une faiblesse serait que tout prend du temps et il y a forcément du lobbying et des négociations politiques qui peuvent influencer la réglementation au fil du temps.»

12) Si vous étiez à l'initiative de cette réglementation et que vous pouviez changer certains de ses aspects dans son ensemble mais aussi afin qu'elle empêche certaines entreprises de faire du greenwashing, que feriez-vous ?

«Je dirais que je trouve très dommage l'histoire du gaz et du nucléaire. Ce genre de débat brouille les pistes sur ce qui doit être fait pour lutter contre le réchauffement climatique.

Donc les prises en compte de ce qui est ESG ou non au niveau européen peuvent être influencées par certaines choses et à cause de ces choses là, MiFID pourrait ne pas être aussi efficace au niveau environnemental.

Donc si je devais changer un aspect de la législation, ce serait la rapidité de l'implémentation de MiFID, j'aurais voulu qu'elle soit créée et implémentée plus vite.»

Appendix 7 - Interview with Thomas Schoenmakers

1) Lorsque la nouvelle réglementation MiFID II a été publiée en août 2021, comment votre entreprise a-t-elle réagi ? Avez-vous dû assister à des formations spécifiques afin de pouvoir mettre en œuvre correctement le nouveau règlement 2021/1253 qui devrait entrer en vigueur en août ?

«Alors je pense que la banque avait bien anticipé les choses et on a eu beaucoup de programmes de formation sur les différentes thématiques. On a même fait appel à des tiers pour le faire. Donc, il y aurait peut être une expérience plus importante sur le sujet et notamment ici à Luxembourg. Je ne sais pas si vous connaissez un peu le paysage luxembourgeois, mais c'est un gros cabinet d'avocats qui possède une partie formation qui s'appelle "Our Institute", avec laquelle ils sont venus nous former notamment sur toutes les notions qui concernent cette nouvelle réglementation.

Donc ça, c'était une formation théorique. Et après, la banque a fait des formations pratiques. Donc concrètement, "Comment est-ce qu'on va être impacté demain et comment on va pouvoir agir avec nos clients ?". Et là, on pense qu'il va falloir un peu expliquer au client retail le sujet de la "durabilité" donc le pourquoi du comment. Et c'est vrai que si on rentre dans le détail, ça va être très compliqué. Surtout que c'est nouveau, même si c'est une notion qui est présente depuis longtemps, on en entend parler que depuis peu et avec ces applications concrètes dans les investissements qu'on peut faire ça ne va pas être facile surtout qu'il y a une géométrie variable à tout ça. Donc c'est vrai qu'il va falloir leur expliquer un panel de nouveaux concepts. Mais je pense que la plupart de nos clients sont quand même conscients de ça, puisque ce n'est pas nouveau en tout cas que certains ont investi dans des solutions qui sont déjà durables parce qu'on offrait déjà ça dans nos produits. Maintenant, on l'impose à tout le monde. Avant, c'était par choix et là, on impose à tout le monde de se positionner par rapport à la durabilité.»

2) Comment jugez-vous le niveau de préparation de votre entreprise pour se conformer à MiFID II ESG ?

«Parfaite. On a dû se positionner au niveau d'un de nos fonds d'investissements. Donc là, le nécessaire a été fait, mais pour l'essentiel de nos solutions ou il y a une gestion discrétionnaire vu que ça dépend de nos fonds, on est outillés. Donc on a une grille de lecture par rapport à ce que le client va nous dire. Sachant qu'il y aura trois degrés d'engagement de "neutre" à "engagé". "Engagé" étant le niveau le plus élevé. "Neutre" étant le niveau le plus faible et "Responsable" étant le niveau intermédiaire. Par contre aujourd'hui avec les ressources qu'on a, il y a certains investissements pour un investisseur engagé qui ne seront plus accessibles. Tandis que pour un investisseur neutre, lui, il pourra encore faire ce "qu'il veut" par rapport à ce critère et par rapport à notre offre de gestion discrétionnaire. L'outil avec lequel on travaille est déjà bien paramétré dans ce sens là. Donc pour cela que je pense que la préparation est plutôt bonne. Aujourd'hui, que ce soit une banque ou une entreprise financière, il faut qu'elle aille au-delà de ce qu'on lui demande. Par contre, si on veut vraiment être le meilleur élève, ça coûte très cher car, par exemple, en matière fiscale en Belgique il y a des dispositions fiscales qui sont valables un an. Et ça, c'est un coût qui augmente de manière exponentielle et ce coût sera sûrement rejeté sur le client final. Mais c'est le jeu et nous, on est prêt.»

3) Si certains aspects de la réglementation n'ont pas pu être mis en place à cause d'un manque de temps, comment pensez-vous que votre société sera affectée par la non-conformité au règlement ? Quels problèmes pourriez-vous rencontrer à cause de cela ?

«On a deux lignes du temps en parallèle. D'une part, il y aura le nouveau client qui nous rejoindra à partir du mois d'août et celui là sera directement confronté à la question concernant le profilage nouveau par rapport à son engagement. Et d'autre part, il y aura la deuxième ligne du temps qui concerne les clients existants pour lesquels on doit tester leurs engagements. On aura normalement contacté toute cette partie là pour fin 2022.

Il sera difficile de faire comprendre à nos clients cette nouveauté des « préférences en matière de durabilité » mais on est là pour leur expliquer. On comprendra tout de suite, par leur réaction, leur degré d'engagement. Ils n'auront pas besoin de répondre aux questions. S'ils nous disent que ça leur importe peu, on saura tout de suite que ce sera quelqu'un de neutre. Ceux qui sont engagés, on les a déjà identifiés puisqu'un vrai engagé, c'est quelqu'un qui s'est déjà positionné. Il n'a pas attendu maintenant pour le faire (...). Il faut savoir aussi que la banque et tout le secteur financier s'apprêtaient quand même à ça. Notre offre de fonds d'investissement ne possède aucun article six, par exemple. Nous ne travaillons qu'avec des fonds article 8 et 9 depuis un moment déjà. On n'investit pas dans les énergies fossiles et d'ailleurs il y a plein d'autres secteurs polluants dans lesquels nous ne sommes pas non plus.»

4) Selon vous, quels problèmes pourraient apparaître avec cette nouvelle loi du point de vue :

Des investisseurs :

Des institutions financières :

«Ce n'est pas vraiment des problèmes. C'est plutôt les conséquences qui vont survenir avec cette réglementation. En effet, on est toujours confronté à une dualité dans les réactions d'un client privé. C'est un vœux de vouloir être engagé même si on sait très bien que ça peut être positif pour la performance par rapport à ce qui se passe sur le marché d'une manière générale, tout comme ça peut être négatif s'il se révèle que le scénario est négatif par rapport à ce qui se passe dans le marché. Si c'est négatif, Le client va venir frapper à la porte en disant ce n'est pas normal que vous soyez moins bon alors qu'on lui aura expliqué au préalable que c'est lié à certaines contraintes supplémentaires de durabilité. Là, il faudra que l'investisseur puisse comprendre ça et accepter ça. (...) Pour le pétrole, on a été perdant car on n'a rien investi dedans et pourtant ça a rapporté beaucoup cette année. En effet c'est le secteur d'activité qui aujourd'hui a mieux performé depuis le début d'année. C'est ce qui permet pour certains gestionnaires de compenser les pertes sur d'autres secteurs. Mais nous, du coup, on fait moins bien que les pairs puisqu'on n'a pas investi là-dedans. (...) Donc on aura toujours cette dualité entre eux. (...) Là, évidemment, les attentes vont devoir être gérées parce ce que je ne dis pas que ça sera négatif. Mais il faut pouvoir accepter qu'on mette une contrainte de plus. Qui dit contraintes dit certains investissements qui seront peut être plus accessibles ou certains investissements qui ont été réalisés et qui vont sortir du scope à cause de la géométrie variable (le nucléaire qui est considéré comme durable dans la Taxonomie maintenant). Donc il faut revendre, même si ce n'est pas le bon moment pour les vendre. De ce fait, je crois que c'est une contrainte mais qui n'est pas fondamentale. Mais quand le critère va devenir bloquant, alors il faut que l'investisseur soit prêt à assumer les conséquences.

L'exemple frappant si vous vous arrêtez à fin juin de cette année-ci, si vous regardez les comportements des différents secteurs sur les différents marchés que ce soit américains ou européens. C'est le secteur énergétique qui performe très bien en ce moment alors que typiquement il ne comprend pas les critères ESG. Et si ça s'est bien comporté depuis le début de l'année, c'est par la hausse du prix du pétrole.

Par exemple, le fait d'avoir quand même des critères un peu restrictifs, qui sont pour nous le refus des fonds article 6. Cela engendre qu'on est absent des secteurs qui rapportent en ce moment. Mais par contre, l'année prochaine, ça peut être positif car le secteur des énergies renouvelables sera peut être beaucoup plus rentable, à la différence que ce ne sera plus un choix de gestion mais un choix qui sera pris pour respecter une règle (MiFID).

Quand on met une restriction comme celle-là à un gestionnaire, ce n'est pas bon. On nous a toujours appris en cours de finance, qu'il ne faut pas avoir de contrainte et qu'il faut choisir le meilleur actif. Aujourd'hui, typiquement, un gestionnaire savait au début de l'année que le pétrole allait monter. Donc il aurait pu investir dans les énergies, mais avec la nouvelle loi, il ne peut pas le faire. Donc ils ne respectent pas ce que son analyse financière lui aurait dit de faire. Aujourd'hui cela est dû à d'autres

pressions mais demain ce sera la loi qui nous poussera à faire le contraire de ce qu'on nous a toujours appris.

Ce sera une contrainte pour le client qui aura dit "je suis engagé", car il ne pourra pas acheter des fonds article 6 et la banque ne pourra plus non plus. En fait, il ne faut pas vouloir être engagé quand ça nous arrange.

Si on est engagé, alors on le sera pour le meilleur et pour le pire. Donc quand ça va bien, tant mieux. Mais quand la performance ne sera pas au rendez-vous et que l'explication principale de la contre-performance sera le fait qu'on était contraint de reculer dans certains secteurs polluants qui sont les secteurs qui ont le mieux performé. Mais ça c'est l'aspect négatif. Après il y a les aspects positifs. Il y a des acteurs en énergies renouvelables. On a eu des fonds X, on a eu des fonds Y qui ont tous des valeurs qui ont très bien performé parce que justement dans les nouvelles énergies. Donc c'est négatif comme ça peut être positif, mais il faut pouvoir l'accepter tout simplement. Et ce n'est pas lié au choix du gestionnaire ou de la banque, mais à un choix du client qu'un gestionnaire doit respecter.»

5) Que pensez-vous de l'ajout de nouvelles réglementations vertes telles que la SFDR et la Taxonomie européenne ? Voyez-vous des contraintes émerger de ces nouvelles réglementations compte tenu de leurs nouveautés et de leurs potentielles lacunes ? Si oui, dans la mesure où MiFID II s'appuie sur ces réglementations, comment pensez-vous que cela affectera son efficacité ? Voyez-vous des effets collatéraux contraires à ce que la réglementation tente de mettre en place ?

(Par exemple, la Taxonomie n'a encore que sorti en janvier 2022 le premier delegated act et en ce qui concerne la SFDR seulement le premier niveau de la réglementation est sorti en mars 2022)

«C'est une question très compliquée. Je pense que l'environnement est changeant et évolutif. On a des contrôles qui sont de plus en plus rigoureux sur le secteur financier, les banques en particulier ou en tout cas, tout ce qui est lié à l'investissement. Il faut aller vite. S'adapter, s'outiller, faire des développements informatiques. Il faut former. Il faut conscientiser. Il faut aller vers le client. Il faut expliquer aux clients. Il faut faire adhérer le client et donc tout ça résume un peu les choses. Ça veut dire qu'il y a des choses qui vont encore s'ajouter à ce qu'on aura déjà fait. Donc je vous disais en début d'entretien qu'on aura tout fait pour fin d'année avec la clientèle existante et en ce qui concerne le nouveau client, on ira directement sous une nouvelle mouture. Mais ça veut dire que s'il y a une évolution qui nécessite de nouveau d'obtenir une signature d'un client sur tel document pour que ça soit réglementaire à la nouvelle disposition, il faudra retourner vers le client.

Donc je dirais qu'on passe notre temps à se mettre en adéquation avec les réglementations qui sont de plus en plus présentes et de plus en plus fréquentes. Plutôt que de discuter avec nos clients de leur situation patrimoniale, du fait qu'ils ont un enfant handicapé qu'on pourrait essayer de protéger en faisant une structure. Il faut faire attention qu'il n'y a pas que ce sujet-là à prendre en compte. Mais on a tendance à mettre les réglementations comme des priorités alors qu'il y a d'autres priorités.

Le problème, c'est que les lois sont créées par un petit groupe de personnes expertes en le sujet et sont censées s'appliquer à la masse. Si on prend un questionnaire MiFID II d'avant, en termes de produits, et en termes de profilage du risque, si l'investisseur a du mal à répondre à certaines questions, il ne pourra pas investir dans les actions. Donc pour qu'on puisse gérer un patrimoine, le client retail devra posséder une bonne connaissance des actions. Par conséquent, toutes ces réglementations pourraient être un frein afin d'acquérir de nouveaux clients et même conserver les clients. Car ce sont des coûts à chaque fois supplémentaires pour les banques. Il y a un moment où ça va devenir trop cher et donc la banque sera quasi obligée de répercuter ces frais sur le client final. Aujourd'hui, dans une banque que soit une banque privée ou une banque classique, je pense qu'on engage dix opérationnels pour un commercial ou encore 20 opérationnels pour un commercial. Ce qui veut dire qu'on engage des gens pour étudier "Comment on va mettre en place les nouvelles mesures MiFID?" "Comment va être implémenter la Taxonomie?". Et à côté de ça, il n'y a personne qui va

entretenir et chercher de nouveaux clients ou beaucoup moins. Donc on ne fait qu'augmenter les coûts tandis que les bénéfices diminuent ou en tout cas restent stables.

Donc au final de toutes ces réglementations-là, l'application concrète, c'est quoi ? C'est que le secteur bancaire devient de moins en moins concurrentiel. On le voit dans les banques retail. Tandis que dans les banques privées on a encore un avantage économique car les clients viennent nous voir uniquement pour faire de la gestion discrétionnaire ou faire l'advisory avec eux. Donc ça reste une activité rentable mais pour les banques classiques, on voit quand même qu'il y a des restructurations dans tous les sens parce que ça leur coûte excessivement cher. On signera à terme sur le thème de la protection de l'investisseur et sur le respect de la réglementation, la mort de différents intermédiaires financiers.

Et pour la question "Est ce que vous êtes prêt ?" Oui, oui on l'est et on est très précis. Car si on n'est pas prêt, on peut perdre notre agrément bancaire, et sans elle vous ne pouvez plus exercer. Il y a aussi eu des amendes records dans certaines entreprises pour cause de greenwashing donc on fait vraiment attention.»

6) Votre entreprise rencontre-t-elle des difficultés pour obtenir certains types de produits financiers ? Par exemple, la MiFID classe les produits financiers en 4 catégories.

- a. instrument financier durable selon la Taxonomie européenne
- b. instrument financier durable selon le SFDR
- c. instrument financier durable dont le fabricant tient compte des principaux impacts négatifs sur les facteurs de durabilité.
- d. instrument financier non durable

Est-il plus difficile pour votre entreprise d'obtenir des instruments financiers durables selon la Taxonomie européenne que des instruments financiers durables selon la SFDR ? Si oui, pourquoi ?

«De nouveaux comme nous, nos ingrédients majeurs pour faire de la gestion discrétionnaire, ce sont nos fonds et le fait qu'on les maîtrise vraiment bien, on n'a pas vraiment de souci. On a des fonds qui sont article 9. Donc on sait qu'eux, ils font le nécessaire pour respecter tout ce qu'ils doivent respecter. Par conséquent, si un client veut être à 100% dans la durabilité, on ira vers ce type de fonds là. Et les autres fonds article huit seront vendus à un client qui est dit neutre par exemple.

Je ne sais pas si nous possédons des fonds en alignement avec la Taxonomie. Je suppose qu'ils ont déjà pris les devants là-dessus, mais on a pas encore été totalement formés. Dans un premier temps, c'est essayer de savoir comment le client se positionne par rapport à son engagement.

On a trois classements: Il y a le "neutre" qui n'a pas montré un intérêt marqué pour la durabilité. Il y a le "responsable", donc là on doit respecter certaines proportions de fonds article 9 parce que il veut un certain engagement mais pas à 100 %. Et pour celui qui a dit je suis "engagé", lui doit avoir 100 % de fonds 9. Et donc 100 % d'article 9 signifie qu'on est sûr, entre guillemets de respecter tout ce qu'on doit respecter. Puisque ces fonds sont contrôlés. Donc ce n'est pas chaque client qui va pouvoir être contrôlé mais plutôt nos fonds qui seront contrôlés.

Nous, on travaille en vase clos. Donc ce sont nos fonds d'investissement, ce sont nos gestionnaires qui sélectionnent les valeurs et c'est nous qui composons les portefeuilles de nos clients avec les fonds de la maison. Donc, si l'entreprise A a fait une bêtise dans un de ces fonds, ça ne serait pas un problème pour nous. Ce sont les fonds du Luxembourg pour les clients Banque de Luxembourg. Donc notre modèle nous aide aussi à en maîtriser le flux. Maintenant, on n'est pas à l'abri qu'une valeur à l'intérieur du fonds fasse une bêtise. Qui n'aurait pas été correcte sur son score ou vers celui qui a établi le score. Ça, je pense qu'on aura beaucoup d'histoires comme celle-là dans les prochaines années. C'est une société qui, entre guillemets, n'a pas été totalement claire avec les évaluateurs et donc en gros, elle avait été mise dans une catégorie qui n'était pas la bonne.

Il n'y a pas de cas de jurisprudence, mais si notre banque donne un produit qui se trouve avoir été greenwasher, il n'y aura normalement pas de sanctions pour nous.

Il y a un moment où ça a été fait sur la base d'éléments, ça a été jugé par un tiers et nous, on a pris cette information-là. Après, si les éléments qui ont été donnés n'étaient pas corrects. Une banque ne peut normalement, selon moi, pas être tenue responsable de ça.»

7) La pression que cette nouvelle réglementation exercera sur les entreprises à la recherche de capitaux, poussera certainement certaines d'entre elles à exagérer leurs performances ESG. Comment pourriez-vous être sûre que les actifs que vous vendez à vos clients selon leurs préférences en matière de durabilité ne soient pas exagérés ?

«Alors ça, c'est la beauté du système. C'est que certains critères sont établis par des organismes tiers. Il y a des codes qui sont donnés et donc vous dépendez de leur avis. On ne va pas chaque fois devoir réétudier ce que quelqu'un d'autre a fait. C'est la même histoire que les ratings obligataires d'une société émettrice. On peut refaire une analyse, mais le triple B reçu de l'avis d'une entreprise de cotation est là, et il y a une contrainte. En effet, pour certains investissements, on ne pourra pas avoir du high yield. Par exemple, on ne pourra pas acheter l'entreprise X dans un fonds obligataires alors que nous, si on fait une analyse, on l'y aurait mis. Donc on dépend de tiers. En plus, il y a un conflit d'intérêt énorme et effectivement ce sera aussi à géométrie variable puisqu'ils vont appliquer certains critères. Et peut-être que six mois plus tard, cette société de cotation dira que finalement, ils ont réanalysé et ceux pour qui ils avaient dit oui avant sont maintenant exclus. On ne va jamais exagérer nos performances car on est tributaire de tiers. SFDR c'est les tiers qui donnent des appréciations, des côtes sur les côtés ESG de la société dans laquelle on veut investir.

Une centrale hydroélectrique qui produit de l'énergie sur base de l'eau, si elle a été construite il y a quelques années, même si normalement on dira que ce genre d'activité est durable, suivant son ancienneté, elle peut ne pas avoir le niveau de performance qu'une nouvelle aurait. Donc elle peut ne pas être considérée. On doit faire confiance à ces tiers car la SFDR dit "vous pourrez avoir au maximum dans votre portefeuille autant d'actifs qui ont une cote d'autant". Donc comment est ce qu'on a la cote ? Ce n'est pas nous qui leur donnons mais bien le tiers.»

8) Comment pensez-vous que la MiFID peut contribuer à atténuer le risque de greenwashing?

«Je pense qu'elle l'a créé d'une certaine manière. En effet, le greenwashing entre guillemets est neuf et les gens qui disaient qu'ils respectaient certains critères ESG alors que ce n'était pas le cas vont être pris la main dans le sac. Donc MiFID va atténuer le greenwashing grâce aux contrôles fait à posteriori mais il va surtout permettre de juger plus facilement les entreprises qui exagèrent leur performance en terme environnemental grâce aux contrôles prévus sur les sociétés qui se disent vertes.»

9) Cette mesure est susceptible d'être conçue pour lutter contre le risque d'écoblanchiment. Comment pouvez-vous aider vos clients à se conformer pleinement à leur processus de diligence raisonnable et d'approbation des produits ?

«La banque du Luxembourg à un degré de maîtrise de la chaîne très élevé. On ne vend pas de produits de tiers, on vend seulement nos fonds. Et si dans les sous-jacents de nos fonds il y a quelque chose qui ne se passe pas bien alors comme on dépend de tiers pour faire leur évaluation, je suppose qu'on ne sera pas tenu responsable d'une mauvaise analyse du tiers.»

10) A votre avis, quelles sont les forces et les faiblesses de la réglementation ?

«Une force est de mettre tout le monde sur un même pied d'égalité, toutes les entreprises ainsi que les institutions financières doivent faire du reporting comme notifié dans la réglementation. De plus, l'Europe devient leader en matière de durabilité grâce à son implémentation des critères ESG.

Une autre force pour les investisseurs est qu'ils seront plus confiant car ils sauront que ce qui est demandé sera fait. Mais par contre il faudra que l'investisseur accepte les règles du jeu s'il veut seulement des produits durables.

Une faiblesse aussi est qu'on va déforer l'Europe par rapport à ce qui se passe ailleurs. À cause de cette position de leader, l'Europe perd de la compétitivité sur la scène internationale car les entreprises établies en Europe doivent se conformer à plus de réglementation au point de vue de la durabilité alors qu'aux USA il n'y a pas d'accord fort au point de vue du développement durable. Il faudrait donc que ce qu'on fait en Europe soit applicable partout dans le monde pour ne pas diminuer notre compétitivité»

11) Si vous étiez à l'initiative de cette réglementation et que vous pouviez changer certains de ses aspects dans son ensemble mais aussi afin qu'elle empêche certaines entreprises de faire du greenwashing, que feriez-vous ?

«Je ne changerai pas grand-chose par rapport à la réglementation, c'est positif pour l'Europe. Maintenant, je ne suis pas sûre que le timing soit le bon. Le seul problème est le manque de cohérence mais celui-ci est normal car il y a une géométrie variable à respecter. En effet, la durabilité, finalement, change en fonction des réglementations. Par exemple si on prend le cas des centrales nucléaires qui ont été ré incluses comme énergie durable alors qu'on disait que c'était nuisible au départ... (...) Un autre problème des réglementations que l'Europe tente de mettre en place est qu'elles sont trop complexes et trop contraignantes.»

Appendix 8 - Interview with Isabelle Jaspert & Stijn Huysentruyt

1) Lorsque la nouvelle réglementation MiFID II a été publiée en août 2021, comment votre département a réagi, qu'avez-vous dû mettre en place sur votre territoire afin qu'il se conforme à la réglementation européenne ?

I.J. : «Alors il faut savoir que nous, on est le régulateur, donc on applique les réglementations. Comme Stijn le disait mettre en place quelque chose lorsque c'est une directive européenne propre, ce n'est pas la CSSF qui va s'en occuper mais bien le ministère des Finances. C'est le ministère des Finances à Luxembourg qui rédige les lois et les règlements. On est évidemment impliqué car il nous consulte et il nous demande notre avis, mais il demande aussi l'avis des associations représentatives des banques et des fonds d'investissement.

Ici, comme c'est quelque chose qui a fait tellement parler de lui, on n'a plus besoin de publier sur notre site qu'il y a une nouvelle loi sur le marché parce que ça fait deux ou trois ans que tout le monde est au courant que ça va arriver. Je ne connais personne qui ne l'est pas. C'est juste impossible que le marché ne soit pas informé. Nous on publie les nouvelles lois. On a une bibliothèque MiFID II sur notre site et donc on met des références aux différentes lois applicables. Mais j'ose espérer qu'il n'y a personne dans l'industrie qui va attendre la publication de cette loi sur notre site. Ils nous ont tellement posé de questions et ils sont tellement impliqués qu'on sait que ce n'est pas nécessaire à notre niveau. Lorsque les lois et règlements grand-ducaux sont préparés, rédigés par le ministère des Finances et qu'on est consulté, on sait que les associations représentatives des banques et des fonds d'investissement du milieu des métiers en investissement sont impliquées aussi. Donc elles ont autant que nous la possibilité de faire des commentaires et de se préparer avec le ministre des Finances. Donc à ce moment-là, on a un rôle, finalement, je ne veux pas dire passif, mais on sait que quelqu'un d'autre s'occupe de ça. Quand on a des réunions avec l'industrie. Donc parce qu'évidemment on est en contact avec les banques et donc tout investissement. Et les sociétés de gestion des fonds d'investissement ? On répond aux questions. On a un certain nombre de réunions, ils nous posent des questions. Mais lorsque la réglementation est en train d'être préparée, on n'a pas de rôle, on ne peut pas interpréter la loi par exemple.

Lorsqu'on est dans le domaine MiFID, on prend la directive et on la copie. Donc, s'il y avait une question sur une interprétation, les questions devraient plutôt être remontées à la Commission européenne. Lorsqu'il y a une nouvelle question qui se pose, ce qu'on va faire nous à ce moment-là, sur des nouvelles questions qui arrivent, on va plutôt regarder à notre niveau, c'est-à-dire au niveau de l'Esma. Donc là, on est autour de la table avec l'Esma et les 27 Etats membres à discuter. Et on se pose des questions, on discute et en fait ce qu'on essaie de faire s'appelle de la supervisory conversion.

Ce n'est pas de demander des solutions locales, c'est d'avoir une solution européenne. Et de dire "écoutez cette question là, elle s'est posée. On n'a pas de réponse, il n'y en a pas dans les textes donc on va discuter entre nous et l'Esma va choisir un certain nombre d'instruments. Alors ça va de la simple Q&A que l'Esma publie sur son site. C'est typiquement le genre de question ou ce n'est pas dans le texte, mais on ne va pas réécrire le texte. On ne va pas l'interpréter donc à ce moment-là ce n'est pas binding. L'ESMA peut aussi décider des crédits guidelines. Mais elle doit avoir l'autorisation dans le texte de niveau 1. On y voit un bon exemple. Si elle le fait, c'est que le texte du niveau un, vous voyez bien que ce n'était pas complet, mais que vous pouvez écrire quelque chose qui peut plutôt être discuté au niveau pratique. Mais c'est la mission de l'Esma d'écrire ça comme ça, nous, on va participer à la rédaction.

Ensuite, quand les guidelines sont là, nous, on les intègre dans notre surveillance. (...) Ces guidelines sont sous forme de texte qui né d'un compromis entre les 27 entités et l'Esma. Donc pour le moment on est en train de terminer tout ce qui est suitability test avec l'aspect ESG dans MiFID II. Mais ça devient très très technique à ce niveau là, c'est plus des obligations générales. C'est de plus en plus technique et les discussions sont faites de compromis aussi parce que le marché luxembourgeois n'est

pas le marché espagnol.(...) Donc on discute vraiment entre nous et on fait des compromis. Mais à ce moment-là, on est de nouveau en contact permanent avec l'industrie pour que eux nous remontent les différentes problématiques, les incompréhensions.

Mais on a eu beaucoup de commentaires de l'industrie qui disaient "on n'a pas le temps". Et donc on a fait remonter ce genre de préoccupations vers l'Esma, vers la commission ou encore vers le ministère des finances. Mais ce n'est pas la CSSF qui va décider quelque chose à ce niveau-là. Donc quand on a déjà tout ça, d'ailleurs c'est aussi le problème qu'on a avec MiFID. C'est qu'on a le niveau 1, le niveau 2, le niveau 3, les discussions, les guidelines... Ça reprend vraiment tout qui est mis ensemble et je crois que c'est finalement quelque chose qui est voulu. C'est que la marge de manœuvre finalement au niveau local, va rester réduite aux particularités locales, aux choses qui ne peuvent pas être visées parce qu'en fait le marché français, par exemple, n'a pas du tout cette situation-là. Et donc, quand on a quelque chose qui est purement luxembourgeois et qui n'est du tout visé dans les autres États membres, là on a une petite marge de manœuvre parce que tout simplement, ça ne servirait à rien de faire un texte qui s'appliquerait aux autres pays pour cette particularité puisque c'est très spécifique. Mais c'est une situation exceptionnelle

C'est quelque chose qu'on essaye même finalement d'éviter parce que sinon il peut y avoir un certain forum shopping des entités et ça c'est quelque chose qui n'est pas bon pour l'Europe évidemment, et qu'on voudrait éviter. Et c'est pour cela que quand j'ai vu la publication française je me suis dit que ce n'était pas possible, car juridiquement ça ne fonctionne pas. Et donc j'ai été relire et je me suis dit voilà c'est effectivement un cas exceptionnel qui ne s'applique pas au Luxembourg.

Ce report de l'entrée en vigueur pour mifid est une particularité française que peu d'autres pays ont aussi chez eux. C'est ce qu'on a chez nous et on travaille énormément au niveau européen et on essaye vraiment de se mettre tous d'accord. L'Europe est faite de compromis aussi.»

2) Comment jugez-vous le niveau de préparation des entreprises pour se conformer à MiFID II ESG ? Comment avez-vous aidé le secteur à être conforme à la nouvelle réglementation MiFID ?

«On a pu sentir une réelle peur de la part des entreprises. En effet, on a reçu beaucoup de questions de la part des entités. Elles avaient peur de ne pas être prêtes pour les différentes deadlines car elles n'avaient pas assez de données pour l'être. Et il est vrai que si on n'a pas l'ensemble de toutes les réglementations, on ne va pas y arriver. Mais le message qu'on a toujours essayé de faire passer, c'est de dire que la Commission européenne en est consciente et ils savent qu'on n'aura pas encore tout un système complet et finalisé au temps T, mais que c'est pas grave. Ce qu'il faut faire c'est ne pas rester à attendre en disant "Je n'ai pas tout, donc je ne fais rien". Ça c'est inacceptable. Donc le message à faire passer vraiment aux entités, c'est de dire qu'on note qu'il y a une certaine inquiétude de ne pas arriver à tout faire tout de suite, mais qu'on prend les choses morceau par morceau en disant voilà pour ça, c'est prêt, il y a quelque chose et donc on travaille dessus et on ne reste pas assis en attendant que tout soit prêt.»

(a) Et donc, vous pensez que le niveau moyen de préparation des entreprises luxembourgeoise vis-à-vis de MiFID, il est comment ?

«Le timing est malheureux, c'est-à-dire que le 2 août, je pense que ce n'est pas une bonne date. »

S.H.: «Je ne pense pas que c'est différent d'autres sujets ou d'autres nouveautés qui sont arrivées. Quand on va sur site vérifier ce que les banques ou sociétés d'investissement ont fait. Il y a toujours de bons élèves et de moins bons. Il y en a toujours qui sont préparés et qui seront prêts et d'autres qui vont attendre le dernier moment pour l'être. Je n'ai pas le sentiment que c'est différent cette fois-ci et c'est même un peu mieux finalement que les dernières fois car on en a tellement parlé que celui qui le découvre maintenant à selon moi un problème car ça a été fort discuté.»

«Il est clair que personne ne peut dire qu'il n'avait pas été informé et n'a pas vu la chose venir. En plus, comme ces petits morceaux par petits morceaux ils vont avoir du mal à tout mettre en place directement mais ce n'est pas grave car ils feront des modifications au fur et à mesure. Après, ceci aura sûrement un certain coup au niveau IT parce que s'ils mettent en place des outils, ils vont devoir un peu changer. Mais on a parlé avec eux et ils sont relativement bien préparés. Le niveau de plainte est relativement élevé c'est vrai mais je pense que c'est parce qu'il faut faire des investissements. Il faut mettre des choses en place mais pas plus qu'avec une autre réglementation.»

«Ils ne seront pas prêts dans le sens où tout ne sera pas implémenté dans le système IT et secondaire. Il y aura des choses qui ne seront pas optimales. Mais je pense que la plupart des entités auront quelque chose pour août et je pense qu'ils auront au moins fait des questionnaires pour les clients et qu'ils ont déjà commencé à collecter l'information. Après, ils vont découvrir les problèmes au fur et à mesure mais ils y remédieront grâce à des conseils pratiques.»

3) Si certaines entreprises et institutions financières pensent que les instructions pour se conformer à cette réglementation ne sont pas assez claires, que répondez-vous à cela ? Pensez-vous que vous pourriez améliorer les problèmes d'implémentations qu'ils rencontrent et si oui comment ? Y aura-t-il des sanctions?

«On a tous ces instruments-là et tous ces niveaux-là. Donc c'est beaucoup de choses qu'on peut faire lorsqu'on a vraiment une question pratique. On va contacter dans la plupart des cas l'Esma en disant qu'on a reçu une question d'une entité ou d'investisseurs qui nous dit que les textes sont pas clairs, pas applicables, quelque chose qui ne va pas. Et là, on va essayer de discuter au niveau européen et peut-être qu'on aura déjà la réponse aussi parce que justement on est dans tellement de forums différents qu'il est possible que cette question-là était déjà discuté.

Donc si on a pas déjà la réponse à une question d'une entité, on contactera l'ESMA pour l'avoir et sinon on pourra y répondre nous-même.

Si on a la réponse, on la communique et on va aussi faire une réflexion derrière. C'est à dire que si j'ai trois fois la même question sur la journée, on va évidemment se réunir entre nous et faire une petite publication sur notre site pour cette question-là, parce qu'elle revient régulièrement et ça pourra aider d'autres personnes. Et alors, ce qu'on fait en général parce que les communications prennent trop de temps à être faites, on contacte les associations représentatives. Donc au Luxembourg on a l'ABBL pour tout ce qui est banque et l'ALFI pour tout ce qui est fonds d'investissement, on est en contact permanent avec eux. Et lorsque on a reçu trois questions de trois entreprises d'investissement, par exemple ou trois banques, on va contacter l'association et on va leur montrer qu'on a beaucoup de questions à ce niveau-là. Il serait peut-être nécessaire de contacter tous vos membres pour leur donner l'information centralisée.»

«Pour les sanctions, c'est harmonisé au niveau européen. Donc ça peut aller de l'amende à la fermeture de l'entité si ils sont allés trop loin dans la non-conformité à la loi.

Sur place nous, la CSSF, ce qu'on peut faire dépend de 3 niveaux. (1) Demande de correction. (2) On peut être plus stricte en leur envoyant une lettre d'injonction afin qu'il se régularise endéans une certaine date. (3) Envoie d'amende ou d'autres types de sanctions. Maintenant, je ne pense pas qu'il y aura des amendes à partir du 3 août. »

«Maintenant, les contrôles sont tout de même permanents donc si le 15 août on organise un contrôle sur MiFID, nous vérifierons si ils l'ont bien mis en place et on attendra que les entités aient déjà commencé les travaux. »

4) Pensez- vous que la MiFID II permettra au marché financier de compter davantage d'actifs de fonds ESG ? Et pensez- vous que cette réglementation aura plus d'effet sur le marché que la Taxonomie au niveau de la quantité d'actifs durables ?

«C'est le but, oui, mais est ce que ça va marcher ? Ca c'est pas une question réglementaire, on va voir. Je pense qu'on aura des problèmes à un moment. Donc est ce que le marché et la Commission européenne vont trouver des solutions pour régler les problèmes ? On verra.»

«C'est vrai que c'est une préoccupation en disant est ce qu'il y en aura assez. Et ça, c'est à l'industrie de s'adapter. Tout va être une question de timing. Mais oui, c'est le but, on aimerait. Je ne sais pas si il y en aura plus qu'avec l'arrivée de la Taxonomie. Mais la Taxonomie était nécessaire, il fallait commencer par elle. (...)»

5) Selon vous, quels problèmes pourraient apparaître avec cette nouvelle loi du point de vue :

a. Des investisseurs :

b. Des Institutions financières:

«Parce qu'on peut faire venir des questions, oui. Comment est ce qu'on peut simplifier sans aller trop loin dans la simplification et toujours respecter la loi ? Je crois que les entités et les investisseurs ont le même problème. C'est trop compliqué. Il faut faire des choses qui respectent la loi et qui permettent de faire quelque chose qui est opérationnellement possible. Ça veut dire que faire des catégories de clients et des catégories d'instruments, des systèmes de couleur (..) ils vont venir avec des choses qui sont compréhensibles pour les client advisers et pour les clients. Est ce que ça va être bon tout de suite ? Non. Pour le moment, ils vont devoir tester différentes choses et si ça ne fonctionne pas ils devront recommencer et après trois ou quatre fois, ils vont stabiliser leurs méthodes (...) Mais on a aussi vu cette peur lorsque MiFID II est sorti la première fois et finalement ça s'est stabilisé et je vais dire que presque tout le monde adopte bien la méthode à présent. Il a juste fallu une période d'adaptation (...). Maintenant, MiFID est plus facile à implémenter sur des grosses entreprises que sur des petites sauf pour celles qui sont dans des marchés de niche.

En ce qui concerne les investisseurs, je vais vous poser la question: "Quand vous avez lu MiFID, vous avez compris de quoi il s'agissait? Combien de fois vous l'avez lu avant de la comprendre?"

Donc voilà, les deux entités vont devoir apprendre comment expliquer ça aux clients parce que pour l'investisseur, il va peut être sentir qu'il a des préférences en matière de durabilité parce qu'il aime bien tout ce qui est vert mais pour traduire ça, c'est là ou ça va coïncider. Et ça, c'est un choix qui a été fait par la commission parce que dans la première version du texte, c'était plus un principe général de tenir compte des préférences des clients en termes de durabilité et ça a évolué. Après la version finale, c'est très détaillé. Pourquoi ? Parce que la Commission européenne ne faisait plus confiance au marché. Il y avait des pressions politiques, et donc il ont voulu faire quelque chose de plus strict avec des contraintes beaucoup plus précises.

Je pense que les banquiers font ça de bonne foi et bon, ils vont trouver des manières pour expliquer à chaque type de clients en fonction de ses connaissances, expérience et ils vont pouvoir travailler avec ça. Mais il y a déjà un problème de formation overload, (..) beaucoup de clients, beaucoup d'investisseurs sont un peu fatigués par tout, ce qui leur arrive. Alors maintenant, il faudra bien faire cela avec le client, car même si on lui explique tout en deux pages. Il faut encore que le client veuille lire ce qu'on veut lui expliquer de la réglementation. Il faut vraiment des démarches pour convaincre donc c'est un peu la pédagogie qui doit être mise en place. Et alors, pour moi, c'est ça le principe pour prospérer avec le client. Car il est possible que finalement il se perde ou décide de complètement ignorer cette réglementation et la durabilité. (...) Il y a des banques qui vont trouver des manières de présenter ça de manière très claire, tout en respectant la loi. Et on en a d'autres qui vont poser les mauvaises questions pour ne pas manquer une virgule de la réglementation et eux, ils vont rater l'objectif.»

«Par contre, les best practices nous aident vraiment parce que c'est soit les best practices des entités, parce qu'on est allé dans une entité, elle a mis en place un système pour expliquer quelque chose aux clients et on trouve que c'est super bien, c'est hyper bien fait et donc on mentionne ça. On n'explique donc pas le nom de l'entité, mais on mentionne en disant qu'on est allés dans une banque et on a trouvé que c'est vraiment top. Ça permet justement de le faire de manière simple, peut être peu coûteuse, vraiment bien pour le client, et cetera. Et donc ça, on va le partager tout ça entre nous, ça va être écrit dans le rapport»

- 6) Que pensez-vous de l'ajout de nouvelles réglementations vertes telles que la SFDR et la Taxonomie européenne ? Voyez-vous des contraintes émerger de ces nouvelles réglementations compte tenu de leurs nouveautés et de leurs potentielles lacunes ? Si oui, dans la mesure où MiFID II s'appuie sur ces réglementations, comment pensez-vous que cela affectera son efficacité ? Voyez-vous des effets collatéraux contraires à ce que la réglementation tente de mettre en place ?**

(Par exemple, la Taxonomie n'a encore que sorti en janvier 2022 le premier delegated act et en ce qui concerne la SFDR seulement le premier niveau de la réglementation est sorti en mars 2022)

«Je ne sais pas quelles réponses on pourrait avoir à "Que pensez-vous" à part que c'est nécessaire.»

«En fait, une partie de la complexité qu'on a citée vient du fait que MiFID n'est pas Stand-Alone. Elle dépend de la Taxonomie de SFDR qui ont leurs propres problèmes. Déjà, la Taxonomie est incomplète. Il y a eu des choix politiques qui ont compliqué les choses. Il y a des divergences entre SFDR et Taxonomie. Il y a des problèmes pour avoir des données. Donc la réglementation est compliquée parce qu'elle fait référence à des concepts qui ne sont pas MiFID mais qui viennent de SFDR et de la Taxonomie. Et alors, la question est très pertinente et c'est bien que vous la posiez mais elle est très difficile à répondre. On ne sait pas quels vont être les problèmes spécifiques SFDR qui auront un impact direct sur MiFID. C'est juste quelque chose que les sociétés vont devoir gérer dans leur day-to-day et ce n'est pas quelque chose où ils vont pouvoir dire, "maintenant nous on a réglé le problème. On est bon. On va passer sur autre chose." Non, ils vont devoir régler les petits soucis qui vont arriver tous les jours.

C'est pour ça qu'ils ont tous recruté des experts en ESG, pour répondre à ça. C'est un sujet sur lequel on est parti pour des années. (...) MiFID comme ça existait jusqu'à maintenant, je crois que c'est encore compréhensible pour une personne. Tous les éléments de la gestion financière et les aspects juridiques, c'était faisable. Mais maintenant, ils ont rajouté une couche technique qui n'a plus rien à voir avec la finance. Donc ça devient plus une réglementation qui pourrait être comprise par des ingénieurs. Ça veut dire que c'est beaucoup plus devenu un travail d'équipe ou il faut des gens qui comprennent comment on fait l'acier etc. Parce que là, un juriste, ou quelqu'un qui fait de la gestion, il ne peut pas savoir donc ça veut dire qu'il y aura un problème de compétence au niveau des entités et aussi un problème d'intermédiaires.

On a beaucoup plus besoin de gens qui vont donner des labels ou faire des contrôles qui vont aider les entreprises à mettre quelque chose en place. Voilà, mais poser la question: "Où sont les problèmes ?" Sincèrement, je ne sais pas mais il y en a.»

- 7) Le marché rencontrent-ils des difficultés pour obtenir certains types de produits financiers ? Par exemple, la MiFID classe les produits financiers en 4 catégories.**
- a. instrument financier non durable
 - b. instrument financier durable selon la Taxonomie européenne
 - c. instrument financier durable selon le SFDR
 - d. instrument financier durable dont le fabricant tient compte des principaux impacts négatifs sur les facteurs de durabilité.

Est-il plus difficile pour le marché d'obtenir des instruments financiers durables selon la taxonomie européenne que des instruments financiers durables selon la SFDR ? Si oui, pourquoi ?

«Le client va devoir déterminer un niveau d'ambition donc le pourcentage d'investissement durable. Alors ça veut dire que si je réponds comme ça à votre question, je pense que les trois catégories vont être disponibles. Par contre, si le client veut à chaque fois le 100 %, sans exception. Là au début et même après, par moment, le conseiller va devoir dire au client: "Désolé, on ne va pas pouvoir vous aider si vous restez avec cette préférence, et ici, on peut faire un lien avec la complexité: "Comment est ce que le client va pouvoir déterminer lui même quel pourcentage correspond avec ses ambitions personnelles ? Et qu'est ce qui est réaliste avec le marché comme il existe maintenant et comment il va évoluer ?" Ça dépendra donc de ce que veut le client. (...) C'est entre les entités et les clients que ça va se passer. Si une entité fait ça de bonne foi, qu'elle a une bonne communication avec son client, qu'elle explique bien l'enjeu et qu'elle arrive à convaincre le client à réfléchir sur la question entre ce qui veut et ce qui est réaliste, il va trouver des investissements.

Je crois que encore une fois, une entité qui fait ça de bonne foi, elle va trouver des solutions pour la majorité de ses clients. Et de temps en temps elle va devoir dire: "Désolé, on ne peut pas vous aider parce que vous êtes trop ambitieux. Merci d'aller voir ailleurs". Mais encore une fois, c'est ce que les politiques exigent déjà maintenant avec l'ancien MiFID II. (...) Et il y a une deuxième question et là je n'ai pas de réponse c'est : "Comment les entités vont gérer la situation ou les produits sont disponibles, mais ils sont très chers, plus cher que les produits qui ne sont pas durables". Parce que là aussi, c'est encore une fois une question de bonne communication avec des clients, sans leur faire peur.»

«Ben moi j'ai assisté il y a un certain temps à mes discussions justement entre les différentes autorités compétentes et l'Esma. Et c'est quelque chose qu'on ne sait pas encore qu'on ne peut pas deviner. Donc à l'époque, on discutait déjà de ça. Donc c'était de dire quand on veut écrire des guidelines sur une réglementation. "Est ce qu'on mettrait cette hypothèse là, des prix plus haut?" Elle a été écartée, tout simplement parce qu'on ne sait pas si ces produits vont rapporter moins ou être plus chers. Et ce serait dommage de l'écrire parce que si on écrit, ça va donner cette impression que nécessairement les produits green sont plus chers. Et si ça se trouve, ce n'est pas vrai. On n'a pas voulu l'écrire parce qu'on ne veut pas écrire quelque chose de négatif si on n'en est pas sûr. (...) C'était un choix délibéré de dire "On va voir comment le marché s'adapte" et peut être que ce seront les investissements non durables qui seront les plus chers et qui rapportent moins.»

8) La pression que cette nouvelle réglementation exercera sur les entreprises à la recherche de capitaux poussera certainement certaines d'entre elles à exagérer leurs performances ESG. Comment le marché peut-il se protéger pour s'assurer que les actifs durables ne sont pas exagérés ?

«La problématique du greenwashing est une priorité au niveau européen et pour la direction. On a déjà parlé un peu de comment on supervise des entités. Il y aura peut être quelque chose de spécifique sur ce qui est greenwashing. Et par contre, pour le volet MiFID, je ne pense pas qu'on va faire différemment que ce qu'on nous faisait déjà avant. Dans le passé, on regardait que ce que les entités racontaient, correspondait avec la réalité. On va faire la même chose avec des investissements de type durable, sauf qu'ici on aura beaucoup plus de réglementation à vérifier. Ça sera beaucoup plus technique qu'avant. Avant, il y a des règles MiFID sur ce qu'on raconte aux clients. Et ici c'est plus technique et pour cela on va forcer les entités à respecter leurs obligations. Mais encore une fois, ce n'est pas différent de ce qu'on faisait déjà avec MiFID II au début. (...)»

«Maintenant, on sent quand même une certaine tendance de l'ESMA probablement à nous demander de regarder de plus près la publicité, les documents marketing. Donc ça, c'est peut être quelque chose qui va faire l'objet plus tard de plus de réglementations. On n'a pas encore d'informations à ce niveau

là. Dans MiFID, il y a un article général qui dit que toutes les informations données aux clients doivent être claires, correctes, et non trompeuses. (...) Donc oui, on aura peut-être un petit peu plus de concentration sur les documents marketing. Donc ça, c'est probablement quelque chose qui va arriver. (...) Pour le moment, on regarde effectivement si on a des réclamations greenwashing. (...)»

9) Comment pensez-vous que la MiFID peut contribuer à atténuer le risque de greenwashing?

«On a beaucoup de questions pour savoir combien de pourcents d'instruments font que le portefeuille est green ou pas. Parce que quand on a tous un portefeuille d'investissement, si je suis un client, je demanderais à ma banque de s'occuper de mon portefeuille et je leur dirais ce que je veux comme pourcentage de produits financiers durables. Pour cela il va falloir creuser plus loin car s'il est demandé qu'il soit à moitié green, à moitié pas, puisque un portefeuille à vocation à évoluer car il change chaque jour. En effet, on vend quelque chose en rachetant d'autres, et cetera. C'est normal, c'est comme ça qu'on gère un portefeuille. Par contre, il faut faire attention aussi parce que si on passe de 49 à 51, est-ce que les conseillers financiers devront contacter leur client ? Et comment est ce qu'on réagit si tout à coup un des instruments dans lequel on a investi n'est finalement pas green ? Il faudra recontacter le client en lui disant que voilà il y a x% qui sont out, on va devoir racheter autre chose. Après, quand on fait des investissements, on donne une certaine confiance à son gestionnaire pour que lui s'occupe justement que tout ça soit bien géré et que le client soit tranquille. On sait que techniquement que ça ne va pas être nécessairement facile à mettre en place pour les entités, c'est du travail sérieux, c'est du monitoring. Mais maintenant, on devra aller vérifier que ça a été fait correctement, en toute bonne foi, avec les investissements nécessaires. Mais voilà, comme je dis, on peut comprendre que certaines choses évoluent et on sait déjà qu'on aura bien sûr des problèmes, à certain niveau.»

10) Cette mesure est susceptible d'être conçue pour lutter contre le risque d'écoblanchiment. Comment pouvez-vous aider vos clients à se conformer pleinement à leur processus de diligence raisonnable et d'approbation des produits ?

«En fait, il y a plusieurs couches. Il y a du greenwashing au niveau de l'industrie quand quelqu'un fait quelque chose qui pourrait le présenter plus vert que la réalité. Après, on a le niveau instruments financiers, principalement les fonds ou les green bonds, beaucoup où dans la structure, on pourrait exagérer l'investissement qu'on fait dans le vert. Et la troisième couche, ça s'est MiFID. C'est au moment où on met les instruments financiers dans les portefeuilles des clients. On pourrait encore une fois, faire une mauvaise préparation de l'aspect durabilité au niveau du portefeuille de clients. On peut avoir des problèmes à plusieurs niveaux. Notre domaine de compétence c'est la dernière couche. "Comment est-ce qu'on va présenter les choses aux clients ?" Si maintenant une entité essaye de bien faire de manière vraiment parfaite à ce niveau pour se rendre compte après qu'au niveau des instruments financiers, elle a vendu des fonds où il y avait un problème de greenwashing. Là, on va devoir regarder si elle a fait son boulot de due diligence mais elle pourra pas tout éviter. Et même chose au niveau des instruments financiers si quelqu'un essaye de bien faire, mais après il y a une industrie ou une usine qui a menti ou qui aura fait des erreurs dans ses reporting, il y aura du greenwashing qui n'est pas de sa faute non plus. Nous, on regarde plutôt plutôt l'ensemble au niveau des clients, là où se posent les plus gros problèmes.»

11) A votre avis, quelles sont les forces et les faiblesses de la réglementation ?

«Pour moi, sa plus grosse faiblesse, c'est qu'il est énorme. Il y a énormément de pages et ce n'est pas facile pour les entités de tout mettre en place. C'est quelque chose qui vient encore s'ajouter. Pour moi les forces, c'est que MiFID a été développé depuis le début sur une dizaine de grands principes et que si on va lire c'est grand principe, par exemple, "l'information du client": il doit recevoir une information claire, complète et non trompeuse. Et on a toutes les étapes pour respecter ce principe. (...) Donc même si on a pas l'information, on peut retrouver ce dont on a besoin selon ces grands principes.»

«Pour moi, une faiblesse serait que MiFID se base beaucoup sur les informations du client, et fournit beaucoup d'informations au client mais après je trouve que comme approche pour protéger l'investisseur, ça peut être des limites. Mais de l'autre côté, on peut voir sur le marché que ça fonctionne plutôt bien quand même. Cela permet de structurer l'information.»

12) Si vous étiez à l'origine de cette réglementation et que vous pouviez changer certains de ses aspects dans son ensemble mais aussi afin qu'elle empêche certaines entreprises de faire du greenwashing, que feriez-vous ?

«Ce que j'aurais changé pour MiFID, ça aurait été de tout recommencer sur une feuille blanche. J'aurais fait quelque chose de plus simple, moins volumineux et plus facile à expliquer aux gens.»

«Il est vrai que c'est fort volumineux mais je ne pense pas qu'on puisse recommencer tout car comme ça vient d'un consensus entre 27 entités, ce serait beaucoup trop compliqué de tout recommencer (...).»

(Bonus) La semaine dernière, l'AMF a décidé de déplacer l'entrée en vigueur de MiFID II en France pour janvier 2023. Pensez-vous que le Luxembourg fera de même ?

«C'est une énorme incompréhension. Je ne sais pas pourquoi, ça n'a pas été clarifié. J'ai été contactée par tout ce qui est possible au Luxembourg avec cette demande en disant mais pourquoi eux le font et pas vous ? Alors il y a un article trois dans la directive MiFID deux qui s'appelle exemption optionnelle, qui donnait la possibilité aux États membres en 2014 de prévoir que certaines entreprises peuvent prêter certains services MiFID sans être soumises à la MiFID. Et donc ce n'est pas tous les services évidemment, c'est dans certaines conditions. Il faut regarder dans l'article trois "les conditions" en disant vous pouvez autoriser certaines entités à le faire et, ces entités ne seront pas soumises au MiFID ou en tout cas seulement une partie de MiFID II. Et la France a utilisé cette option avec les conseillers en investissement financier CIF. Donc ce sont eux qui peuvent faire certaines choses mais qui sont très limités. Et le Luxembourg n'a pas utilisé cette mesure-là. Et dans la publication de l'AMF finalement, quand moi, je l'ai lue, j'ai trouvé ça assez clair mais c'est vrai qu'il faut être juriste pour bien connaître MiFID II. C'est qu'il est bien écrit que pour les entreprises d'investissement, la date reste le 2 août. Et à Luxembourg que des entreprises d'investissement donc finalement on a rien fait de différent. C'est juste qu'on n'a pas d'entité l'article trois. Par conséquent, on demande à toutes les entités d'être soumises à la MiFID puisqu'on pense que c'est quand même mieux pour les investisseurs. Mais voilà, ça c'était une possibilité qui était dans la directive et donc la France n'a absolument pas déplacé l'entrée en vigueur pour les entreprises d'investissement. En vrai, pour les entités qu'on a à Luxembourg, ce n'est absolument pas différent de la France c'est juste qu'on a pas la forme d'entreprise article 3 qui peut postposer ce que MiFID demande.»

Appendix 10 - Emma de Leeuw

1) When the new MiFID II regulation was published in August 2021, how did your firm respond? Did you have to undergo any specific training in order to properly implement the new regulation 2021/1253 which is expected to go into effect in August?

«We took the requirements, we took a look at what we already had in terms of suitability and product governance. So, we started to see what we already have and what we needed to have. In terms of training we related closely with our legal team because there is a timeline issue with MiFID. So, we had really a close liaison with the legal team to make sure that you know to implement it properly. And then I think, the guidelines as well on the MiFID ESG suitability in particular, those required additional legal insight and really just checking; “Okay, this is what we want to implement practically”. How can we still be compliant in all the legal requirements, for example, by not misleading clients providing a clear and simple enough explanation, but not nudging them in a certain direction. Those were the really important aspects we focused on.

So, we will provide training to the client facing staff. Maybe also a project manager and a compliance colleague, enclosed cooperation with the legal department, to whom we provide the training. So, there wasn't really anybody to fall back on who could provide us with the training, but there were a lot of webinars held on this topic. So, we followed a lot of the webinars that were held, explaining what we have to implement through market association, through banking association. We discussed with other banks on “Okay. What does this mean? What are the differences?” So those are the kind of training, definitely external training within the market that was followed. And then indeed for the client facing staff, they will have their own training. »

2) How do you see the level of preparation of your company to comply with MiFID II ESG?

«Yeah, so I think for the Triodos bank, we inherently already offer only all sustainable investment products. So, all our products are going to be article nine, all the portfolio management products I should specify. So, we do already have a high level of awareness, and you know, performance of sustainability factors within the products. But in terms of the MiFID ESG, we have the suitability tests included, it was just never explicit. So, the MiFID II ESG requirements, but also the SFDR and the Taxonomy are required to be explicit in how we go about sustainability. So, we were prepared, but I think that the main challenge is “How do you explicitly define it?” Another point is, you know, people who come across our bank are assumed to inherently prefer sustainable products. So, that is again, for making that more explicit, within the suitability. »

3) If certain aspects of the regulation could not be implemented due to lack of time, how do you think your company will be affected by non-compliance with the regulation? What problems might you encounter as a result?

«That's the magic question, I think: “Whether or not we can implement it”, because of the lack of time. Yeah, you may encounter regulatory reprimands. I know for the Dutch situation; the regulators are also still trying to figure out how to go about regulating this. So, what we've kind of heard through the grapevine is there is some period of relax, some period of trying your best, implementation time. That's of course not written down formally anywhere. And no one will confirm that. But, I think it is, if you also look at the regulatory agendas of the Dutch regulator, for example, this topic is on the agenda, but starting in next year. But, I think that the informal assumption is try your best now but do have it up and running by next year when you do have all the information. »

4) Do you think MiFID II will allow the financial market to have more ESG assets? And do you think that this regulation will have a greater effect on the market than the Taxonomy in terms of the quantity of sustainability assets?

«So, I think neither one is really going to affect or be the reason for more ESG assets. Definitely up to the financial institutions to decide whether or not they have more sustainable products. So, they make

that decision. But the MiFID does if it can be an informal trigger. Consumers through this new MiFID regulation can voice their demand for sustainable products. So, through the preferences they can demand, and they can trigger, highlight that they would like more sustainable products. Then, it's of course, up to a financial institution to decide whether or not they want to provide that. The Taxonomy is a different one. It's a classification system. So, of course the first step is classifying what is already in a product. I think over time maybe that can increase the amount of sustainable assets, but of course the Taxonomy is also not perfect, in terms of what you define as being sustainable and a big example is the nuclear and gas, now included in the Taxonomy. So, it makes it less effective. That's a really unfortunate part. »

5) In your opinion, what problems could arise with this new law from the point of view of :

a. Investors:

b. Financial institutions:

«For investors, I think a big challenge is all this new complex terminology. It's a lot of new definitions of terms that the average investor doesn't understand. So, I think there's a risk of overloading the customer with too much information that they don't understand and they can't make the proper choices. So, I think a big component of the financial market is to educate their customers on this sort of terminology. It doesn't mean that the regulations are all bad. Absolutely not. I think it would just take some time in the beginning, once these terms are better defined. And that's where the risk as well is for financial institutions to potentially either directly or indirectly greenwash, by providing so much complex information, a customer doesn't actually understand what choices they're making or how to decide. A financial institution may take advantage of that or also not intend to greenwash something, but just misrepresent it. And there are, I think, very nice guidelines saying the explanation needs to explain all of this terminology, but it must be in a clear and unbiased neutral way without providing any actual examples. So, I think that's a big challenge for financial institutions: "How do you explain all of this information?" » «

6) What do you think about adding new green regulations such as the SFDR and the European Taxonomy? Do you see any constraints emerging from these new regulations given their novelty and potential shortcomings? If so, as MiFID II relies on these regulations, how do you think this will affect its effectiveness? Do you see any collateral effects contrary to what the regulation is trying to put in place?

(e.g., Taxonomy only released the first delegated act in January 2022 and SFDR only released the first level of regulation in March 2022)

«Yeah, so I think with the European Taxonomy, I just said it as well, including the nuclear and gas as a sustainable activity, that's very politically driven. And it also risks reducing the Taxonomy legitimacy by including energy types that are so clearly not sustainable or that does still release carbon into the atmosphere or, you know, with nuclear storing the nuclear waste. So that's, I think, unfortunate because it'll delegitimize some of these regulations as a whole, these kinds of very simple examples. Another risk is that there's so many different ones. So, in addition to these two or three, there's also the corporate sustainability disclosure regulations for the big companies to report their non-financial information. There's a lot of different ones. And there's a risk of them all defining, having certain definitions and them not being aligned.

So, I think that's a shortcoming that they're all very detailed providing very specific definitions, and if they're not well kind of looked back if they're not mirrored well to each other, then there's a risk. And you see that also happening now in the MiFID regulations, for example, you have to ask out whether a client wants to consider principal adverse impacts or adverse impacts, in the MiFID regulation, it doesn't specify whether this is the adverse impact as defined by the SFDR, which is different than the adverse impact as defined by the Taxonomy. So, it creates a lot of confusion because one company can take the Taxonomy adverse impact or another can take the SFDR adverse impacts. Therefore, you get, what would normally be the same result in the MiFID, two different products. So, I think that's the

first constraint. That is just filing them all on top without actually looking: “What was mentioned in each of these regulations and how does that pertain to the other?”. It's also a lot of extra work not just for big banks, but even for small medium banks. And it is also really placing a big burden on the banks that are already sustainable. So, the article six SFDR products have a lot less reporting requirements than article eight or article nine, for example. So that's also, you know, do you want to achieve the goal of having more money flow to sustainable activities than right now what you're doing is burdening those sustainable activities. And what you even see happening is some sustainable investment funds are going for the article six requirements, which is the least sustainable, just because they don't have the capacity to put in place all the reporting requirements as required by the article nine.

So, a bit more proportionality, I think would be more beneficial and then lastly, with the timing and the different timelines. So, MiFID of course the suitability, you have to ask it out in August, a week ago. Whereas the actual underlying data for the SFDR is not yet available. The Taxonomy, it's not fully true that it's not available. You'll hear a lot of market parties saying that it's not available. You don't have tax on alignment yet. You can still get Taxonomy alignment figures on a bilateral basis. So, that for the Taxonomy, it can be put in place. The only thing with the Taxonomy is that it is put in a phased in approach. So, the Taxonomy only requires the first two environmental objectives, the first two out of six. So, you're asking out a preference of a customer where you can only link, you know, you only have information for the first two environmental objectives.

So, an example is, you ask: “How much Taxonomy alignment would you like?” Of course, your client would want to have a hundred percent. But it's going to be no product in the market that has a hundred percent, unless it's only in wind turbines, but that you can't sell to retail clients. And so, things like products that focus on biodiversity or energy efficiency, those are not yet included in those numbers. So yeah, you could say that MiFID could have been at the end of all these requirements, once there's a whole, you know, complete data set. But it's not. So, the risk there is that the client's expectations are really put down. That's also what you see in the regulation is the client has to adapt their preference. If you don't have a product that meets their minimum proportion.

And so, then you're essentially forcing a client to really lower their preferences. And like, that was a big thing for me when I first read it. You have to first ask it all out in a very neutral way. And then if you just don't have the product, which you probably don't, then you have to force them to reduce it. And yeah, at what point, you know, “What do you do with that original preference?” “How is that then a trigger for the financial institution to motivate production of more environmentally sustainable products?” So, what we've started is to still register the original. So, you do have to adjust it, to be compliant, but you do still register the original preference and I hope that's in the market. I hope the market does that as well. So that, there's also some sort of regulation or some sort that the regulator kind of takes a look at: “Okay. You had this many client that wanted 70% preference. What did you do over the years?” “Did you increase your sustainable number of products?” That kind of stuff, that would be interesting to see if that actually happens. »

- 7) Does your company encounter difficulties in obtaining certain types of financial products? For example, MiFID classifies financial products into 4 categories.**
- a. non-sustainable financial instrument**
 - b. sustainable financial instrument according to the European Taxonomy**
 - c. sustainable financial instrument according to the SFDR**
 - d. sustainable financial instrument whose manufacturer considers principal adverse impacts or PAI on sustainability factors.**

Is it more difficult for your company to obtain sustainable financial instruments according to the European Taxonomy than sustainable financial instruments according to the SFDR? If so, why?

«Yeah, I think the most difficult one is the taxonomy and that one came pretty much at the last minute. And that's, again, the difference between the underlying investment funds that we have in our products, they have different timelines than the MiFID. So, the MiFID for the fund manufacturer doesn't apply because they don't have any retail clients. So, they are working on timelines that go up to 1st of January, whereas we would've wanted this information already as of the 2nd of August. So that was a bit of a challenge. It wasn't impossible, we were able to get some data, but again, it's not very complete and you still need additional environmental objectives, to be measured within those numbers. The other thing is, what I also wanted to adjust or say was that the sustainable investments under the SFDR, it's a very broad definition.

So, that's also, not necessarily a challenge, but that's a challenge for the clients. I think if you have one product with sustainable investments of this much percent and another product with that much, how is that determined? I think that's also a challenge.

So, the constraints between all the different ones is in MiFID, if nothing is said about article eight or article nine, only about sustainable investments, but within the SFDR, the focus is not necessarily on what is a sustainable investment. The focus is really on what is required, under article eight and article nine products. So, I think for financial institutions, the sustainable investment percentage is not that difficult. I think it's for clients, for customers, difficult to determine what's the difference and how is this measured? If you look at, I think it was article 2.17 of the SFDR, that's where the definition comes forward, it's a very broad one, it's an investment in an economic activity contributing to any of these wide goals.

So, not difficult for the financial institution, but I think probably the hardest one for customers to determine the difference. »

8) The pressure that this new regulation will put on companies seeking capital will certainly cause some of them to exaggerate their ESG performance. How can you be sure that the assets you sell to your clients according to their sustainability preferences are not overstated?

«I think that's definitely a concern that these regulations did try to address and they do address it, in certain amounts, so it is standardizing the reporting requirements. So, it's kind of the first step in this whole process towards having standard information that can be understandable to a customer.

For the question “How can you ensure that the assets you sell to your clients are not overstated?” I think there is very much consideration in the selection process. So “How do you determine what is going to be included in your investment product?” I think that needs to still be a cornerstone of sustainability reporting or that the regulators should be a cornerstone for the regulators to actually determine what is sustainable. You see a lot of investment funds with different ESG indexes and numbers, and there's really a movement towards ESG indicators, steering ESG based on indicators, which is good because it does provide concrete data, but you need to really do your due diligence. So, “What is that data-based offer?” “What is that indicator-based offer?” You see that with the ESG rating companies, for example, those are not very heavily regulated, so there's a move towards that as well. But for one ESG rating company, one company can be very positive and one can be very negative. Some ESG indicators measure ESG risk exposure rather than another, you know, or based offer policies. So, it's very confusing sometimes to understand what all these indicators mean. And I think there is the focus that indicators can be good, but they need to be backed up by a more qualitative understanding of what you do, a qualitative belief and what do you do with your sustainability? And I think, yeah, I think that the whole selection process is still very important. »

9) How do you think MiFID can help mitigate the risk of greenwashing?

«Yeah, I think that's an interesting one. I don't know if it fully can, at least not the ones I've seen up until now. I think it's a combination of course, MiFID and product governance, so that integrating sustainability preferences into the product governance as well and having certain controls. So, I think in that regard it's up to the regulators to really monitor and make sure that greenwashing doesn't

occur. And I think, I can't remember exactly where, but there's in one of the regulations or guidelines that write that it could be interesting to have the information audited. So, that could be a good way to mitigate that risk, even if it's very costly. And I think again, then you have all these small investment funds that are not competitive for them anymore, or there'd be repercussions there as well. But I think here the responsibility and the power really lies on the regulators. »

10) This measure is likely to be designed to combat the risk of greenwashing.

How can you help your clients (investments company) fully comply with their due diligence and product approval process?

«Yeah, I think that, I think there's like a few lines within the MiFID that does say something about having policies regarding due diligence, product governance and risk management processes. I think that would be it. »

11) In your opinion, what are the strengths and weaknesses of the regulations?

«Strengths is that, it's a really good first step, and really, you know, getting clear, what do we consider as sustainability and standardizing certain aspects. So those principle versus impacts indicators are standardized across the whole industry. So that's a really good beneficial aspect. It provides more information and I think coupled with the corporate sustainability disclosures and the Taxonomy, you're trying to make sustainability measurable, which is really positive or at least bringing it to the forefront. I think one of the weaknesses, or not necessarily weakness is more risk is indeed in the future only steering on indicators. I think the question also needs to be asked: "Why are we steering on these certain indicators?" So keep that question kind of, keep asking that question, it's kind of the impact cycle is, you know, you determine what you need and how you want it to affect, but then there's that last part of the cycle as well, the feedback loop after you have started measuring something, you do a review is what we're measuring and what we're re regarding on is that's still beneficial to the end stakeholder. So, I think that should be a future step that regulators can take is to just reassess and review these regulations in order to see if they are achieving the right outcome.

And one of the weaknesses though, is there's a lot of different regulations and they're not always aligned with each other. And that could be, within the first phase, it's a first round of issuing all these regulations and that in the second round, you see that with MiFID as well, you have the first regulation and then you have the subsequent regulations or amendments as well. »

12) If you were the initiator of this regulation and you could change some of its aspects as a whole but also to prevent some companies from greenwashing, what would you do?

«If I could change some aspects of it. Absolutely I would change the timing. I would put MiFID at the end, when you have all the information at the end. Also, you had those consumers, I think in the Netherlands, there was a consumer research on the templates that they provided and the answer was these templates are very too complex. They're not understood by the regular investor. I would suggest shortening those or simplifying them and to actually prevent greenwash. Additionally, I think I would place heavier requirements on article six. So, if you choose not to be sustainable you still have to give as much information as for the product that aims to be sustainable because there are products that can still report, but they don't report any negative effects. »

Appendix 11 - Descriptions of the interviewees' companies

Moonshot

Moonshot is a sustainable investment consultancy that supports management companies, banks, insurance companies and mutuals on a daily basis in order to help them implement certain sustainable constraints and make concrete commitments for the future (Moonshot).

Website : <https://www.moonshot.run/>

Sopiad

Sopiad is a spin-off that provides services with its SAFIR solution to investment firms, private banks and financial advisors in order to get an overview of what investors want in investment preferences (Sopiad).

Website : <https://www.sopiad.com/>

Deloitte

Deloitte is a British multinational firm, which specializes in audit, consultancy, financial advices, legal and tax advices (Deloitte).

Website : <https://www2.deloitte.com/be/en.html>

Banque de Luxembourg

Banque de Luxembourg is a Luxembourg private bank offering responsible wealth management solutions (Banque de Luxembourg).

Website : <https://www.banquedeluxembourg.com/fr/bank/bl/homepage>

PwC

PwC or PricewaterhouseCoopers is a UK-based global network of firms specializing in audit, accounting and advisory services with a focus on business sectors (PwC).

Website : <https://www.pwc.com/>

NewB

NewB is a Belgian cooperative bank which still only manages current accounts (NewB).

Website : <https://newb.coop/fr>

Credit Suisse

Credit Suisse Group is one of the leading banks in private banking and wealth management, with strong investment banking capabilities (Credit Suisse).

Website : <https://www.credit-suisse.com/ch/fr.html>

CSSF

The Commission de Surveillance du Secteur Financier is a public institution which supervises the professionals and products of the Luxembourg financial sector (CSSF).

Website : <https://www.cssf.lu/en/>

Triodos

Triodos is a bank whose mission is to contribute to a society that promotes quality of life and puts people at the heart of its concerns. It builds all its activities around 3 main themes: social, environmental and cultural (Triodos).

Website : <https://www.triodos.be/>

List of resource persons

Name and Surname	Position	Contact
Caterina Fuso	Business Project Manager	caterina.fuso@credit-suisse.com
Charles Van Doorslaer	Compliance Officer	c.vandoorslaer@newb.coop
Emma de Leeuw	Compliance & SFDR Officer	Emma.deLeeuw@triodos.nl
Giulia Bruni Roccia	Senior Manager in Sustainability department	gbruniroccia@deloitte.lu
Isabelle Jaspert	Head of Division	isabelle.jaspert@cssf.lu
Jean Benoit Gambet	Chief Executive Officer	jean-benoit.gambet@moonshot.run
Julien Renkin	Chief Compliance Officer	julien.renkin@sopiad.com
Nathalie Dogniez	ESG Leader Partner	ndogniez@me.com
Stijn Huysentruyt	Legal Expert	stijn.huysentruyt@cssf.lu
Thomas Schoenmakers	Responsible for the development of the Belgian market	thomas.schoenmakers@bdl.lu

BIBLIOGRAPHY

Books and scientific articles

Antimiani, A., Costantini, V., Kuik, O., & Paglialonga, E. (2016). Mitigation of Adverse Effects on Competitiveness and Leakage of Unilateral EU Climate Policy: An Assessment of Policy Instruments. *Ecological Economics* 128: 246-59.

de Freitas Netto, S. V., Sobral, M. F. F., Ribeiro, A. R. B., & Soares, G. R. D. L. (2020). Concepts and forms of greenwashing: A systematic review. *Environmental Sciences Europe*, 32(1), 1-12.

de Silva Lokuwaduge, C. S., & De Silva, K. M. (2022). ESG Risk Disclosure and the Risk of Green Washing. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 16(1), 146-159.

Battiston, S., Dafermos, Y., & Monasterolo, I. (2021). Climate Risks and Financial Stability. *Journal of Financial Stability* 54: 100867.

Becker, M. G., Martin, F., & Walter, A. (2022). The power of ESG transparency: The effect of the new SFDR sustainability labels on mutual funds and individual investors. *Finance Research Letters*, 102708.

Cunha, F., Meira, E., & Orsato, R. (2021). Sustainable Finance and Investment: Review and Research Agenda. *Business Strategy and the Environment* 30, no 8 (2021): 3821-38.

Eckert, E., & Kovalevska, O. (2021). Sustainability in the European Union: Analyzing the Discourse of the European Green Deal. *Journal of Risk and Financial Management* 14: 80.

Gatti, L., Pizzetti, M., & Seele, P. (2021). Green lies and their effect on intention to invest. *Journal of business research*, 127, 228-240.

Gregory, R. P. (2021). When is greenwashing an easy fix?. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1-24.

Homer, S. T., & Gill, C. M. H. D. (2022). How Corporate Social Responsibility Is Described in Keywords: An Analysis of 144 CSR Definitions Across Seven Decades. *Global Business Review*, 09721509221101141.

Iacobuță, G. I., Brandi, C., Dzebo, A., & Duron, S. D. E. (2022). Aligning climate and sustainable development finance through an SDG lens. The role of development assistance in implementing the Paris Agreement. *Global Environmental Change*, 74, 102509.

Jäger, J. (2022). International Political Economy and Sustainable Finance: Assessing the EU's Green Deal and UNCTAD's Green New Deal. *Contexto Internacional*, 44.

Kumar, S., Sharma, D., Rao, S., Lim, W. M., & Mangla, S. K. (2022). Past, present, and future of sustainable finance: insights from big data analytics through machine learning of scholarly research. *Annals of Operations Research*, 1-44.

Lahsen, M., & Ribot, J. (2022). Politics of attributing extreme events and disasters to climate change. *Wiley Interdisciplinary Reviews: Climate Change*, 13(1), e750.

Liang, & Renneboog, L. (2021). Corporate Social Responsibility and Sustainable Finance: A Review of the Literature.

Lyon, T. P., & Maxwell, J. W. (2011). Greenwash: Corporate environmental disclosure under threat of audit. *Journal of economics & management strategy*, 20(1), 3-41.

Lyon, T. P., & Montgomery, A. W. (2015). The means and end of greenwash. *Organization & Environment*, 28(2), 223-249.

Malhotra, Naresh K., Daniel Nunan, et David F. Birks. *Marketing Research: An Applied Approach*. Fifth Edition. New York: Pearson, 2017.

Parguel, B., Benoit-Moreau, F., & Russell, C. A. (2015). Can evoking nature in advertising mislead consumers? The power of 'executional greenwashing'. *International Journal of Advertising*, 34(1), 107-134.

Pizzi, S., Del Baldo, M., Caputo, F., & Venturelli, A. (2022). Voluntary disclosure of Sustainable Development Goals in mandatory non-financial reports: The moderating role of cultural dimension. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 33(1), 83-106.

Sachs, J. D., & Sachs, L. E. (2021). Business alignment for the "Decade of Action". *Journal of International Business Policy*, 4(1), 22-27.

Schunz, S. (2022). The 'European Green Deal'—a paradigm shift? Transformations in the European Union's sustainability meta-discourse. *Political Research Exchange*, 4(1), 2085121.

Thomas, D. R. (2006). A general inductive approach for analyzing qualitative evaluation data. *American journal of evaluation*, 27(2), 237-246.

Valencia, M. M. A. (2022). Principles, Scope, and Limitations of the Methodological Triangulation. *Investigación y Educación en Enfermería*, 40(2).

Yu, E. P. Y., Van Luu, B., & Chen, C. H. (2020). Greenwashing in environmental, social and governance disclosures. *Research in International Business and Finance*, 52, 101192.

Zhang, D. (2022). Environmental regulation and firm product quality improvement: How does the greenwashing response?. *International Review of Financial Analysis*, 80, 102058.

Zhang, K., Pan, Z., Janardhanan, M., & Patel, I. (2022). Relationship analysis between greenwashing and environmental performance. *Environment, Development and Sustainability*, 1-31.

Internet pages

Arendt. (2022, 26 April). *SFDR Level II – European Commission Publishes Final Draft RTS*. Arendt.com. Retrieved 21/07/2022 from https://www.arendt.com/jcms/p_93533/en/sfdr-level-ii-european-commission-publishes-final-draft-rts.

Banque Triodos. (2022, 27 June). *SFDR : quel est le degré de durabilité des fonds d'investissement ?*. Banque Triodos. Retrieved 29/06/2022 from <https://www.triodos.be/fr/articles/2022/sfdr-quel-est-le-degre-de-durabilite-des-fonds-dinvestissement>.

Beacco, JM. (2020, 15 December). *Aligner les portefeuilles d'investissement avec l'Accord de Paris*. Groupe Caisse des Dépôts. Retrieved 30/06/2022 from <https://www.caissedesdepots.fr/blog/article/aligner-les-portefeuilles-dinvestissement-avec-laccord-de-paris>.

Bell, M. (2021). « Why ESG Performance Is Growing in Importance for Investors ». EY. Retrieved 15/07/2022 from https://www.ey.com/en_us/assurance/why-esg-performance-is-growing-in-importance-for-investors.

Bernal, M. (2022). « MiFID II and ESG Regulations ». DynaFin Consulting. Retrieved 16/06/2022 from <https://www.dynafin.be/mifid-ii-and-esg-regulations/>.

Bon Pote. (2021, 2 December). *Bon Pote d'or 2021 : catégorie greenwashing*. Bon Pote. Retrieved 11/06/2022 from <https://bonpote.com/bon-pote-dor-2021-categorie-greenwashing/>.

Chocron, V. (2022, June 02). *Soupçon de « greenwashing » : un dirigeant de Deutsche Bank démissionne*. Le Monde. Retrieved 16/06/2022 from https://www.lemonde.fr/economie/article/2022/06/02/soupcon-de-greenwashing-un-dirigeant-de-deutsche-bank-demissionne_6128604_3234.html.

Deloitte Luxembourg. (2021). *CSRD: Cornerstone of EU's Sustainable Finance Strategy for Quality Investor ESG Data*. Deloitte Luxembourg - Performance Magazine. Retrieved 22/07/2022 from <https://www2.deloitte.com/lu/en/pages/investment-management/articles/csrd-cornerstone-eu-sustainable-finance-quality-investor-esg-data.html>.

Delbeke, J. (2022). *How Is Europe's Energy Transition Being Shaped by the War in Ukraine?*. Euronews. Retrieved 15/07/2022 from <https://www.euronews.com/green/2022/03/24/what-is-the-impact-of-the-war-in-ukraine-on-europe-s-climate-and-energy-policy>.

EIT Climate-KIC. (2022). *Aligning Portfolios with Paris*. EIT Climate-KIC. Retrieved 18/06/2022 from <https://www.climate-kic.org/success-stories/aligning-portfolios-with-paris/>.

European Commission. (n.d.a). *EU Taxonomy for Sustainable Activities*. European Commission. Retrieved 29/06/2022 from https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en.

European Commission. (n.d.b). *Sustainability-Related Disclosure in the Financial Services Sector*. European Commission. Retrieved 29/06/2022 from https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector_en.

European Commission. (n.d.c). *Overview of Sustainable Finance*. European Commission. Retrieved 06/07/2022 from https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en.

European Commission. (2016). *Commission extends by one year the application date for the MiFID II package*. European Commission. Retrieved 24/06/2022 from https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_16_265.

European Commission. (2018a). *Renewed Sustainable Finance Strategy and Implementation of the Action Plan on Financing Sustainable Growth*. European Commission. Retrieved 23/06/2022 from https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-renewed-strategy_en.

European Commission. (2019). *The European Green Deal*. European Commission. Retrieved 23/06/2022 from https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_19_6691.

European Commission. (2020b, June 18). *Sustainable Finance: Commission Welcomes the Adoption*. European Commission. Retrieved 23/06/2022 from https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_20_1112.

European Commission. (2021a). *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*. European Commission. Retrieved 23/06/2022 from https://ec.europa.eu/info/publications/210706-sustainable-finance-strategy_en

European Commission. (2021f). *Corporate Sustainability Reporting*. European Commission. Retrieved 31/07/2022 from https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en.

Eurosif. (2021). *Infographic on Sustainable Finance Disclosure Requirements*. Eurosif. Retrieved 22/07/2022 from <https://www.eurosif.org/news/infographic-on-sustainable-finance-disclosure-requirements/>.

ESMA. (2022a). *ESMA consults on the review of MiFID II suitability guidelines*. Retrieved 30/05/2022 from <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-review-mifid-ii-suitability-guidelines>.

Fefundinfo. (2021). *Le modèle EET (European ESG Template) - de quoi s'agit-il ?*. Fefundinfo. Retrieved 20/07/2022 from <https://www.fefundinfo.com/fr-fr/news/le-modele-eet-european-esg-template-de-quoi-s-agit-il/>.

Gueguen, E. (2022, May 20). *CSRD : Tout savoir sur le projet de directive européenne*. Positive Workplace. Retrieved 14/07/2022 from <https://positiveworkplace.fr/csrd/>.

I. de L. (2022). *Comment le profil MiFID sera revu sous l'angle de la durabilité?*. MoneyStore. Retrieved 18/07/2022 from <https://moneystore.be/2022/gerer-transmettre-patrimoine/comment-le-profil-mifid-sera-revu-sous-langle-de-la-durabilite>.

IDS. (2021). *SFDR Level 2 Implementation Postponed until 1 January 2023*. IDS GmbH - Analysis and Reporting Services. Retrieved 21/07/2022 from <https://www.idsdata.com/solutions/en/insights/regulatory-news/sfdr-level-2-implementation-postponed-until-1-jan-2023/>.

IIA. (2021). *Index Industry Association Survey Finds Better Corporate Data Needed for Asset Managers to Offer Better ESG Investment Products*. Index Industry Association. Retrieved 31/07/2022 from <https://www.indexindustry.org/index-industry-association-survey-finds-better-corporate-data-needed-for-asset-managers-to-offer-better-esg-investment-products/>.

Investopedia team. (2022a). *Environmental, Social, & Governance (ESG) Criteria Definition*. Investopedia. Retrieved 19/07/2022 from <https://www.investopedia.com/terms/e/environmental-social-and-governance-esg-criteria.asp>.

Investopedia team. (2022b). *What Is a Primary Market?*. Investopedia. Retrieved 20/07/2022 from <https://www.investopedia.com/terms/p/primarymarket.asp>.

Investopedia team. (2022c). *Learn about Secondary Market*. Investopedia. Retrieved 20/07/2022 from <https://www.investopedia.com/terms/s/secondarymarket.asp>.

J.P. Morgan. (2021, June 30). *Comprendre le règlement SFDR*. J.P. Morgan. Retrieved 30/06/2022 from <https://am.jpmorgan.com/fr/fr/asset-management/adv/investment-themes/esg/understanding-SFDR/>.

Kirkland & Ellis. (2021). *Sustainable Finance Disclosure Regulation: Detailed Rules on Disclosures*. Kirkland & Ellis. Retrieved 30/06/2022 from <https://www.kirkland.com/publications/kirkland-alert/2021/02/sustainable-finance-disclosure-regulation>.

La Libre. (2022, 31 May). *Perquisitions chez Deutsche Bank, soupçonnée de "greenwashing" et de "fraude d'investissement"*. La Libre.be. Retrieved 11/06/2022 from <https://www.lalibre.be/economie/entreprises-startup/2022/05/31/perquisitions-chez>

deutsche-bank-soupconnee-de-greenwashing-et-de-fraude-dinvestissement-TOGKSTYAKNGDDBGTTTOUAUPVPRY/.

Neuroprofiler. (2022, March 30). *Qu'est-ce que la taxonomie sociale de l'Union Européenne?*. Neuroprofiler. Retrieved 21/07/2022 from <https://neuroprofiler.com/quest-ce-que-la-taxonomie-sociale-de-lue/>.

O'Dwyer, M., Edgecliffe-Johnson, A. (2021, August 30). *Big Four accounting firms rush to join the ESG bandwagon*. Financial Times. Retrieved 20/07/2022 from <https://www.ft.com/content/4a47fb4a-4a10-4c05-8c5d-02d83052bee7>

PRI. (2018, April 20). The European Commission Action Plan: Action 4. UN PRI. Retrieved 24/06/2022 from <https://www.unpri.org/sustainable-financial-system/the-european-commission-action-plan-action-4/3004.article>.

Reuters. (2022, May 31). *German Officials Raid Deutsche Bank's DWS over "greenwashing" Claims*. Reuters. Retrieved 24/06/2022 from <https://www.reuters.com/business/german-police-raid-deutsche-banks-dws-unit-2022-05-31/>.

Sami. (2022, February 23). *Tout sur la CSRD : les obligations de reporting extra-financier*. Sami. Retrieved 25/07/2022 from <https://www.sami.eco/post/fiche-csrd>.

Tessier, E. (2020, 23 April). *Analyser des données qualitatives en 4 étapes*. Dynamo. Retrieved 30/07/2022 from <https://dynamocollectivo.com/blogue/lanalyse-de-donnees-qualitatives-en-4-etapes/>.

UNFCCC. (n.d.). *The Paris Agreement*. UNFCCC. Retrieved 11/06/2022 from <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement>.

UNFCCC. (2019a). *European Investors to Align Portfolios with Paris Agreement*. UNFCCC. Retrieved 18/06/2022 from <https://unfccc.int/news/european-investors-to-align-portfolios-with-paris-agreement>.

Regulations

Commission Delegated Regulation (EU) 2021/1253 of 21 April 2021 amending Delegated Regulation (EU) 2017/565 as regards the integration of sustainability factors, risks and preferences into certain organisational requirements and operating conditions for investment firms (Text with EEA relevance), 277 OJ L § (2021). http://data.europa.eu/eli/reg_del/2021/1253/oj/eng.

European Commission. (2021b). Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments (2021). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021PC0726>.

Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Text with EEA relevance), 317 OJ L § (2019). <http://data.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj/eng>.

Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088 (Text with EEA relevance), 198 OJ L § (2020). <http://data.europa.eu/eli/reg/2020/852/oj/eng>.

Reports

Allen Overy. (2021). *New ESG Changes to MiFID II - What Investment Firms and Banks Need to Know*.

Bruyninckx, H., Karadeniz, G., & Martin, J. (2021). *Chapter 3 The European Green Deal: Opportunities and Prospects after the Covid-19 Crisis*.

ESMA. (2022b). *Final Report - On the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection*.

Eurosif. (2022). *EU Sustainable Finance & SFDR: making the framework fit for purpose*.

European Commission. (2018b). *Action Plan: Financing Sustainable Growth*.

European Commission. (2020a). *TEG Final Report on the EU Taxonomy*.

European Commission. (2021c). *Amending Delegated Regulation (EU) 2017/565 as regards the integration of sustainability factors, risks and preferences into certain organisational requirements and operating conditions for investment firms*.

European Commission. (2021d). *Technical guidance on the application of “do no significant harm” under the Recovery and Resilience Facility Regulation*.

European Commission. (2021e). *EU Taxonomy, Corporate Sustainability Reporting, Sustainability Preferences and Fiduciary Duties: Directing finance towards the European Green Deal*.

IISD. (2020). *Sustainable Investing - Shaping the future of finance*.

IPCC. (2015). *Climate Change 2014: Synthesis Report*.

JC. (2021). *Final Report on draft Regulatory Technical Standards*.

Liu, Z. (2022). *Three Papers on Sell-Side Financial Analysts*.

Publications Office of the European Union. (2014). *Better regulated and transparent financial markets*.

Ranger, N., Mahul, O., Monasterolo, I. (2022). *Assessing Financial Risks from Physical Climate Shocks: A Framework for Scenario Generation*.

Suetens, D., & Nemeth, P. (2022). *ESG MIFID II and IDD: One Month to Go to for Effective Suitability Assessment – Status Update*.

TerraChoice. (2007). *The « Six sins of greenwashing*.

Executive summary

In the face of climate change, our policies must act to prevent an unprecedented crisis. To this end, the European Union is committed to a series of international agreements. The most important of these is the Paris Agreement, which aims to limit global temperature increase to 1.5 degrees Celsius by 2030. To achieve this agreement, public funds are not enough to support the needed investments to make our society more sustainable. Private investors are, therefore, called upon to contribute to the transition of our economy towards a more sustainable model. However, this change in investment flow puts a lot of pressure mostly on polluting companies. Unfortunately, a change of business model is not easy to implement and it leads some of them to lie about their environmental performance. This disruptive phenomenon, also known as greenwashing, hinders the transition of our economy. In response to this issue, the European Union has put in place some regulations known as the SFDR, the European Taxonomy and MiFID II ESG to push companies to disclose more information about their sustainability and limit deceiving investors. Sustainable finance is a necessary asset to reach those objectives. These new green regulations' goal is to focus on reducing carbon emissions into the atmosphere.

Despite the EU's efforts to make finance sustainable, the timeline of its new regulations' enforcement is affecting the market. Therefore, the purpose of the present work is to determine their impacts on greenwashing and on the market players who have to integrate them. Furthermore, this study focuses on the latest law implemented since August 2022, which is called MiFID II ESG. Through a qualitative survey, participants from the financial sector gave us insight regarding their regulatory journey. As a result, we concluded that those regulations are a major step toward sustainable finance despite the presence of possible misinterpretations which may create a build-up of false information and, thus, fuel greenwashing.