

Duurzame financiering:

Zijn er belemmeringen vanuit
toezicht, financiële regelgeving
en overheidsbeleid?

Dit rapport is een publicatie van de werkgroep Belemmeringen en Stimulansen onder de vlag van het Platform voor Duurzame Financiering¹. De werkgroep wordt voorgezeten door DNB.

¹ DNB heeft het Platform voor Duurzame Financiering opgericht in 2016. Ambitie is de aandacht voor duurzame financiering in de financiële sector te vergroten en de samenwerking te stimuleren. Het Platform bestaat uit het Verbond van Verzekeraars, de Pensioenfederatie, de Dutch Fund and Asset Management Association, de Nederlandse Vereniging van Banken, het Ministerie van Financiën, het Ministerie van Infrastructuur en Milieu, het Sustainable Finance Lab, de Autoriteit Financiële Markten en De Nederlandsche Bank.

Inhoud

Samenvatting	6
Aanleiding	6
Wat is duurzame financiering?	6
Bevindingen	6
Inleiding	9
De rol van de financiële sector in de samenleving	12
Wat is duurzame financiering?	14
Bevindingen	18
Overheidsbeleid als driver van rendement	18
Een markt en bedrijven in ontwikkeling	21
Aspecten van toezicht en financiële regelgeving	22
Kapitaals- en liquiditeitseisen	23
Risicomanagement en marktwaardering	24
Diversificatie, indices en in control vereiste	26
Inconsistentie uitingen DNB	27
Loan origination	27
Mededinging	28
Conclusies	29
Annex 30	

Samenvatting

Aanleiding

Er vinden wereldwijd onvoldoende investeringen plaats om de klimaatdoelen van Parijs en de Duurzame Ontwikkelingsdoelen van de VN te halen. Een werkgroep het Platform voor Duurzame Financiering, voorgezeten door DNB, heeft nu in kaart gebracht in hoeverre algemeen overheidsbeleid, toezicht of financiële regelgeving een belemmerende rol spelen bij de investeringen om die doelen te behalen. Uitgangspunt daarbij was om zowel reële alsook gepercipieerde belemmeringen te identificeren.

In de analyse is de meeste aandacht uitgegaan naar investeringen rondom de energietransitie en klimaatverandering, omdat daar de afgelopen jaren de meeste kennis over is opgebouwd.

Dit rapport biedt een overzicht van het onderzoek, inclusief – uiteraard – de conclusies.

Wat is duurzame financiering?

Duurzame financiering kan in brede zin worden gedefinieerd als alle financiering die bijdraagt aan de verduurzaming van de economie. Duurzame financiering kan op grofweg drie verschillende manieren worden geclassificeerd:

- het thema van duurzaamheid waarop de financiering betrekking heeft
- de mate van duurzaamheid van het project of bedrijf waarin wordt geïnvesteerd
- de mate waarin duurzaamheidsfactoren meegewogen worden in investeringsbeslissingen

Bevindingen

De belangrijkste reden waarom er onvoldoende duurzame investeringen zijn, is dat het risico-rendementsprofiel van duurzame investeringen te vaak onvoldoende aantrekkelijk is. Van de duurzame investeringen die wel financieel aantrekkelijk zijn, zijn er bovendien te weinig. Er zijn twee belangrijke factoren die het rendement van duurzame investeringen sterk beïnvloeden:

- 1) *Overheidsbeleid* speelt een sleutelrol in het bepalen van de relatieve aantrekkelijkheid van duurzame investeringen, en daarmee in de risico-

rendementsafweging van financiële instellingen. Gelukkig zien instellingen een steeds duidelijker overheidsbeleid op de energietransitie, met name in Nederland. Het overheidsbeleid op andere duurzaamheidsthema's, zoals biodiversiteit, landgebruik, en de circulaire economie, laat echter, aldus veel instellingen, te wensen over.

- 2) Het vroege *ontwikkelstadium* van een deel van de markt voor duurzame financiering. Voor de verduurzaming van de economie zijn onder andere investeringen in innovatieve technologieën en processen vereist, die gekenmerkt worden door hoog risico, geen trackrecord en beperkte omvang en liquiditeit. Het onderzoek ziet een kwalitatieve mismatch tussen de financieringsvraag van bedrijven en projecten en het aanbod van kapitaal door financiële instellingen. Bovendien is er een gebrek aan informatie over duurzaamheid, en gaat het meenemen van duurzaamheidsinformatie vaak gepaard met hogere kosten. Het werk van de EU rondom disclosures en taxonomie en het werk van de FSB Taskforce on Climate-related Financial Disclosures wordt dan ook verwelkomd.

Hierbij dient te worden opgemerkt dat deze bevindingen met name gelden voor kleine, nieuwe, innovatieve bedrijven en projecten: duurzaam, maar met hoog risico, en vaak gefinancierd via private equity of projectfinanciering. Voor financiële instellingen is dit echter maar een beperkt deel van hun balans. De problematiek van de verduurzaming van de economie is veel breder, en raakt bijna alle delen van de economie, en daarmee dus ook grote delen van de balansen van financiële instellingen.

Aan de relatieve aantrekkelijkheid van duurzame financiering en bovengenoemde twee factoren zitten ook aspecten vanuit toezicht of financiële regelgeving.

- Het deel van de markt voor duurzame financiering dat gekenmerkt wordt door hoge risico's en beperkte liquiditeit, kent daarmee ook hogere *kapitaals- en liquiditeitseisen*. Er wordt geen aanleiding gezien het uitgangspunt van 'meer risico, meer kapitaal/liquiditeit' te doorbreken, aangezien dit zou betekenen dat instellingen te lage buffers aanhouden. Bovendien betreft dit slechts een deel van de balans van financiële instellingen.
- Het is wel de vraag of *risico's* van duurzame en niet-duurzame financiering momenteel goed worden gekend. Zo kan bijvoorbeeld het verdienmodel van CO2-intensieve bedrijven in een energietransitie onder druk komen te staan.

Duurzaamheidsrisico's moeten beter worden meegenomen in de risicoanalyses van instellingen en toezichthouders. Dit vereist meer kennis in de sector en bij de toezichthouder over dit thema.

- Sommige instellingen zien *marktwaardering* als een belemmering, omdat de huidige marktwaarde onvoldoende langetermijnontwikkelingen als de energietransitie zou reflecteren. Anderen, waaronder DNB, zien marktwaardering niet als een probleem, aangezien dit volgens hen wel de juiste waarde weergeeft, gegeven alle informatie die vandaag de dag beschikbaar is.
- Instellingen geven aan dat er momenteel te weinig duurzame bedrijven en projecten zijn om bovengemiddeld in te investeren en tegelijk gediversifieerd te blijven. Dit *gebrek aan investeringsopties* is echter geen probleem van financiële regelgeving dat diversificatie stimuleert - diversificatie is immers verstandig risicobeheer - maar een zaak van het bevorderen van meer duurzame bedrijven en projecten.

Naast het belang van betere informatievoorziening en risicomanagement, wat eventueel herziening van regelgeving vereisen, lijken er verder geen redenen zijn om toezichtkaders of financiële regelgeving aan te passen.

1. Inleiding

Met de Duurzame Ontwikkelingsdoelen (SDGs) van de VN en de doelen van het Parijse klimaatakkoord, staat duurzaamheid stevig op de nationale en internationale agenda. Voor beide doelen zijn significante investeringen nodig en speelt de financiële sector een onmisbare rol. In het akkoord van Parijs (Artikel 2.1.c) wordt zelfs expliciet gesteld dat om het akkoord te laten slagen, de financiële kapitaalstromen overeen moeten komen met het pad naar een klimaat neutrale economie. Momenteel vinden deze investeringen echter nog onvoldoende plaats. Volgens de Europese Commissie is in Europa sprake van een jaarlijks investeringstekort van EUR 180 miljard voor wat betreft de EU energie- en klimaatdoelen voor 2030. Voor Nederland schat adviesbureau McKinsey in dat de benodigde additionele investeringen voor de doelen van Parijs in Nederland tussen 2020 en 2040 jaarlijks EUR 10 mrd bedragen.²

Duurzaamheid staat ook hoog op de agenda bij De Nederlandsche Bank.³ De missie van DNB is om zich sterk te maken voor financiële stabiliteit en daarmee bij te dragen aan duurzame – op lange termijn houdbare - welvaart. Een welvaart die tot grote ecologische schade leidt, die de sociale verhoudingen in een land onder druk zet of gebaseerd is op financiële zeepbellen, is op de lange termijn onhoudbaar en dus niet duurzaam. Bij duurzame welvaart past een duurzaam opererende financiële sector. Een sector waarin alle stakeholders duurzaamheid geïnternaliseerd hebben in hun beleid en hier ook transparant over zijn. In alles wat instellingen doen houdt men rekening met evenwichtige belangenafweging.⁴

Gezien het belang dat DNB aan dit thema hecht en de grote nationale investeringsbehoeftes, heeft DNB in 2014 het initiatief genomen tot de oprichting van een nationaal Platform voor Duurzame Financiering. Dit samenwerkingsverband brengt de koepels van de Nederlandse financiële sector, de overheid en toezichthouders bij elkaar om gezamenlijk te kijken hoe we obstakels voor duurzame financiering kunnen voorkomen of verhelpen en hoe we positieve impulsen kunnen geven aan verduurzaming.

Als onderdeel van dit Platform is een werkgroep opgericht, met als doel het inventariseren van mogelijke belemmeringen of stimulansen vanuit toezicht of financiële regelgeving. Deze werkgroep is opgericht en wordt voorgezeten door

² Versnellen van de energietransitie: kostbaar of kansrijk? (McKinsey, 2017).

³ Jaarverslag 2017 (DNB, 2017), Visie op Toezicht 2018-2022 (DNB, 2017).

⁴ DNB stimuleert sector te verduurzamen (Pensioen Doc, 2016).

DNB. De aanleiding hiervoor was dat DNB soms vernam dat instellingen het toezicht of bepaalde financiële regelgeving als belemmerend ervaren bij het uitoefenen van hun financieel duurzaamheidsbeleid. DNB wilde via deze werkgroep daarover in dialoog met de sector. Uitgangspunt daarbij was om zowel reële als gepercipieerde belemmeringen te identificeren en waar mogelijke weg te nemen.

Deze werkgroep, waarin vertegenwoordigers van de financiële sector en de overheid zitting hebben⁵, is in het najaar van 2016 aan de slag gegaan met een inventarisatie onder de leden van de werkgroep. Deze inventarisatie is vervolgens besproken in een bredere workshop, met onder andere vertegenwoordigers van de OESO, het Sustainable Finance Lab, VBDO en de UN Principles for Responsible Investment. Dit heeft geleid tot een interim rapport waarvoor in de zomer van 2017 een publieke consultatieronde is gehouden. Hierop hebben 10 partijen gereageerd.⁶ Een geanonimiseerde en op plekken ingekort overzicht van de reacties op de consultatie en van de oorspronkelijke belemmeringen geïdentificeerd door de leden van de werkgroep is te vinden in de bijlage.

In het concept-eindrapport hieronder worden de belangrijkste reële en gepercipieerde belemmeringen uiteengezet die financiële instellingen ervaren. Het rapport is een reflectie van de gevoerde gesprekken en de inventarisatie. Het rapport beoogt een overzicht te geven van de belangrijkste reële en gepercipieerde belemmeringen. De analyse bevindt zich vooral op het vlak van de energietransitie en klimaatverandering, omdat daar de afgelopen jaren de meeste aandacht in de sector voor is geweest, als ook de meeste kennis over is opgebouwd.

Het rapport kent de volgende structuur. Eerst wordt kort de rol van de financiële sector in de samenleving toegelicht, waarbij met name het risico-rendement-principe van belang is. Ten tweede wordt kort toegelicht welke verschillende definities van duurzame financiering er zijn. Naar de risico-rendementsafweging en naar de moeilijkheid om duurzaamheid te definiëren wordt soms terugverwezen bij het behandelen van de (gepercipieerde) belemmeringen. Daarna wordt ingegaan op de twee belangrijkste factoren waardoor duurzame investeringen momenteel achterblijven: overheidsbeleid en het feit dat de markt voor duurzame financiering nog sterk in ontwikkeling is. Vervolgens worden

⁵ Zie de annex voor een overzicht van de leden van de werkgroep.

⁶ Reacties zijn binnengekomen van: Verbond van Verzekeraars, Triodos, VBDO, Volksbank, Kempen Asset Management, Aegon Asset Management, Sustainable Finance Lab, Eumedion, Dufas, Ministerie van Financiën, Pensioenfederatie.

daarbij de belangrijkste aspecten vanuit toezicht en financiële regelgeving genoemd.

2. De rol van de financiële sector in de samenleving

De financiële sector wordt vaak getypeerd als de smeeroil van de economie.

Dankzij de financiële sector kan de economie goed functioneren. Zo verzorgen financiële instellingen een deel van de infrastructuur die nodig is voor een efficiënte werking van het betalingsverkeer. Ook maakt de financiële sector het mogelijk dat bedrijven investeringen kunnen doen om meer of betere producten en diensten aan te bieden.

*Het mobiliseren en alloceren van financiële middelen, is een van de belangrijkste functies van de financiële sector.*⁷ Financiële instellingen beloven klanten of deelnemers van wie ze de financiële middelen ophalen een bepaald rendement, maar de instellingen bepalen zelf waar ze die opgehaalde financiële middelen in investeren. Het is aan de instellingen om ervoor te zorgen dat hun investeringen ook dat beloofde rendement opleveren, en instellingen nemen daarbij dus zelf het risico dat de investeringen minder opleveren dan verwacht.

Bij iedere investering maken financiële instellingen een risico-rendementsafweging: hoeveel risico neem ik met deze investering, en wat krijg ik ervoor terug? Wanneer een investering wordt gezien als hoog risico, vereisen investeerders vaak een hoger rendement. Deze risico-rendementsafweging is een belangrijk element in de financiële sector, en speelt een rol in het uitleggen en toelichten van onderstaande geïdentificeerde belemmeringen.

Instellingen maken hun investeringskeuzes binnen de gegeven (juridische) kaders, zoals minimumeisen aan financiële buffers en de expliciete risico-acceptatie van de stakeholders van de instelling. Als buffer voor (on)verwachte verliezen moeten financiële instellingen eigen vermogen aanhouden (kapitaalseisen). Dit eigen vermogen zorgt ervoor dat wanneer de investeringen van financiële instellingen tot verlies leiden, de instellingen op het eigen vermogen kunnen interen zodat men nog steeds aan de financiële verplichtingen jegens klanten of deelnemers kan voldoen. Naast de vereiste buffers is het ook van belang dat instellingen rekening houden met de belangen en preferenties van hun klanten, deelnemers en aandeelhouders. Sommige klanten van banken en sommige pensioendeelnemers wensen namelijk dat er duurzaam met hun geld wordt omgegaan. Dit 'impact'-element speelt in die gevallen ook een rol bij de investeringskeuze. De Nederlandsche Bank, als prudentieel toezichthouder, ziet

⁷ Deze paragrafen zijn deels gebaseerd op het rapport Samenleving en financiële sector in evenwicht van de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid.

erop toe dat instellingen voldoende buffers aanhouden, dat er bij hun investeringsbeslissingen een evenwichtige belangenafweging plaatsvindt en dat instellingen adequaat de risico's beheersen. DNB wenst daarbij echter niet op de stoel van de bestuurder te zitten: de investeringskeuzes zijn en blijven een zaak van de instellingen.

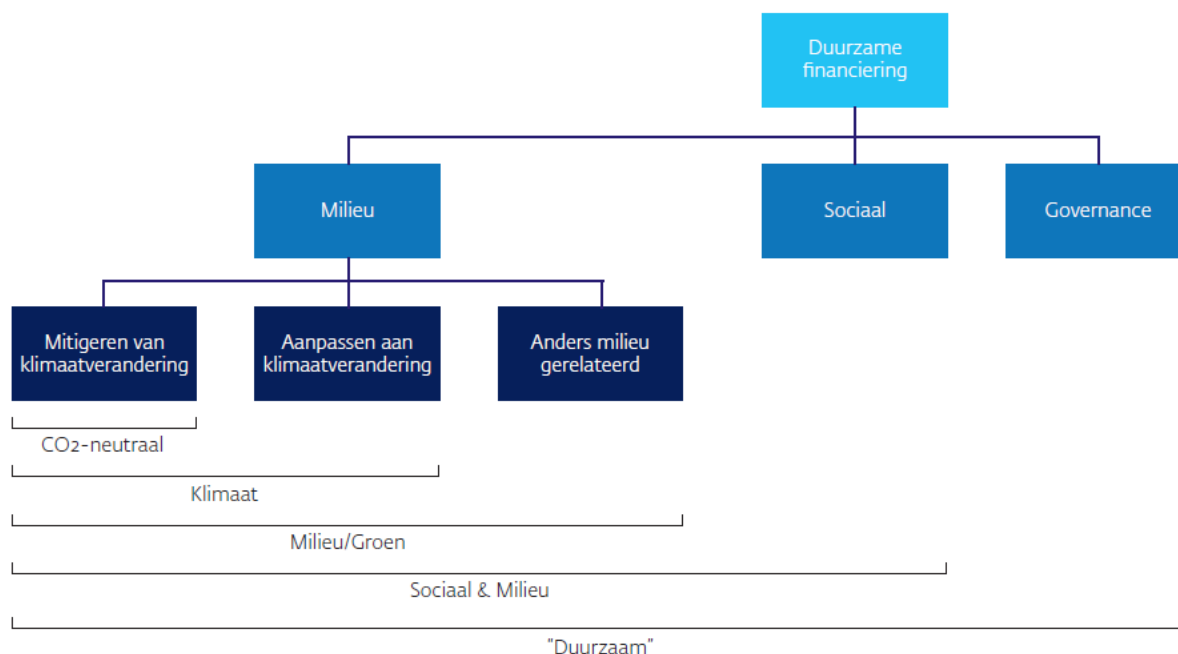
3. Wat is duurzame financiering?

Duurzame financiering kan in brede zin worden gedefinieerd als alle financiering die bijdraagt aan de verduurzaming van de economie, en in het bijzonder aan de klimaatdoelen van het Parijsakkoord en de duurzame ontwikkelingsdoelen van de VN. De Europese Commissie definieert in haar Sustainable Finance Action Plan duurzame financiering als het proces waarbij milieu- en sociale factoren worden meegewogen in investeringsbeslissingen.⁸ Hoewel deze twee definities een conceptueel beeld schetsen en daarmee verhelderend zijn, zijn ze nog moeilijk te hanteren in de praktijk. Er is namelijk geen standaardisatie van welke financiering wel of niet onder die definities vallen. Het is aan iedere financiële instelling zelf om te bepalen welke financiering zij als duurzaam beschouwt, waardoor er onderling grote verschillen (kunnen) bestaan. Dit gebrek aan duidelijk hanteerbare definities en standaarden is op zichzelf een belemmering, waar we later op terug komen.

Er kunnen ruwweg drie verschillende manieren worden gehanteerd om duurzame financiering verder te classificeren. Inzage in deze verschillende onderdelen van duurzame financiering kan helpen bij het begrijpen van de geïdentificeerde belemmeringen. Ten eerste kun je thematisch aangeven op welk vlak van duurzaamheid de financiering zich bevindt (figuur 1). Is dat op milieu, sociaal, of governance gebied? Daarbij kan binnen milieu vervolgens weer onderscheid gemaakt worden naar klimaat of 'anders milieu-gerelateerd'.

FIGUUR 1: VERSCHILLENDE THEMA'S VAN DUURZAAMHEID

⁸ Action Plan: Financing Sustainable Growth (European Commission, 2018).



BRON: UNEP, DNB

Een tweede onderscheid dat kan worden gehanteerd is hoe duurzaam het project of bedrijf is waarin wordt geïnvesteerd. Per duurzaamheidsthema zal dit verschillen. Uitgaande van bijvoorbeeld de energietransitie (mitigeren van klimaatverandering), kunnen sommige bedrijven als CO₂-intensief of ‘bruin’ worden gezien, zoals een elektriciteitscentrale die alleen energie opwekt op basis van kolen, terwijl andere bedrijven als duurzaam of ‘groen’ kunnen worden aangemerkt, zoals een producent van zonne-energie. Tussen deze twee uitersten zit echter een breed spectrum aan duurzaamheid. Er zijn verschillende tinten groen en bruin. Neem bijvoorbeeld producenten van auto’s. Sommige produceren uitsluitend fossiele-brandstof-auto’s (bedrijf 1 in Figuur 2) die CO₂ uitstoten, waardoor dit in de kern niet-duurzame/‘bruine’ bedrijven zijn. Sommige van deze autoproducenten hebben echter concrete plannen om minder fossiele brandstof auto’s en meer elektrische auto’s te produceren (bedrijf 2 in Figuur 2), waardoor zij ‘groener’ zijn dan concurrenten zonder zulke plannen. Zij zijn echter nog steeds minder ‘groen’ dan een producent van uitsluitend elektrische auto’s (Bedrijf 3 in Figuur 2). Kortom, naast het bepalen van welk thema van duurzaamheid de financiering zich bevindt, kan er ook onderscheid gemaakt worden naar de mate van duurzaamheid (van donkerbruin naar donkergroen) van het project of bedrijf dat gefinancierd wordt. Barrières die gelden voor de ene tint groen of bruin, gelden wellicht niet voor de andere tint.

Dit alles wordt bemoeilijkt wanneer een instelling zich in haar duurzame financiering richt op meerdere thema's. Immers, een elektrische autoproducent kan als groen/duurzaam bedrijf worden aangemerkt in het kader van de energietransitie, maar wanneer dit bedrijf niet verantwoord omgaat met de zeldzame mineralen die er voor de productie van zo'n auto nodig zijn, scoort het laag op duurzaamheid in de categorie 'Anders milieu gerelateerd.'

FIGUUR 2: DUURZAME FINANCIERING: THEMA ENERGIETRANSITIE; VAN BRUIN, NAAR GROEN, TOT DONKERGROEN



Tot slot kan er een onderscheid worden gemaakt in hoeverre duurzaamheidsfactoren worden meegewogen in de investeringsbeslissingen van financiële instellingen. Ook hier is er sprake van een spectrum. Sommige banken en beleggers hanteren bijvoorbeeld enkel een uitsluitingsbeleid van wapenproducten of kolencentrales, uit sociale of klimaatoverwegingen. Andere banken en beleggers geven alle bedrijven een duurzaamheidsscore op basis van duurzaamheidsinformatie die ze inkopen of opvragen bij de bedrijven, en sluiten alle bedrijven die niet aan een minimumduurzaamheidsscore voldoen uit. En weer andere banken en beleggers sturen hun beleggingen en leningen op deze duurzaamheidsindicatoren, waarbij ze gericht extra geld beleggen in duurzame bedrijven ten opzichte van niet-duurzame bedrijven.

In het DNB-onderzoek Duurzaam beleggen in de Nederlandse pensioensector, worden vier verschillende vormen van duurzaam beleggen onderscheiden: beperkt, actief, intensief en geïntegreerd. Onderstaande figuur geeft een nadere toelichting.

FIGUUR 3: VORMEN VAN DUURZAAM BELEGGEN

Vormen van duurzaam beleggen

Vier categorieën van duurzaam beleggen, ingedeeld naar intensiteit	Vormen van duurzaam beleggen die in deze categorie voorkomen
Fondsen die een <u>beperkt</u> duurzaamheidsbeleid voeren.	<ul style="list-style-type: none"> ■ Geen vastgelegd MVO-beleid ■ Geen consistente toepassing van principes ■ Beperkt uitsluitingenbeleid
Fondsen die een <u>actief</u> duurzaamheidsbeleid voeren en ESG-factoren in de beleggingen integreren. De uitvoering van het beleid gebeurt bij een deel van de fondsen door middel van passief beheer.	<ul style="list-style-type: none"> ■ In meer of mindere mate vastgelegd MVO-beleid ■ Toepassing van principes ■ Uitsluitingenbeleid ■ Engagement ■ Stemmen (aandeelhoudersvergaderingen) ■ Best-in-class selectie
Fondsen die een <u>intensiever</u> duurzaamheidsbeleid voeren, waar bij de uitvoering onder meer ook sprake is van actief beheer en in sommige gevallen continu afwegingen worden gemaakt omtrent de duurzaamheidskeuzes.	<ul style="list-style-type: none"> ■ Verdergaand MVO-beleid ■ Toepassing van principes ■ Uitsluitingenbeleid ■ Engagement ■ Stemmen (aandeelhoudersvergaderingen) ■ Best-in-class selectie
Fondsen die een <u>geïntegreerd</u> duurzaamheidsbeleid voeren, waarbij duurzaamheid in de verschillende fases van het beleidsproces wordt geïmplementeerd. Fondsen zetten proactief stappen om doelstellingen te realiseren en zijn transparanter over inspanning en resultaten.	<ul style="list-style-type: none"> ■ Geïntegreerd MVO-beleid, met focus op specifieke thema's ■ Toepassing van principes ■ Uitsluitingenbeleid ■ Engagement ■ Stemmen (aandeelhoudersvergaderingen) ■ Best-in-class selectie ■ Impact beleggen ■ Inzet op samenwerking binnen de sector-MVO-rapportages

4. Bevindingen

De belangrijkste reden waarom er onvoldoende duurzame investeringen zijn, is dat het risico-rendementsprofiel van duurzame investeringen te vaak onvoldoende aantrekkelijk is. De investeringen kennen een te hoog risico, een te laag rendement, of een combinatie van beide. Van de duurzame investeringen die wel financieel aantrekkelijk zijn, zijn er bovendien te weinig.

Er zijn twee belangrijke factoren die het rendement van duurzame investeringen sterk beïnvloeden: overheidsbeleid en het vroege ontwikkelstadium van een deel van de markt voor duurzame financiering. Aan deze twee factoren zitten allerlei aspecten vanuit toezicht of financiële regelgeving, die hieronder ook worden toegelicht. De onderstaande toelichting is met name toegespitst op klimaatgerelateerde investeringen, omdat hier de afgelopen jaren de meeste kennis en ervaring over is opgedaan. Echter, instellingen geven aan dat deze twee factoren ook gelden voor andere aspecten van duurzaamheid, zoals circulariteit, sociale vraagstukken, etc.

Overheidsbeleid als driver van rendement

De overheid speelt een belangrijke rol in hoe ‘groen’ of ‘bruin’ de economie is als geheel. Daar de financiële sector als geheel ook de gehele economie financiert, geldt dat als de economie als geheel vervuilend of ‘bruin’ is, de financiële sector ook vervuilend is. Als de overheid met haar beleid de economie vergroent, vergroent de financiële sector mee. Anders gezegd, overheidsbeleid speelt een sleutelrol in het bepalen van de relatieve aantrekkelijkheid van duurzame investeringen, en daarmee in de risico-rendementsafweging van financiële instellingen.

Het gebrek aan consistent, lange-termijn- en gedetailleerd duurzaamheidsbeleid van de Nederlandse en buitenlandse overheden wordt door instellingen *als één van de belangrijkste oorzaken* gezien dat duurzame investeringen onvoldoende aantrekkelijk zijn. Momenteel zijn diverse vervuilende activiteiten toegestaan en winstgevend, en die activiteiten worden daardoor ook gefinancierd. Het gebrek aan een adequate, wereldwijde CO₂-prijs is bijvoorbeeld een van de belangrijkste redenen waarom klimaatgerelateerde duurzame financiering onvoldoende van de grond komt. Ook voor andere duurzaamheidsthema’s zoals biodiversiteit en circulair gebruik van grondstoffen, geldt dat de negatieve externaliteiten onvoldoende worden beprijsd. Ook geldt dat overheden regelmatig ‘tijdens het spel de regels veranderen.’

Een goed voorbeeld van de negatieve invloed van overheidsbeleid, is het politieke klimaat rondom zonne-energie in Spanje. In 2010 was Spanje één van de wereldwijde leiders op het gebied van zonne-energie, mede dankzij een genereus subsidiebeleid dat in de praktijk een minimumrendement beloofde voor bedrijven. Het subsidiebedrag nam echter ieder jaar significant toe, en mede in het licht van de economische crisis in Spanje, bleek dit financieel onhoudbaar. Daarop besloot Spanje de subsidie stop te zetten. De Spaanse regering deed dit echter ook deels met terugwerkende kracht, waardoor vele bestaande bedrijven en projecten failliet gingen, met alle gevolgen van dien voor hun investeerders. Veel investeerders zijn nu huiverig voor investeringen in zonne-energie in Spanje, en zijn in algemene zin huiveriger geworden voor investeringen in projecten die afhankelijk zijn van subsidies, omdat overheden er niet voor schromen de subsidies halverwege te stoppen.

Gelukkig zien instellingen wel een steeds duidelijker overheidsbeleid op de energietransitie, met name in Nederland. De huidige regering heeft in haar regeerakkoord een flink aantal maatregelen omtrent de energietransitie aangekondigd. Zo komt er een minimum CO₂-prijs voor elektriciteitsopwekking, zullen de kolencentrales uiterlijk in 2030 worden gesloten en zal het belastingstelsel worden vergroend. Ook wordt Invest-NL opgericht, een Nederlandse financierings- en ontwikkelingsinstelling met een eigen vermogen van EUR 2,5 miljard.

Een goed voorbeeld dat de positieve impact van overheidsbeleid voor duurzame financiering onderstreept, is het aangekondigde verbod van het gebruik van kantoren met een energielabel lager dan C na 2023. De overheid verbiedt met zo'n wet een bepaald soort vervuiling. Kantoren die op 1 januari 2023 niet aan de eis voldoen, moeten op slot. Hierdoor vergroent de economie, en ook de financiële sector die een groot deel van de kantoren in Nederland financiert. Bovendien zorgt de financiële sector ervoor dat de verduurzaming in een stroomversnelling komt. Nederlandse grootbanken zullen bijvoorbeeld vanaf begin dit jaar geen herfinanciering meer verstrekken voor kantoren met een energielabel lager dan C, tenzij er een plan ligt om het energielabel tijdig te verbeteren. Deze risicomanagement-maatregelen van banken zorgen ervoor dat de verduurzaming van kantoren zal versnellen, omdat men anders geen financiering meer krijgt.

Momenteel worden de plannen in het regeerakkoord uitgewerkt in een nieuw Energie-akkoord en een klimaatwet. Mede door toedoen van het Platform voor Duurzame Financiering, wordt de financiële sector betrokken bij het opstellen het akkoord en de wet. Dit geeft de financiële sector de mogelijkheid om al

bovengenoemde en andere belemmeringen, alsook gewenste stimulansen, in te brengen bij de overheid.

Al deze stappen van de Nederlandse overheid omtrent de energietransitie worden door de instellingen als zeer positief ervaren. Desalniettemin merken instellingen nog enkele belemmeringen op vanuit Nederlands overheidsbeleid.

Enkele voorbeelden:

- Het is onduidelijk of zonnepaneleninstallaties op een dak onroerend goed zijn of niet. Dit is met name een probleem voor installaties die een andere eigenaar kennen dan de eigenaar van het gebouw. Over het algemeen geldt dat na bevestiging van de panelen, de installatie eigendom is van de gebouweigenaar. Dit heeft als gevolg dat er opstalkosten moeten worden betaald, wat extra kosten betekent.
- Bij het subsidieprogramma Stimulering Duurzame Energieproductie (SDE+) worden subsidies verstrekt aan degenen die het project kunnen uitvoeren met de minste subsidie. De overheid zou echter volgens enkele instellingen ook rekening moeten houden met de lange-termijn-houdbaarheid van de projecten, en niet alleen met de prijs.
- De dubbele energiebelasting op stroom die tijdelijk wordt opgeslagen in een elektrische auto is een belemmering.
- Het verhogen van het hypotheek krediet voor verduurzamingsmaatregelen geldt als nieuwe financiering. Dit betekent dat er advieskosten moeten worden betaald en dat er een inkomenstoets moet worden gedaan. Ook geldt momenteel dat EUR 9.000 buiten beschouwing mag worden gelaten als financieringslast om energiebesparende maatregelen te bevorderen. Het is echter onduidelijk of dit ook bij een verhoging buiten beschouwing mag blijven.
- Het verduurzamen van een woning kan leiden tot een hogere WOZ-waarde. Als gevolg van deze waardeverhoging stijgen het eigenwoningforfait, de waterschapsbelasting en de onroerendzaakbelasting.

Buiten Nederland geldt dat er in andere Europese landen minder duidelijkheid is over de overheidsmaatregelen aangaande de energietransitie. In Polen worden kolen bijvoorbeeld nog steeds gesubsidieerd, en in de EU laat het ETS CO₂-systeem nog veel te wensen over. Ook buiten Europa doen overheden onvoldoende om de economieën te verduurzamen. Zo worden fossiele brandstoffen in brede zin wereldwijd nog flink gesubsidieerd. Ook geldt binnen Nederland dat buiten het vraagstuk van de energietransitie het overheidsbeleid op andere duurzaamheidsthema's nog te veel te wensen overlaat, aldus veel instellingen, denk daarbij aan zaken omtrent biodiversiteit, landgebruik, en circulair gebruik van grondstoffen.

Een markt en bedrijven in ontwikkeling

Een tweede belangrijke factor die het risico-rendementsprofiel beïnvloedt is het feit dat de markt voor duurzame financiering en duurzame bedrijven en projecten nog sterk in ontwikkeling is. Dit heeft twee belangrijke kenmerken.

Ten eerste geldt dat de verduurzaming van de economie onder andere investeringen in innovatieve technologieën en processen vereist. Er is daarbij momenteel sprake van een kwalitatieve mismatch tussen de financieringsvraag van bedrijven en projecten en het aanbod van kapitaal door financiële instellingen:

- Zo zijn dit vaak investeringen met een hoog risico. Aan het begin van de transitie is namelijk onduidelijk welke technologieën uiteindelijk de ‘winnende’ technologieën zullen zijn: rijden we straks in waterstofauto’s of toch in elektrische auto’s? Er wordt vaak in meerdere technologieën geïnvesteerd, en sommigen zullen daarbij hun investering niet terug verdienen. Denk bijvoorbeeld aan de ontwikkeling van energieopwekking door hernieuwbare bronnen. Momenteel lijken zonnepanelen en windmolens de ‘winnende’ technologieën, maar er zijn ook veel investeringen gedaan in energieopwekking uit bijvoorbeeld rioolwater, en deze investeringen blijken uiteindelijk hun geld niet terug te verdienen.
- Doordat de investeringen relatief risicovol zijn en geen track record hebben, zijn ze minder aantrekkelijk voor met name pensioenfondsen, verzekeraars en banken, die langlopende wettelijke verplichtingen kennen. Voor dit type bedrijven en projecten is risicodragend vermogen vaak de beste financieringsvorm. Europa kent echter relatief weinig durfkapitaal in vergelijking met bijvoorbeeld de VS. De EU probeert dit probleem via de kapitaalmarktunie op de middellange termijn op te lossen. Overheidsinterventies, zoals garanties, kunnen wellicht in de tussentijd helpen om dit probleem aan te pakken.
- Bovendien kent dit type bedrijven vaak een beperkte omvang, waardoor investeerders slechts kleine sommen geld in de bedrijven kunnen investeren. Institutionele investeerders zoals pensioenfondsen zoeken echter schaal, om de transactiekosten laag te houden. Institutionele investeerders zoeken bovendien veelal liquide en gestandaardiseerde financiële producten, terwijl dit type bedrijven en projecten vaak maatwerk vereisen, wat ook hogere transactiekosten met zich meebrengt (en dus een hoger rendement vereist).

Bij dit eerste kenmerk van de markt voor duurzame financiering dient een belangrijke kanttekening te worden gemaakt. Deze problemen gelden namelijk met name voor bovengenoemde type kleine, nieuwe, innovatieve bedrijven en projecten: duurzaam, maar met hoog risico. Uitgaande van het spectrum van

(niet-duurzaam) bruin naar (duurzaam) groen dat eerder is beschreven, geldt deze belemmering dan ook vooral voor de ‘donkergroene’ bedrijven, die vaak gefinancierd worden via private equity of projectfinanciering. Voor financiële instellingen is dit echter maar een beperkt deel van hun balans. De problematiek van de verduurzaming van de economie is veel breder, en raakt bijna alle delen van de economie, en daarmee dus ook grote delen van de balansen van financiële instellingen. Er vindt natuurlijk ook innovatie plaats bij al langer bestaande bedrijven, en ook bij vervuilende bedrijven. De bovengenoemde belemmering is dan ook niet relevant voor een besluit van een pensioenfonds om binnen de energiesector de bedrijven te financieren die volgens het pensioenfonds de beste plannen hebben om hun verdienmodel aan te passen aan de energietransitie.

Een tweede kenmerk voor de markt voor duurzame financiering is het gebrek aan informatie over duurzaamheid. Voor het meewegen van de energietransitie in investeringsbeslissingen geldt bijvoorbeeld dat veel bedrijven niet rapporteren wat hun CO₂-voetafdruk is, noch wat hun plannen zijn om deze voetafdruk te verlagen. Dit maakt het moeilijk om deze factoren mee te wegen in investeringsbeslissingen. Bovendien gaat het meenemen van duurzaamheidsinformatie vaak gepaard met hogere kosten. Investeerders die duurzaamheid willen verwerken in hun investeringsbeslissingen moeten extra kosten maken. Zo moet er FTE worden vrijgespeeld om een duurzaamheidsanalyse te maken van een project of bedrijf, of moet duurzaamheidsdata worden ingekocht. Ook vragen asset managers vaak hogere management fees aan de asset owners om dit soort duurzaamheidsfactoren mee te nemen.

In brede zin geldt dat er momenteel geen standaarden en definities zijn over wat duurzaam is, en wat niet. Het geplande werk van de EU rondom een taxonomie van de duurzaamheid van financiële activa wordt dan ook verwelkomd door de instellingen en het Platform in brede zin. De herziening van de Aandeelhoudersrechtenrichtlijn (SRD2) bevat bovendien additionele eisen voor transparantie over duurzaamheidsfactoren zoals milieu, klimaat en mensenrechten, door institutionele beleggers. Wanneer er meer, betere en gestandaardiseerde duurzaamheidsinformatie beschikbaar is, is het makkelijker en goedkoper voor instellingen om die informatie mee te wegen in de investeringsbeslissingen.

Aspecten van toezicht en financiële regelgeving

Aan deze twee factoren zitten ook aspecten vanuit toezicht en financiële regelgeving. Deze worden hieronder toegelicht.

Kapitaals- en liquiditeitseisen

Kapitaalseisen bestaan om klanten, spaarders en pensioengerechtigden te beschermen. Banken, pensioenfondsen en verzekeraars hebben eigen vermogen om verwachte en met name onverwachte verliezen te kunnen opvangen. Hoe meer risico's worden genomen, des te meer eigen vermogen moet worden aangehouden. Dit om ervoor te zorgen dat de financiële instellingen aan hun verplichtingen kunnen voldoen.

Zoals hierboven toegelicht, is innovatie nodig voor de transitie naar een duurzamere economie, en wordt een deel van de markt voor duurzame financiering gekenmerkt door hoge risico's. Deze investeringen kennen dan ook hogere kapitaalseisen. Een enkele instelling geeft aan dat dit haar belemmert. Er wordt echter geen aanleiding gezien het uitgangspunt van 'meer risico, meer kapitaal' te doorbreken. 'Bevordering' van duurzame beleggingen via het prudentiële raamwerk zou immers betekenen dat instellingen mogelijk te lage buffers aanhouden ten opzichte van het risico dat zij lopen. Hierdoor neemt de kans toe dat een financiële instelling op enig moment niet meer aan haar financiële verplichtingen kan voldoen.

Financiële instellingen zijn ook gebonden aan liquiditeitseisen. Voor banken gelden liquiditeitseisen zodat ze kunnen voldoen aan de opvragingen van geld door klanten en fluctuaties in marktfinanciering kunnen opvangen. Ook voor verzekeraars en pensioenfondsen gelden, in mindere mate, liquiditeitseisen om aan hun korte termijn verplichtingen zoals hun uitkeringen te voldoen.

Ten aanzien van liquiditeit is hierboven toegelicht dat duurzame investeringen soms investeringen behelzen in niet-beursgenoteerde bedrijven, waardoor deze investeringen relatief illiquide zijn. Dit hoeft duurzame beleggingen echter niet in de weg te staan, zeker niet voor financiële instellingen waarvoor de opvraagbaarheidsrisico's beperkt zijn, zoals verzekeraars en pensioenfondsen. Maar ook voor banken zijn beleggingen in illiquide activa – zoals bijvoorbeeld nu al hypotheek – geen probleem, zolang ze maar zorg dragen voor voldoende passende (kapitaalmarkt)financiering.

Bij dit alles dient wederom benadrukt te worden dat de hogere kapitaalseisen en het gebrek aan liquiditeit slechts een rol spelen bij een beperkt deel van de markt voor duurzame financiering, namelijk de zogenaamde donkergroene kant van het spectrum van hoe duurzaam een bedrijf is. Pensioenfondsen financieren deze bedrijven en projecten vaak via private equity. Het verduurzamingsvraagstuk is echter veel breder, en raakt grote delen van de

economie en de balansen van financiële instellingen. Steeds meer mainstream bedrijven, die vaak via public equity of bedrijfsobligaties worden gefinancierd, zijn ook bezig met verduurzaming. Deze bedrijven kennen vaak een langere bestaansgeschiedenis en geven meer gestandaardiseerde en liquide financiële producten uit. Voor deze bedrijven en projecten gelden de zorgen rondom kapitaalseisen en liquiditeit in mindere mate. Diverse pensioenfondsen en verzekeraars geven dan ook aan na te denken hoe ze in hun public equity- of bedrijfsobligaties-portefeuilles, meer financiering kunnen verstrekken aan duurzamere bedrijven.

Ook dient benadrukt te worden dat prudentiële eisen, zoals kapitaal- en liquiditeitseisen geenszins verschillen voor duurzame of niet-duurzame investeringen. Waar de eisen om draaien is het risicoprofiel van een financiële instelling of investering, en de daarbij behorende adequate beheersing. Door meer, en duidelijker overheidsbeleid zullen duurzame investeringen aantrekkelijker worden voor financiële instellingen.

Risicomanagement en marktwaardering

Een vraag die bij dit alles op komt is: klopt de constatering dat een deel van de duurzame investeringen een hoger risico kent? Immers, wanneer we inderdaad een energietransitie gaan doormaken, komt het verdienmodel van CO₂-intensieve bedrijven onder druk te staan. Deze bedrijven hebben nu wellicht goede financiële ratio's en voorspelbare kasstromen, maar hoe lang blijft dat zo? Huidig risicomanagement is veelal gebaseerd op volatiliteit, standaarddeviaties en in brede zin op historische datareeksen. Geven die ook voldoende toekomstige risico's weer?

DNB heeft in haar recente rapport over klimaatrisico's in de financiële sector - 'Veilig achter de dijken' – hier aandacht voor gevraagd en instellingen opgeroepen om meer aan *forward looking* risicomanagement te doen. Door te werken met scenario-analyses en stresstesten kunnen toekomstige risico's hopelijk beter worden meegenomen. DNB ontwikkelt momenteel zelf een transitiestresstest voor de Nederlandse financiële sector. Ook zal er dit jaar een onderzoek worden gedaan naar het kwantificeren van de risicoverschillen tussen 'groene' en 'bruine' financiering.

DNB constateert dat in Nederland steeds meer stappen worden gezet om vooral klimaatrisico's beter te beheersen. Zo is er in Nederland een bank die transitieoverwegingen expliciet meeneemt in de kredietaanvraag van energiebedrijven. Deze bedrijven moeten een CO₂-reductie-strategie hebben om in aanmerking te komen voor financiering. Ook andere instellingen werken aan

klimaatrisicomanagement, en overleggen daarover bijvoorbeeld binnen de werkgroep Klimaatrisico's onder het Platform voor Duurzame Financiering. Deze werkgroep heeft in april van dit jaar een rapport gepubliceerd met daarin bestaande best practices. Ook krijgen pensioenfondsen binnen de Europese richtlijn IORPII te maken met eisen omtrent het beheersen van *Environmental, Social and Governance*-risico's. Wanneer toekomstige risico's beter worden meegewogen, zal dit ook een effect hebben op de allocatie van kapitaal.

Een bijkomende vraag die enkele instellingen opwierpen, is of de huidige manieren van het waarderen van een bedrijf wel de juiste zijn. Sommige instellingen zien marktwaardering als een belemmering, omdat dit tot korte-termijn-investeringsstrategieën zou leiden, en omdat de huidige marktwaarde onvoldoende lange-termijn-ontwikkelingen als de energietransitie zou reflecteren. Anderen, inclusief DNB, zien marktwaardering niet als een probleem, volgens hen geeft die wel de juiste waarde weer, gegeven alle informatie die vandaag de dag beschikbaar is. Markten zijn namelijk wel degelijk in staat lange-termijn-ontwikkelingen in de waarde van vandaag te verwerken, mits de markten ook geloven dat die lange-termijn-ontwikkeling er komt. Neem bijvoorbeeld de beurswaarde van Tesla. Hoewel Tesla momenteel verlieslatend is, en weinig auto's produceert in vergelijking tot Ford of General Motors, waren de drie bedrijven in 2017 een korte tijd evenveel waard op de Amerikaanse beurs. Deze hoge beurswaarde van Tesla is mogelijk doordat huidige investeerders verwachten dat Tesla in de toekomst veel winst gaat maken. Deze verwachte winst wordt verdisconteerd in de prijs van vandaag. Anders gezegd, de beurswaarde van Tesla vandaag reflecteert de verwachte winsten in de toekomst. De investeerders nemen dus wel degelijk lange-termijn-ontwikkelingen mee. Wat belangrijk is, is dat technologische ontwikkelingen, en met name overheidsbeleid, de gewenste lange-termijn-ontwikkeling kracht bij zetten. Hoe duidelijker transitiepaden zijn, hoe beter markten die ontwikkelingen vandaag de dag kunnen inprijzen.

Dit verschil van mening over marktwaardering is ook duidelijk zichtbaar in het eindrapport van de EU High Level Expert Group on Sustainable Finance.⁹ DNB is groot voorstander van marktwaardering, omdat dit de best beschikbare methode is om toekomstige financiële risico's te vertalen naar een huidige waardering. Om ervoor te zorgen dat duurzaamheid meer wordt ingeprijsd, is het belangrijk dat overheden de economieën verduurzamen. Wanneer overheden duidelijke mijlpalen en tijdlijnen schetsen, en concrete maatregelen aankondigen, reageren financiële markten direct, en leidt dit zelfs tot een

⁹ Financing a Sustainable European Economy, pagina's 56-58, (EU High Level Expert Group on Sustainable Finance, 2018).

stroomversnelling. De eerder beschreven vastgoedcasus is hiervan een goed voorbeeld.

Diversificatie, indices en in control vereiste

Pensioenfondsen moeten een beleggingsbeleid voeren dat in overeenstemming is met de prudent-person regel (Art. 135 Pensioenwet). De prudent-person regel stimuleert het diversifiëren van beleggingen (Artikel 13 Besluit FTK). Instellingen geven aan dat er momenteel te weinig duurzame bedrijven en projecten zijn om bovengemiddeld in te investeren en tegelijk gediversifieerd te blijven. Dit gebrek aan investeringsopties is echter geen probleem van financiële regelgeving zoals de stimulans van diversificatie - diversificatie is immers verstandig risicobeheer - maar een zaak van het stimuleren van duurzame bedrijven en projecten vanuit overheidswege, zodat er meer investeringsopties komen.

Een bijkomend aspect is dat van indices. Veel pensioenfondsen kiezen ervoor om passief te beleggen via het volgen van brede marktindices. Deze brede marktindices geven vaak de status quo weer van de aandelenmarkt, en reflecteren daarmee in beperkte mate wereldwijde duurzaamheidsdoelen; namelijk alleen in zoverre door overheidsbeleid en technologische ontwikkelingen de duurzaamheidsdoelen al vandaag de dag materieel zijn gemaakt. Diverse institutionele investeerders wensen echter vanuit maatschappelijke redenen of vanuit risico-rendementsredenen duurzaamheidsfactoren mee te wegen in de samenstelling van de marktindices. Omdat er slechts beperkt duurzame brede indices zijn, vormt dit volgens pensioenfondsen een belemmering in het verder verduurzamen van de beleggingen.

Het probleem hier is wederom niet regelgeving, maar het gebrek aan passieve duurzame beleggingsopties. Wanneer de markt voor duurzame financiering zich verder ontwikkelt, zal dit probleem zichzelf oplossen. De huidige werkzaamheden van de Europese Commissie op het gebied van transparantie over hoe huidige duurzame benchmarks tot stand komen, en de analyse van hoe bestaande benchmarks overeenkomen met het akkoord van Parijs wordt dan ook verwelkomd. Ook geven instellingen aan dat het voor hen soms onduidelijk is hoe aanbieders van duurzame indices precies de duurzaamheidsfactoren verwerkt hebben. Zowel voor DNB als voor de sector is het dan ook van belang dat er meer kennis wordt opgedaan over hoe duurzaamheid kan worden verwerkt in asset management en kredietbeleid, en wat daarbij wel en niet prudent is. Ook om deze reden wordt het werk van de Europese Commissie verwelkomd.

Overigens werd in één van de consultatiereacties opgemerkt dat pensioenfondsen merken dat wanneer zij willen overschakelen naar een duurzamere index, zij vragen krijgen van DNB over de mate waarin ze in control zijn, maar dat zij deze vragen niet of minder krijgen wanneer ze traditionelere indices volgen. In control zijn houdt in dat pensioenfondsen op de hoogte zijn van wat er in hun beleggingsportefeuille gebeurt, welke risico's gelopen worden en wat de totale kosten van het vermogensbeheer zijn. Interne navraag leert dat DNB echter in de laatste jaren nog nooit zo'n vraag heeft gesteld wanneer een pensioenfonds wilde overschakelen naar een 'duurzame' benchmark. DNB is dan onbekend met dit geluid, maar staat ervoor open om hierover het gesprek aan te gaan om deze perceptie weg te nemen.

Inconsistentie uitingen DNB

Een geluid dat meermaals is teruggekomen is dat DNB soms niet consequent is in haar uitingen naar de sector. Enerzijds treedt DNB publiekelijk veel op over duurzaamheid en klimaatrisico's, maar bij toezichtgesprekken komt dit onderwerp nauwelijks aan bod.

DNB begrijpt dit geluid. DNB's werk op het gebied van duurzaamheid en klimaatrisico's is in eerste instantie thematisch en projectmatig van start gegaan. DNB heeft eerst kennis willen opbouwen en willen verkennen op welke manieren duurzaamheid en klimaatrisico's in het bijzonder relevant zijn voor ons mandaat als toezichthouders. Bij DNB wordt momenteel gewerkt aan de verdere integratie van klimaatrisico's in uitvoerend toezicht. Met de verdere integratie van klimaatrisico's in uitvoerend toezicht zou dit probleem verholpen moeten worden.

Loan origination

Deze bevinding ziet met name op het sociale thema van duurzaamheid. Momenteel wordt er in Europa nagedacht over een raamwerk voor *loan origination* door beleggingsfondsen. *Loan origination* houdt in dat beleggingsfondsen directe kredieten verstrekken. ESMA heeft in een consultatieronde aangegeven dat ze risico's ziet in het verkopen van loan origination fondsen aan retail beleggers. ESMA suggereert dat het wellicht zinvol is om investeringen door retail-beleggers in deze fondsen alleen toe te staan wanneer de *net asset value* van zo'n fonds voor minder dan een x-percentag uit *loan origination* bestaat. Volgens vermogensbeheerders zou zo'n eis een belemmering kunnen zijn voor microkredietfondsen en cultuurfondsen, die veel aan *loan origination* doen en waar juist vaak door retailbeleggers in wordt

geïnvesteed. Investerings in deze fondsen wordt door sommige beleggers als 'sociaal' duurzaam aangemerkt.

Mededinging

Op basis van de marktmisbruikrichtlijn en de overnamerichtlijn mogen aandeelhouders in veel Europese landen vaak niet gezamenlijk optrekken. Nederland en het Verenigd Koninkrijk interpreteren deze richtlijn anders, waardoor dit vaak wel mag. Hierdoor bestaat er in Nederland een organisatie als Eumedion die bij aandeelhoudersbijeenkomsten diverse aandeelhouders vertegenwoordigt. Dit helpt bij het druk zetten op bedrijven om verder te verduurzamen. Het gebrek aan wettelijke ruimte voor zulke organisaties in andere Europese landen belemmert verdere verduurzaming in die landen, en vormt daarmee ook een belemmering voor Nederlandse financiële instellingen die in die landen hebben geïnvesteed.

5. Conclusies

Het is van belang dat overheden, ook buiten Nederland, een *consistent en bestendig duurzaamheidsbeleid* uitwerken dat de vermijdbare beleidsonzekerheid minimaliseert. Daarbij dient er met name meer aandacht te komen voor twee gebieden:

1. het beprijzen van negatieve externaliteiten, en CO₂-uitstoot in het bijzonder
2. beleid op het gebied van sociale vraagstukken, circulariteit, en biodiversiteit

Daarnaast dient er *meer en betere informatie* beschikbaar te komen over hoe duurzaam een bedrijf of project is, om duurzaamheidsaspecten beter mee te kunnen wegen in investeringsbeslissingen. Het werk van de EU rondom disclosures en taxonomie en het werk van de FSB Taskforce on Climate-related Financial Disclosures wordt dan ook verwelkomd.

Ten derde is het van belang dat *duurzaamheidsrisico's beter worden meegenomen* in de risicoanalyses van instellingen en toezichthouders. Steeds meer instellingen werken aan de incorporatie van deze factoren in hun risicomanagement. Ook DNB blijft hiermee bezig, onder andere door na te denken over hoe duurzaamheidsrisico's kunnen worden opgenomen in uitvoerend toezicht. Het is mogelijk dat hier te zijner tijd een aanpassing van het toezichtraamwerk voor nodig is. De implementatie van IORPII, waarin staat dat pensioenfondsen hun ESG risico's moeten managen, zal een belangrijke stap zijn in de verdere ontwikkeling van duurzaamheidsrisicomanagement.

Tot slot is het van belang dat er in de sector en door de toezichthouder *meer kennis* wordt opgedaan over hoe duurzaamheid investeringen kan raken en op welke manieren die factoren prudent kunnen worden meegenomen.

Naast het belang van beter informatievoorziening en risicomanagement, welke eventueel herziening van regelgeving vereisen, lijken er verder geen redenen zijn om toezichtkaders of financiële regelgeving aan te passen.

Annex

De werkgroep wordt gesponsord door Frank Elderson, directeur DNB, en bestaat uit de volgende vertegenwoordigers:

Willem Evers (voorzitter), De Nederlandsche Bank

Maarten Vleeschhouwer (auteur), De Nederlandsche Bank

Michael Himmelbauer, PGGM

Robin Willing, NIBC

Rikjan van Zalingen, ING

Coos Luning, TKP Investments

Hanna Wintzen-Kernkamp, Delta Lloyd

Ron Gruijters, Autoriteit Financiële Markten

Justin Hogenbirk, Autoriteit Financiële Markten

Victor van Wil, MN

Harald Walkate, Aegon Asset Management