

Vergaderjaar 2019–2020

35 446

**Initiatiefnota van de leden Snels, Sneller, Bruins en Slotweg: «van oliedom naar gezond verstand: verduurzaming van de financiële sector»**

Nr. 2

## INITIATIEFNOTA

Inhoudsopgave	blz.
SAMENVATTING	2
1. Inleiding	5
2. Een wereldwijde klimaatcrisis	6
3. Grote duurzaamheidsrisico's voor de Nederlandse financiële sector	8
4. Duurzaamheidsrisico's vragen om ordentelijke maar ambitieuze transitie	12
5. Huidige initiatieven verduurzaming financiële sector schieten op drie manieren tekort	14
5.1 <i>Goede handvaten</i>	15
5.2 <i>Tekortkoming 1: Beleidsinitiatieven dwingen geen transparantie af</i>	17
5.3 <i>Tekortkoming 2: Teveel focus op meer groen ten koste van echte impact</i>	19
5.4 <i>Tekortkoming 3: De afwezigheid van sturend beleid</i>	21
6. Voorstellen en beslispunten	25
6.1 <i>Adequate aanpak duurzaamheidsrisico's</i>	25
1. <b>Verplichting TCFD-stijl rapportages</b>	25
2. <b>Adequaat inzicht in risico's door toezichthouders</b>	26
3. <b>Een op duurzaamheidsrisico gebaseerde kapitaalopslag</b>	27
4. <b>Vergroening monetaire operaties</b>	28
6.2 <i>Meer sturing op reductie van vervuilende activa</i>	31
5. <b>Een algemene taxonomie</b>	31
6. <b>Scherpere reductiedoelstellingen van financiële instellingen</b>	32
7. <b>Groene obligaties ook voor nieuwe investeringen, uitgifte transitionele obligaties</b>	33
8. <b>Vergroening van de bankenbelasting</b>	34
6.3 <i>Eerlijke, doeltreffende en doelmatige verliesdeling gematerialiseerde risico's</i>	35
9. <b>Onderzoek naar rechtvaardige verliesdeling</b>	35
Financiële paragraaf	35

BIJLAGE I: Duurzaamheid en de financiële sector: een stuk theorie	36
BIJLAGE II: Overzicht beleids- en sectorinitiatieven	40
BIJLAGE III: Lijst van afkortingen	69

*«The catastrophic norms of the future can be seen in the tail risks of today»*

Mark Carney, gouverneur van de Bank of England (2013–2020),  
29 september 2015

## **SAMENVATTING**

**De wereldwijde ecologische crisis bedreigt de financiële soliditeit in Nederland en vraagt om een ingrijpende transitie.** Enerzijds spelen banken, pensioenfondsen en verzekeraars een katalyserende rol in het financieren van een duurzamere economie. Er zullen jaarlijks wereldwijd miljarden euro's groen geïnvesteerd moeten worden om op koers te blijven voor de Parijsdoelstellingen. Financiële instellingen spelen hierin een sleutelrol. Anderzijds zorgen klimaatverandering en biodiversiteitsverlies voor grote duurzaamheidsrisico's. Dit zijn materiële, financiële risico's die ontstaan als gevolg van een economie die veel uitstoot en ecologische degradatie veroorzaakt.

### **Duurzaamheidsrisico's hebben allereerst betrekking op hoe investeringen geraakt worden door fysieke klimaatschade.**

Nederlandse financiële instellingen hebben bijvoorbeeld voor zeker € 97 miljard geïnvesteerd in bedrijven die actief zijn in gebieden met (grote risico's op) extreme waterschaarste. Door de afnemende biodiversiteit worden investeringen in onder andere niet-duurzame landbouw risicovoller. Verzekeringsrisico's zullen vergroten door toekomstige toename van extreem weer, terwijl de laatste jaren al wereldwijd 70% van de verliezen op activa als gevolg van extreem weer onverzekerd waren. Ook politieke conflicten die ontstaan als gevolg van materialiserende fysieke risico's vergroten de stabiliteitsrisico's.

**De transitie naar een duurzame economie brengt, paradoxaal genoeg, ook financiële risico's.** Nederlandse financiële instellingen hebben voor zeker € 56 miljard aan uitzettingen in bedrijven die afhankelijk zijn van de meest schaarse grondstoffen. Daarnaast hebben Nederlandse instellingen grootschalige uitzettingen in fossiele sectoren. Deze investeringen zullen geraakt worden door noodzakelijk klimaatbeleid.

**Hoe langer te weinig aan duurzaamheidsrisico's gedaan wordt, hoe radicaler toekomstige maatregelen moeten zijn.** Duurzaamheidsrisico's werken in feite als een hefboom; met beleid dat nu «verstandig» lijkt en transitierisico's verlaagt maar te voorzichtig is, dwingen we onszelf om in de toekomst radicaler te zijn. De uiteindelijke kosten van fysieke risico's bij niet-ingrijpen zijn namelijk vele malen hoger dan de kosten van transitierisico's nu. Hoe radicaler de maatregelen die nodig zijn, hoe groter het financiële schokeffect. En hoe groter het schokeffect, hoe duurder we als maatschappij uiteindelijk uit zijn. Een snelle maar ordentelijke verduurzaming is daarom niet alleen wenselijk voor de toekomstige leefomgeving, maar juist ook maatschappelijk veruit het goedkoopste. Gezond verstand noopt tot ambitie.

**Een snelle transitie biedt ook grote kansen.** In de financiële sector staan het beheersen en beprijzen van risico's centraal. Deze nota sluit daarop aan door aandacht te vragen voor de maatschappelijke en economische risico's van gebrekkige verduurzaming. Door te verduurzamen kunnen we tegelijkertijd prachtige kansen benutten. Zo komt er middels verduurzaming van de financiële sector meer geld vrij voor duurzame innovaties, zodat straks bijvoorbeeld onze energierekening omlaag gaat omdat zon en wind gratis zijn. Ook zullen we door verduurzaming in de toekomst economisch meer profiteren van de groene investeringen die we nu al doen. Daarnaast dragen we er met verduurzaming van de financiële sector aan bij dat toekomstige generaties kunnen genieten van dezelfde voorzieningen als wij, waaronder de natuur. We zorgen er met verduurzaming dus voor dat we ook in de toekomst kunnen bouwen en vertrouwen op de soliditeit van ons financiële systeem en zo brede welvaart kunnen blijven genereren.

**Er is dus een noodzaak om de financiële sector snel te verduurzamen.** Als de Nederlandse financiële sector sneller verduurzaamt, draagt zij meer bij aan de vergroening van de economie en vergroot zij haar eigen weerbaarheid tegen duurzaamheidsrisico's. Deze voorsprong op de financiële sector in andere landen zal zich later dubbel en dwars terugbetalen. Algemeen klimaatbeleid – via beprijzingen en doelstellingen – is een belangrijk middel om de financiële sector te verduurzamen. Maar er zijn ook meer specifiek op de sector toegespitste stappen die verduurzaming bespoedigen.

**De verduurzaming van de financiële sector zou drie doelen na moeten streven.** Ten eerste zouden duurzaamheidsrisico's beleidsmatig adequaat beheerst moeten worden. Inzichtelijkheid en transparantie zijn hierin de eerste belangrijke horde. Tijdens de crisis van 2008 hebben we gezien hoe groot de schade kan zijn als de risico's in het financiële stelsel onvoldoende inzichtelijk zijn. Alleen door te weten waar risico's zich concentreren en impact gemaakt kan worden, kunnen toezichthouders, beleggers, aandeelhouders en de politiek effectief sturen op verduurzaming. Ten tweede zou naast het aanjagen van «groen» veel aandacht uit moeten gaan naar het reduceren van vervuilende activa. Deze zijn veruit het grootste in omvang en genereren de meeste relatieve impact als zij verduurzamen. Daarnaast hebben vervuilende activa over het algemeen, en zeker als het gaat om transitierisico's, de grootste duurzaamheidsrisico's. Ten derde vraagt verduurzaming van de financiële sector om een eerlijke verliesdeling tussen belanghebbende partijen, op het moment dat verlies gemaakt wordt op activa als gevolg van materialiserende duurzaamheidsrisico's.

**In het licht van deze drie doelstellingen verduurzaamt de financiële sector nu veel te langzaam.** De Nederlandse financiële sector zelf (inclusief toezichthouders) heeft een aantal goede duurzaamheidsinitiatieven ondernomen, met name op het gebied van inzicht in risico's en impact. Tot nu toe zetten deze stappen echter te weinig zoden aan de dijk. Zo ging in 2018 nog steeds 80–95% van de energie-investeringen van banken en verzekeraars naar fossiele energiebedrijven. De verantwoordelijkheid ligt echter niet alleen bij de sector zelf. De beleidsagenda om de financiële sector te verduurzamen schiet op drie manieren tekort.

**Ten eerste laten beleidsinitiatieven teveel ruimte voor eigen invulling.** Met name drie belangrijke Europese richtlijnen op het gebied van transparantie over impact en risico's zijn op dit moment te beperkt. Niet alleen worden hierdoor kansen gemist om instellingen ervaring op te laten doen met het beheersen van duurzaamheidsrisico's; ook wordt het niveau van transparantie dat nodig is om de markt en overheden in staat

te stellen de verduurzaming op gewenste snelheid te krijgen (bij lange na niet bereikt).

**Ten tweede is er teveel focus op «meer groen» ten koste van echte impact richting verduurzaming.** Zo borgt de (Europese) groene taxonomie geen gemeenschappelijke taal voor vervuilende en transitieonele investeringen. Hierdoor worden instellingen niet gedwongen zich ten aanzien van investeerders en toezichhouders te verantwoorden over vervuilende investeringen (en indirect soms ook hiermee samenhangende duurzaamheidsrisico's).

**Ten derde is op een aantal belangrijke onderdelen sturend beleid afwezig.** Zo wordt ten eerste nog niet van financiële instellingen verwacht dat zij extra buffers aanhouden om zich te weren tegen mogelijk materialiserende duurzaamheidsrisico's. Ten tweede is er geen politieke afspraak gemaakt met de financiële sector om beleids- en reductiedoelstellingen, -indicatoren en -strategieën die betrekking hebben op de totale investeringsportefeuilles te baseren op wat het Parijsakkoord vraagt. Het Klimaatakkoord is in deze een stap vooruit, maar onvoldoende. Ten derde is nog niet fundamenteel nagedacht over hoe de verliezen te verdelen van duurzaamheidsrisico's die zich in de toekomst zullen materialiseren.

**In deze initiatiefnota doen de initiatiefnemers daarom een reeks van voorstellen om de verduurzaming van de financiële sector te versnellen.** Deze voorstellen zijn allen gerelateerd aan één van de drie geformuleerde doelstellingen en adresseren tegelijkertijd de tekortkomingen van de huidige beleidsagenda. Met deze voorstellen streven zij een adequate aanpak van duurzaamheidsrisico's na, zodat ook de komende generaties kunnen vertrouwen op een solide en stabiel financieel systeem. Met de voorstellen uit deze nota sturen de initiatiefnemers daarnaast op het terugdringen van vervuilende investeringen. Zo werken we aan een wereld die schoner is, zodat ook de volgende generaties kunnen genieten van een gezonde leefwereld. Via deze initiatiefnota vragen de initiatiefnemers tenslotte aandacht voor een rechtvaardige deling van verliezen op het moment dat duurzaamheidsrisico's materialiseren. Zo bouwt deze nota aan een agenda voor een financieel systeem dat maatschappelijke kansen biedt, nu en in de toekomst.

Op pagina 6 staat een overzicht van de voorstellen en hoe deze invulling geven aan de drie geformuleerde doelstellingen. De initiatiefnemers stellen voor dat de Minister van Financiën, de in deze nota gedane voorstellen opvolgend, de volgende acties onderneemt. De Minister:

1. Bereidt een wetsvoorstel voor om financiële instellingen in Nederland over duurzaamheidsrisico's te laten rapporteren via het TCFD-raamwerk, met daarin aandacht voor de in deze nota benoemde punten.
2. Zet zich, waar mogelijk met allianties, in voor een herziening van de EU richtlijn niet-financiële rapportage (2014/95/EU) langs de lijnen van het TCFD-raamwerk.
3. Zet zich op Europees niveau, waar mogelijk via allianties, in voor de adoptie van het TCFD-raamwerk in de *International Financial Reporting Standards*. Incorporeert daarnaast een internationale TCFD-verplichting in de kabinetsinzet voor COP26.
4. Spreekt zich publiekelijk uit en maakt zich hard voor 1.5°C-scenario-analyses door de International Energy Association.
5. Spreekt zich publiekelijk uit voor de adoptie van duurzaamheidsrisico's in het Bazelse kapitaaleisenraamwerk.
6. Spreekt zich op Europees niveau en richting de Europese Commissie uit voor een algemene taxonomie die in heldere en geharmoniseerde definities voor alle investeringen voorziet.

7. Spreekt steun uit voor «Paris-proof» reductiedoelstellingen van de Nederlandse financiële instellingen die het Klimaatakkoordcommitment gegeven hebben.
8. Besluit de uitgifte van groene obligaties ook te gebruiken voor het doen van aanvullende investeringen en alle groene obligatie-uitgiftes te baseren op de *EU Green Bond Standard*. Spreekt zich uit voor en maakt werk van de uitgifte van transitionele obligaties, en rapporteert naar de Kamer over de voortgang op dit punt.
9. Spreekt zich uit voor een vergroening van de bankenbelasting, welke vervolgens gestalte krijgt bij de reeds geplande herziening van de bankenbelasting in 2021.
10. Verzoekt de WRR onderzoek uit te voeren naar publiek-private duurzaamheidsrisico's, met inachtneming van het in de nota gespecificeerde voorstel.

De initiatiefnemers kunnen en willen toezichthouders niet dwingen de op hen betrekking hebbende voorstellen in de praktijk te brengen. Desalniettemin spreken zij de hoop uit dat door toezichthouders invulling wordt gegeven aan de aan hen gerichte suggesties.

Doelstelling	Voorstellen
<b><i>Adequate aanpak duurzaamheidsrisico's (doelstelling #1)</i></b>	Verplichting rapportages volgens het raamwerk van de Taskforce Climate-related Financial Disclosures (TCFD) Incorporatie TCFD-raamwerk in herziening EU richtlijn niet-financiële rapportage Opname TCFD-raamwerk in internationale accountancystandaarden (IFRS), TCFD-verplichting onderdeel kabinetsinzet COP26 Periodieke rapportage duurzaamheidsrisicolandschap door DNB Instellingen eisen van grote ondernemingen scenarioanalyses met CO <sub>2</sub> -prijzen, toezicht DNB Onderzoek door DNB naar verzekerbaarheid toekomstige klimaat-schade Klimaatstresstesten door EIOPA (EU-toezichthouder pensioenen & verzekeraars) 1.5°C-scenarioanalyse door International Energy Association Kapitaalopslag voor concentratie duurzaamheidsrisico's via Bazel-raamwerk pijler 2 (SREP-procedure) Incorporeren duurzaamheidsrisico's in pijler 1 Bazels kapitaal-eisen-raamwerk Duurzaamheidsrisico's in onderpandraamwerk centrale bank Vergroening kwantitatieve verruiming binnen gestelde randvoorwaarden
<b><i>Sturing op reductie vervuilende investeringen (doelstelling #2)</i></b>	Een algemene taxonomie die in heldere en geharmoniseerde definities voor alle (dus ook grijze en bruine) investeringen voorziet «Paris-proof» reductiedoelstellingen (55% in 2030) van instellingen Openheid over investeringen door instellingen Uitgifte groene staatsobligaties ook voor nieuwe investeringen, uitgifte obligaties die geoormerkt zijn als transitioneel Vergroening bankenbelasting
<b><i>Eerlijke verliesdeling risico's (doelstelling #3)</i></b>	Onderzoek WRR naar verdelingsvraagstukken publiek-private duurzaamheidsrisico's

## 1. Inleiding

De relatie tussen de financiële sector en klimaatverandering is hecht. Enerzijds spelen banken, pensioenfondsen en verzekeraars als intermediair in de economie een katalyserende rol in het financieren van de transitie naar een duurzame samenleving. Anderzijds zorgt klimaatverandering voor grote duurzaamheidsrisico's. Deze bedreigen de financiële soliditeit, ook in Nederland.

Het is evident dat de invloed van klimaatverandering op financiële soliditeit en duurzame economische ontwikkeling diepgaander is dan velen van ons zich aanvankelijk hebben gerealiseerd. Een ambitieuze beleidsagenda om de financiële sector te verduurzamen is daarom in het belang van het welzijn en de welvaart van onze kinderen en kleinkinderen.

In deze initiatiefnota worden voorstellen gedaan om deze beleidsagenda vorm te geven. Het is daarbij belangrijk te benadrukken dat algemeen klimaatbeleid – zowel in de vorm van beprijzing (bijvoorbeeld een CO<sub>2</sub>-belasting), deadlines (bijvoorbeeld het op tijd sluiten van kolencentrales), normeringen (bijvoorbeeld het verbieden van investeringen in vastgoed met bepaalde energielabels) en rapportages (bijvoorbeeld het Integraal Nationaal Energie- en Klimaatplan) – veruit de belangrijkste aanjager is van verduurzaming van de economie. Beprijzing en deadlines brengen daarom ook de financiers van deze economie het meest doeltreffend in beweging. Desalniettemin is er ook ruimte voor een specifiek op de financiële sector toegespitste beleidsagenda die eraan bijdraagt dat financiële instellingen in termen van impact en risico verduurzamen. Deze agenda lost het duurzaamheidsvraagstuk niet in haar eentje op, maar levert hier wel een bijdrage aan.

De initiatiefnemers gaan in deze nota zowel in op de bijdrage van de financiële sector aan de transitie naar een duurzamere economie (duurzaamheidsimpact), als de manier waarop de financiële sector kan anticiperen op duurzaamheidsrisico's. Duurzaamheidsimpact refereert aan de directe en indirecte invloed van investeringen op CO<sub>2</sub>-uitstoot, biodiversiteitsverlies en ecologische degradatie. Duurzaamheidsrisico's zijn vervolgens de risico's die ontstaan als gevolg van een economie die veel uitstoot en biodiversiteitsverlies veroorzaakt. Het is belangrijk om helder te zijn over het verschil tussen duurzaamheidsimpact en -risico's, omdat investeringen die negatieve impact veroorzaken vanuit risicoperspectief niet per se geraakt hoeven te worden door deze impact, en vice versa.

Achtereenvolgens zal behandeld worden de context en uitdaging die aanleiding vormt tot deze initiatiefnota, een overzicht van waar we nu staan qua beleid ter verduurzaming van de financiële sector en een reeks beleidsvoorstellen om aan de noodzakelijke verduurzaming vorm te geven. De bijlage biedt een uitgebreider overzicht van verschillende reeds bestaande verantwoordelijkheden en beleidsinitiatieven.

## **2. Een wereldwijde klimaatcrisis**

De wereldwijde ecologische crisis vraagt om een ingrijpende transitie. In het Klimaatakkoord van Parijs hebben we wereldwijd afgesproken ons te committeren aan het beperken van de opwarming van de aarde tot idealiter 1.5°C en maximaal 2.0°C ten opzichte van pre-industriële niveaus. Op dit moment ligt de wereld daarvoor niet op koers.

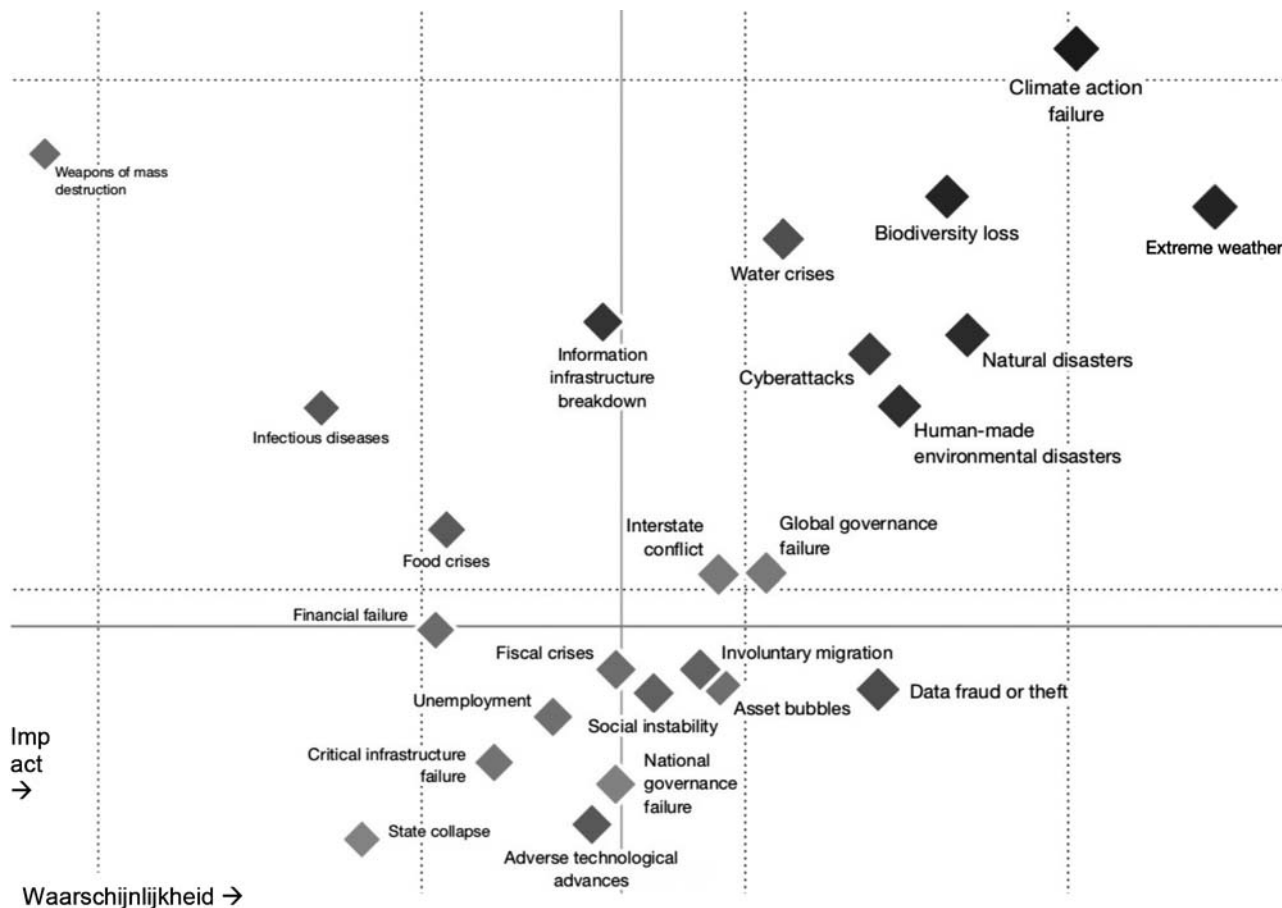
Om de Parijsdoelstellingen te halen is het noodzakelijk dat de mondiale broeikasgasuitstoot haar piek bereikt in 2020. Ramingen laten echter zien dat deze piek zeer waarschijnlijk zelfs na 2030 zal liggen.<sup>1</sup> De wereldwijde emissie-uitstoot is in de afgelopen jaren dan ook aanzienlijk toegenomen, met 2018 als absoluut recordjaar.<sup>2</sup> De algemene consensus is dat we met de huidige transitiesnelheid in 2100 richting de 3 tot 5°C opwarming

---

<sup>1</sup> World Meteorological Organisation: «Greenhouse gas concentrations in atmosphere reach yet another high». 25 november 2019.

<sup>2</sup> Financial Times Magazine: «The myth of green growth». 24 oktober 2019.

gaan.<sup>3</sup> Om temperatuurstijgingen op veilige niveaus te houden, moet de CO<sub>2</sub>-intensiteit van de wereldeconomie tien keer sneller afnemen dan zij nu doet.<sup>4</sup> Nederland speelt hierin een belangrijke rol. Welke ambitie wij tonen op het wereldtoneel doet er toe. Daarnaast stoten wij driemaal zoveel uit als de gemiddelde wereldburger, relatief meer dan omliggende landen als Duitsland, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk, en soms per persoon wel honderd keer zoveel als sommige Afrikaanse landen.<sup>5</sup>



**Figuur 1. Global Risk Landscape 2020. Impact en waarschijnlijkheid van verschillende soorten risico's voor de wereldeconomie, volgens 750 experts en bestuurders wereldwijd. Bron: World Economic Forum**

De gevolgen en risico's van klimaatverandering zijn ingrijpend. Niet voor niets staan duurzaamheidsrisico's boven aan de lijst van ontwikkelingen waar 750 bestuurders en experts wereldwijd zich zorgen over maken (zie figuur 1). Dat was pakweg 10 jaar geleden echt anders. Ook Larry Fink, CEO van Blackrock, de grootste vermogensbeheerder ter wereld, vroeg dit jaar in zijn brief aan alle CEO's van bedrijven waar Blackrock in investeert, expliciet aandacht voor het financiële en commerciële belang van duurzame strategieën.<sup>6</sup>

<sup>3</sup> Reuters: «Global temperatures on track for 3–5 degree rise by 2100: U.N.». 29 november 2019.

<sup>4</sup> Renewable Energy Policy Network for the 21st Century: «Renewables 2019, Global Status Report». 10 mei 2019.

<sup>5</sup> Online databank van de Wereldbank. CO<sub>2</sub>-emissies in tonnen per hoofd van de bevolking.

<sup>6</sup> Fink: «A Fundamental Reshaping of Finance». 2020.



Ook voor Nederland zijn de in euro's uitgedrukte gevolgen van klimaatverandering materieel. Zo becijferde het Planbureau voor de Leefomgeving (PBL) in 2014 dat klimaatverandering op langere termijn kan leiden tot structurele economische schade gelijk aan 10 tot 47% van het bruto binnenlands product<sup>7</sup> en in 2018 dat milieuschade onze samenleving nu jaarlijks al € 31 miljard aan welvaartsverliezen kost.<sup>8</sup>

### **3. Grote duurzaamheidsrisico's voor de Nederlandse financiële sector**

#### *3.1 Vergroening financieren*

De financieringsopgave voor verduurzaming is groot – in Nederland<sup>9</sup> en wereldwijd.<sup>10</sup> Voor een aanzienlijk deel hebben financiële instellingen een rol in de allocatie van deze middelen. Door positieve verandering te financieren hebben banken, pensioenfondsen en verzekeraars een belangrijke invloed op de snelheid van de klimaattransitie. Natuurlijk is het effect van financiering op uiteindelijke impact in de reële economie indirect. Desalniettemin zijn er aanwijzingen dat de financiële sector (via kapitaalmarkten) op dit moment activiteiten financiert die consistent zijn met een zorgwekkend scenario van (meer dan) 4 °C opwarming in 2100 ten opzichte van pre-industriële niveaus.<sup>11</sup> Tegelijkertijd betekent dit ook dat verduurzaming van de financiële sector kansen biedt. Individuele instellingen kunnen nieuwe markten ontdekken en nieuwe verdienvermogens ontwikkelen. Voor de samenleving als geheel maakt een katalyserende rol van de financiële sector het mogelijk een transitie te financieren die ons in staat stelt om ook in de toekomst van een hoog brede welvaartsniveau te genieten.

Om ook in de toekomst van een hoog (brede) welvaartsniveau te kunnen genieten, is het niet alleen belangrijk dat de financiële sector haar verantwoordelijkheid neemt in de financieringsopgave van de transitie, maar ook duurzaamheidsrisico's adequaat inzichtelijk maakt en beheerst. Deze duurzaamheidsrisico's manifesteren zich in verschillende vormen en zijn groot.

#### *3.2 Fysieke risico's*

Incidentele fysieke klimaateffecten, zoals hevige neerslag en overstromingen, kunnen de waarde van investeringen en productiecapaciteit van economieën ernstig aantasten.<sup>12</sup> Incidenteel betekent in deze dat het effect tijdelijk is; niet dat er geen structurele oorzaak is. Incidentele fysieke klimaateffecten bedreigen de financiële soliditeit in algemene zin (fysieke klimaateffecten leiden tot afschrijvingen, hetgeen bij een bepaalde

<sup>7</sup> Planbureau voor de Leefomgeving: «Costs and benefits of climate change adaptation and mitigation». 5 maart 2014.

<sup>8</sup> Planbureau voor de Leefomgeving: «Milieuschade kost samenleving jaarlijks 31 miljard euro». 22 juni 2018.

<sup>9</sup> Het PBL schat in dat het Klimaatakkoord leidt tot een *extra* investeringsopgave van € 56 tot € 75 miljard tussen nu en 2030 voor Nederland. (Planbureau voor de Leefomgeving: «Effecten ontwerp Klimaatakkoord». 13 maart 2019.)

<sup>10</sup> Volgens de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) is er wereldwijd een jaarlijkse investeringsopgave van ruim € 6.000 miljard vereist om aan de internationaal vastgestelde klimaatdoelstellingen te voldoen. Zie OESO, Wereldbank en VN: «Financing Climate Futures: Rethinking Infrastructure Policy Highlights». 2018.

<sup>11</sup> Uitspraak van Bank of England-voorman Mark Carney op basis van onderzoek. Besproken in The Guardian: «Bank of England boss warns global finance: it is funding climate crisis». 15 oktober 2019.

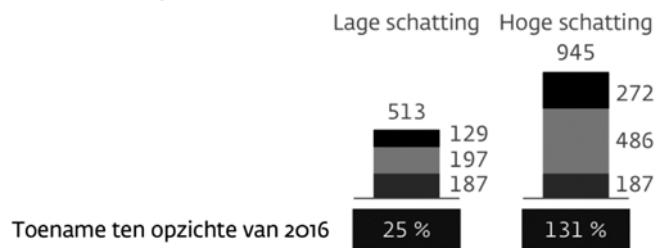
<sup>12</sup> Lael Brainard (lid van Raad van Bestuur Federal Reserve): «Why Climate Change Matters for Monetary Policy and Financial Stability». Speech gegeven op Federal Reserve conferentie over klimaatverandering, 8 november 2019.



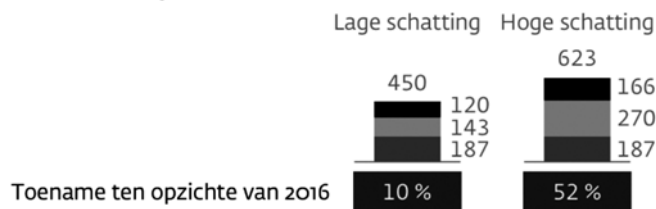
omvang financiële soliditeit zal schaden) en in specifieke zin, als het gaat om de manier waarop we ons via verzekeringen tegen de financiële gevolgen van fysieke klimaateffecten beschermen. De omvang van verzekerde verliezen als gevolg van extreem weer is sinds 1980 vervijfvoudigd; wereldwijd waren alleen al de verzekerde kosten van natuurrampen in 2017 en 2018 samen bijna € 200 miljard – de hoogste kosten ooit in een tweejarige periode.<sup>13</sup> Schattingen laten zien dat mogelijk 17% van de wereldwijde activa geraakt zouden kunnen worden als fysieke risico's materialiseren.<sup>14</sup>

Ook Nederland is op deze manier kwetsbaar. Zo schreef in 2016 een aantal verzekeraars rode cijfers toen zij plotseling op grote schaal hagelschade moesten vergoeden.<sup>15</sup> Daarbij is de verwachting – zo blijkt onder andere uit onderzoek van De Nederlandsche Bank (DNB) – dat klimaatverandering in de toekomst voor een structurele stijging van de claims richting Nederlandse verzekeraars zal zorgen (zie figuur 2).<sup>16</sup>

### 3,5°C Klimaatgerelateerde schadelast in 2085



### 1,5°C Klimaatgerelateerde schadelast in 2085



- Regen
- Hagel
- Storm

**Figuur 2. Inschatting van klimaat- gerelateerde schadelast in 2085 onder twee scenario's van opwarming. Particuliere inboedel- en opstalverzekeringen (in miljoenen euro's). Bron: DNB**

<sup>13</sup> Swiss Re Group: «Preliminary sigma estimates for 2018: global insured losses of USD 79 billion are fourth highest on sigma records». 18 december 2018.

<sup>14</sup> Network for Greening the Financial System: «A call for action: Climate change as a source of financial risk». April 2019.

<sup>15</sup> De Nederlandsche Bank: «De Nederlandse financiële sector veilig achter de dijken? Een nadere verkenning naar klimaatgerelateerde financiële risico's». 5 oktober 2017.

<sup>16</sup> Methodologische toelichting op figuur 2 door DNB: «De verwachte klimaatgerelateerde schadelast is uitgevraagd bij schadeverzekeraars, en veelal berekend op basis van een gemiddelde van voorgaande jaren. De verwachte schadelast wordt gebruikt voor premiestelling; de gerealiseerde schadelast in 2016 lag hoger. Inschattingen voor 3.5°C temperatuurstijging in 2085 zijn gebaseerd op de KNMI Wh en WI scenario's en inschattingen voor 1.5°C graden temperatuurstijging in 2085 op de KNMI Gh en GI scenario's. Lage en hoge inschattingen reflecteren de (substantiële) onzekerheid over de toename in frequentie en intensiteit van verschillende weerstypen. Klimaatgerelateerde schadelasten in 2085 zijn berekend onder de assumptie dat de kwetsbaarheid van objecten en de blootstelling binnen schadepolissen voor storm, regel en hagel gelijk blijven.» Uit: «De Nederlandse financiële sector veilig achter de dijken? Een nadere verkenning naar klimaatgerelateerde financiële risico's», p. 19.

Deze cijfers dienen als voorzichtige schattingen bekeken te worden; een recente studie van kredietwaardigheidsbeoordelaar Standard & Poor's laat zien dat verzekeraars de omvang van incidentele fysieke risico's mogelijk tot wel 50% onderschatten.<sup>17</sup> Naast schadeverzekeraars zijn fysieke risico's ook relevant voor aansprakelijkheids-, levens- en zorgverzekeraars. Het is dan ook nog maar de vraag of het überhaupt lukt op middellange en langere termijn materialiserende fysieke risico's voldoende te verzekeren dan wel te herverzekeren. Zo betoogde Henri de Castries in zijn rol als CEO van de grote verzekeraar AXA dat «een wereld die 2°C opwarmt nog wel te verzekeren is, maar een wereld die 4°C opwarmt niet meer».<sup>18</sup> In deze context stelt DNB dat Nederlandse verzekeraars duurzaamheidsrisico's nog explicieter in hun risicomodellen op zouden moeten nemen.<sup>19</sup>

Figuur 2 geeft bovendien een enigszins beperkt beeld. Het probleem is namelijk dat de Nederlandse financiële soliditeit geraakt kan worden zelfs als Nederlandse verzekeraars qua verliezen en Nederlanders qua verzekeringspremie zelf niet klem komen te zitten. Verliezen als gevolg van fysieke effecten werken immers door het gehele (geglobaliseerde) financiële systeem door, omdat verzekeraars veel uitzettingen hebben in bijvoorbeeld kapitaalmarkten en bij banken<sup>20</sup> en onverzekerde verliezen tot schokeffecten kunnen leiden. De laatste jaren was wereldwijd 70% van de verliezen op activa als gevolg van fysieke klimaateffecten (naar omvang gemeten) onverzekerd.<sup>21</sup> Zoals we in 2008 hebben kunnen zien hoeven crises niet in Nederland te ontstaan om Nederland wel degelijk hard te raken.

Naast incidentele fysieke risico's kunnen structurele fysieke klimaateffecten de financiële soliditeit ernstig bedreigen. Ook kunnen zij, wanneer zij materialiseren, de prijsstabiliteit bedreigen – zowel door schokken aan de vraag- als aanbodzijde.<sup>22</sup> Structurele fysieke klimaateffecten hebben, in tegenstelling tot bijvoorbeeld overstromingen of hittegolven, een permanent karakter. Zo zorgt de afname van biodiversiteit voor een verlies aan weerbaarheid van ecosystemen. Hierdoor worden uitzettingen in onder andere landbouwbedrijven structureel risicovoller. Daarnaast is er door droogte een grote kans dat er zoetwatertekorten ontstaan. Dit kan ervoor zorgen dat bedrijven die door Nederlandse instellingen gefinancierd zijn, nog maar in beperkte mate of niet meer kunnen functioneren.<sup>23</sup>

Het Nederlandse financiële systeem is hier kwetsbaar voor. In directe zin blijkt bijvoorbeeld uit DNB-onderzoek dat Nederlandse financiële instellingen voor zeker € 97 miljard geïnvesteerd hebben in bedrijven die actief zijn in gebieden met (grote risico's tot) extreme waterschaarste. Daarnaast blijkt dat Nederlandse instellingen voor zeker € 56 miljard geïnvesteerd hebben in bedrijven die afhankelijk zijn van de meest

<sup>17</sup> Adam Tooze: «Why central banks need to step up on global warming». In *Foreign Policy*, 20 juli 2019.

<sup>18</sup> Forbes: «A 2°C World Might Be Insurable, A 4°C World Certainly Would Not Be». 26 mei 2015.

<sup>19</sup> Zie noot 15.

<sup>20</sup> Zie noot 17.

<sup>21</sup> International Association of Insurance Supervisors: «Issues Paper on Climate Change Risks to the Insurance Sector». Juli 2018.

<sup>22</sup> Zie onder andere McKibbin, Warwick, Morris, Panton, en Wilcoxon: «Climate Change and Monetary Policy: Dealing with Disruption», 2018. Parker: «The Impact of Disasters on Inflation», 2018. Heinen, Khadan en Strobl: «The Price Impact of Extreme Weather in Developing Countries», 2018. Debelle: «Climate Change and the Economy», speech op het Public Forum, 12 maart 2019.

<sup>23</sup> De Nederlandsche Bank: «Op waarde geschat? Duurzaamheidsrisico's en -doelen in de Nederlandse financiële sector». 12 januari 2019.

schaarse grondstoffen.<sup>24</sup> Ook hier geldt, wegens de manier waarop Nederland economisch geïntegreerd is met de wereld, dat via indirecte wegen Nederland hard geraakt kan worden. Hier komt nog bij dat de financiële risico's groter zullen worden door politieke instabiliteit, conflicten en migratie die veroorzaakt worden door incidentele, maar met name ook structurele fysieke klimaateffecten als extreme droogte en zoetwatertekorten. Zo staat onderzoek dat klimaatverandering vergaande effecten heeft op defensie-, terrorisme- en andere veiligheidsvraagstukken.<sup>25</sup> Ook is er een gerede kans dat er in 2050 1 miljard klimaatmigranten zullen zijn.<sup>26</sup> Dit zal politieke instabiliteit veroorzaken.

### 3.3 Transitierisico's

Naast fysieke risico's kunnen zogenaamde transitierisico's een bedreiging vormen voor de financiële soliditeit en prijsstabiliteit in Nederland. Transitierisico's materialiseren op het moment dat financiële instellingen niet goed anticiperen op de gevolgen van de transitie naar een duurzame economie. Deze transitie kan velen oorzaken hebben, zoals beleidsontwikkelingen (om klimaatverandering tegen te gaan), technologische ontwikkelingen, ecologische schaarste, de met de voorgaande factoren samenhangende veranderende marktomstandigheden (als gevolg van het voorgaande) en reputatierisico's.<sup>27</sup> Transitierisico's zorgen ervoor dat financiële activa hun waarde verliezen of zelfs geheel afgeschreven moeten worden (*stranded assets*, of *gestrande activa*). Daarnaast zullen transitierisico's, wanneer zij materialiseren, net als fysieke risico's de prijsstabiliteit bedreigen.<sup>28</sup> De meest pregnante transitierisico's ontstaan door materiaalschaarste en toenemende beleidsinspanningen en marktverschuivingen richting verduurzaming.<sup>29</sup> Veel gebruikte grondstoffen – niet alleen olie – zullen op middellange termijn opraken (materiaalschaarste). Grondstoffen, producten en diensten zullen dus overbodig raken doordat deze «ingehaald» en overbodig gemaakt worden door de transitie. Bedrijven die hier niet op anticiperen zullen simpelweg niet overleven.

Wereldwijd gezien zijn de transitierisico's groot. Zo laat een recente studie zien dat zelfs als wereldwijd opererende energiebedrijven met hun investeringen (qua vervuiling en risico's) nu reeds op een 2.7°C-*proof* pad zouden zitten, ze nog steeds tussen nu en 2025 bijna € 1.500 miljard aan niet-renderende investeringen zouden doen als de wereld intussen naar een 1.75°C-scenario toe zou bewegen.<sup>30</sup> Dit betekent in feite dat de transitierisico's groot zijn en snel zullen materialiseren, zelfs als het verschil tussen de mate waarin bedrijven verduurzamen en de aarde daadwerkelijk opwarmt te overzien lijkt.

Ook Nederland is kwetsbaar voor transitierisico's. Nederlandse banken, pensioenfondsen en verzekeraars hebben grootschalige uitzettingen in CO<sub>2</sub>-intensieve sectoren. Ondanks de goede initiatieven vanuit de financiële sector, die aan bod zullen komen, blijkt uit praktijkonderzoek dat (in 2018) nog steeds 80–95% van de energie-investeringen van banken en

<sup>24</sup> Zie noot 23.

<sup>25</sup> Zie onder andere het onderzoek van het Planetary Security Initiative.

<sup>26</sup> Zie onderzoek van de UN Office of Migration: «IOM outlook on Migration, Environment and Climate Change». 2014.

<sup>27</sup> Taskforce on Climate-related Financial Disclosures: «Final Report: Recommendations of the TCFD». Juni 2017.

<sup>28</sup> Zie noot 22.

<sup>29</sup> Zie noot 23.

<sup>30</sup> Carbon Tracker Initiative: «Mind The Gap: the \$ 1.6 trillion energy transition risk». 8 Maart 2018.

verzekeraars naar fossiele energiebedrijven ging.<sup>31</sup> Daarnaast blijkt uit DNB-onderzoek dat veel van de CO<sub>2</sub>-intensieve uitzettingen in omvang ook nog eens toenemen.<sup>32</sup> Ook is het waarschijnlijk dat de negatieve effecten van transitierisico's, wanneer zij materialiseren, een destabiliserend effect hebben op de bredere economie wegens de interafhankelijkheid van sectoren – temeer omdat de complexiteit van transitierisico's zorgt voor een lange kettingreactie.<sup>33</sup>

De financiële risico's van klimaatverandering, biodiversiteitsverlies en gebrekkig anticiperen op de transitie zijn kortom groot. Door adequaat te anticiperen op deze risico's en ze te beheersen, dragen we bij aan een financieel systeem waar mensen op kunnen bouwen en vertrouwen.

#### **4. Duurzaamheidsrisico's vragen om ordentelijke maar ambitieuze transitie**

We weten op dit moment niet wat de exacte omvang van duurzaamheidsrisico's is, noch waar, wanneer en hoe deze risico's zullen materialiseren. Dit komt onder andere door het gegeven dat een groot aantal factoren van invloed is op de manier waarop duurzaamheidsrisico's materialiseren. Zelfs geavanceerde modellen kunnen daarom niet nauwkeurig voorspellen op welke manier fysieke en transitierisico's aan de oppervlakte komen en hoe deze de soliditeit van het financiële systeem raken.<sup>34</sup> Een scepticus zou kunnen stellen dat deze onzekerheid laat zien dat verduurzaming van de financiële sector zo'n urgent vraagstuk niet is. Dit zou om verschillende redenen echter een misvatting zijn.

Ten eerste is er een hoge mate van zekerheid *dat* duurzaamheidsrisico's in de toekomst zullen materialiseren en er actie ondernomen moet worden om deze in te dammen, ook al kennen we die risico's nu nog niet precies.

Ten tweede weten we dat er een samenhang is tussen fysieke en transitierisico's. Een radicale transitie van de economie als geheel (dus niet een radicale verduurzaming van de financiële sector *an sich*) zou tot aanzienlijke transitierisico's leiden maar tegelijkertijd de materialisatie van fysieke klimaateffecten (enigszins) beperken. Het niet voeren van klimaatbeleid zou leiden tot relatief weinig transitierisico's maar grootschalige, zo niet catastrofale fysieke effecten. Het uitstellen van voldoende substantieel economiebrede klimaatactie leidt tot hoge fysieke risico's zonder daadwerkelijk transitierisico's te verminderen.<sup>35</sup>

Ten derde is een bepaalde mate van onzekerheid ten aanzien van de precieze manier waarop risico's materialiseren geen reden om minder preventieve maatregelen te nemen tegen deze materialisatie. Vergelijk het met de financiële crisis van 2008. We hadden van te voren moeilijk met precisie kunnen voorspellen hoe de crisis zou ontbranden en zou uitzaaien. De *subprime* hypotheekmarkt was een zogenaamd staartrisiko (*tail risk*) dat niet op een normaalverdeling paste. Maar daarmee was haar

<sup>31</sup> Eerlijke Geldwijzer: «Grote banken en verzekeraars steken teveel geld van hun klanten in fossiele energiebedrijven». 27 november 2018.

<sup>32</sup> Zie noot 15.

<sup>33</sup> Onder andere Cahen-Fourot, Louison, Campiglio, Dawkins, Godin, en Kemp-Benedict: «Capital Stranding Cascades: The Impact of Decarbonisation on Productive Asset Utilisation». *Ecological Economic Papers*. 2019.

<sup>34</sup> Zie bijv. Battiston, Gatti, Gallegati, Greenwald en Joseph Stiglitz: «Liaisons dangereuses: Increasing connectivity, risk sharing, and systemic risk». *Journal of economic dynamics and control*, 2012.

<sup>35</sup> Bank for International Settlements (BIS): «The green swan: central banking and financial stability in the age of climate change». Januari 2020.

effect niet minder desastreus toen ze eenmaal materialiseerde.<sup>36</sup> Probabiliteit staat dus los van effect. Desalniettemin hadden we maatregelen kunnen nemen om ons robuuster te maken tegen het soort risico's dat de financiële crisis uiteindelijk veroorzaakte. Onzekerheid belet ons dus niet om ons nu al te weren tegen duurzaamheidsrisico's; als we hiermee wachten maken we onszelf nodeloos kwetsbaar als er vervolgens omvangrijke schokken ontstaan. Dit geldt des te meer omdat deze schokken harder zullen aankomen dan bij reguliere financiële crises wegens de eerder genoemde lange kettingreacties van materialiserende duurzaamheidsrisico's.

Ten vierde kunnen meer en meer onzekerheden reeds geïncorporeerd worden in (kwantitatieve) scenarioanalyses, waarin de weerbaarheid van de balans van een financiële instelling getoetst kan worden ten aanzien van verschillende transitie- en klimaatveranderingsscenario's. Deze scenario's nemen zaken mee als toekomstige beleids-, technologie-, en marktontwikkelingen.<sup>37</sup> Er wordt vervolgens een koppeling gemaakt tussen deze scenario's en datagedreven inzichten over hetgeen op de balans van een instelling staat. Hiermee kan steeds preciezer inzichtelijk gemaakt worden hoe fysieke risico's zich manifesteren naar gelang we meer of minder ambitieus klimaatbeleid voeren en welke investeringen in verschillende transitiescenario's op welke manier materieel geraakt worden. Dit is een proces dat desalniettemin met uitdagingen gepaard gaat. Zo wordt om datagedreven inzichten te vergaren gebruik gemaakt van verschillende soorten datasets, die concepten (zoals «bijdragend aan milieudoelstellingen») vaak niet op dezelfde manier operationaliseren. Dit leidt tot een beperkte correlatie tussen verschillende datasets.<sup>38</sup> Het verder verbeteren van datakwaliteit moet dan ook een prioriteit zijn. Het is daarom goed dat de ontwikkeling van modellen die deze scenarioanalyses uitvoeren snel gaat.

Dit in acht nemende dient de verduurzaming van de financiële sector drie bouwstenen te hebben.

**Helderheid.** Het is essentieel voor financiële instellingen om te weten waar ze aan toe zijn. Alleen dan kunnen ze toekomstige verwachtingen relatief betrouwbaar verankeren en vertalen naar risico-rendementsprofielen en daarop gebaseerde investeringsbeslissingen. Een helder tijdspad stelt instellingen in staat duurzaamheidsdoelstellingen doelmatig te realiseren. Helderheid slaat in belangrijke mate terug op beleid. Financiële instellingen en toezichthouders benadrukken het belang van voorspelbare beleidstrajecten, waardoor instellingen weten wat ze kunnen verwachten qua doelstellingen en beprijzingen. Hierdoor wordt investeringszekerheid geboden die de snelheid van de transitie ten goede komt.

**Balans.** We zijn op dit moment nog steeds afhankelijk van grondstoffen, energiebronnen en productieprocessen die bijdragen aan vergaande klimaatverandering. We kunnen daarom niet van de financiële sector vragen om bijvoorbeeld de omvang van CO<sub>2</sub>-intensieve investeringen op korte termijn naar nul terug te brengen. Dit zou de toegang tot nu nog noodzakelijke energiebronnen belemmeren. Er is dus sprake van een paradox. Met verduurzaming van de financiële sector willen we er uiteindelijk aan bijdragen dat we ook in de toekomst nog van een goed

<sup>36</sup> Nassim Nicholas Taleb: «The Black Swan. The Impact of the Highly Improbable». 2008.

<sup>37</sup> Zie bijv. Zie bijvoorbeeld Four Twenty Seven: «Demystifying Climate Scenario Analysis for Financial Stakeholders», december 2019 en de TCFD: «Final report: Recommendations of the TCFD», juni 2017.

<sup>38</sup> Zie bijvoorbeeld Berg, Kölbel en Rigobon (allen MIT): «Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings». 20 augustus 2019.

voorzieningen- en welvaartsniveau kunnen genieten. Juist datzelfde voorzieningen- en welvaartsniveau zou in de verdrukking raken door op korte termijn te radicaal te transformeren. Binnen wat op korte termijn mogelijk is, is snelle verduurzaming van de financiële sector desalniettemin mogelijk. De invloed van de verduurzaming van de financiële sector op de transitie in de economie is indirect, waardoor de financiële sector, zonder schokken te veroorzaken, sneller kan verduurzamen dan de reële economie.

**Snelheid.** Uit studies van gerenommeerde wetenschappers en toezichthoudende instituten blijkt dat de geschatte transitierisico-gerelateerde kosten van een transitie die sneller gaat dan het pad waarop we ons nu bevinden zeer waarschijnlijk veel kleiner zijn dan de transitierisico-gerelateerde kosten van het uitstellen van actie.<sup>39</sup> Bovendien zorgt uitstel voor veel grotere, zo niet catastrofale fysieke klimaateffecten. Hoe langer we te weinig aan duurzaamheidsrisico's doen, hoe radicaler de maatregelen in de toekomst moeten zijn om toekomstige rampspoed te voorkomen. Radicalere maatregelen later hebben immers een nog groter schokeffect op onze economie – en dus prijskaartje – dan ambitieuze maar ordentelijke maatregelen nu.<sup>40</sup> Duurzaamheidsrisico's werken daarom in feite als een hefboom; met beleid dat nu «verstandig» lijkt maar te conservatief is, dwingen we onszelf in de toekomst radicaler te zijn. Binnen de randvoorwaarden van helderheid en balans noopt gezond verstand – het adequaat beheersen van risico's en benutten van kansen om toekomstige brede welvaart te genereren – daarom tot een ordentelijke doch snelle en ambitieuze transitie.

## **5. Huidige initiatieven verduurzaming financiële sector schieten op drie manieren tekort**

Financiële markten worden gekarakteriseerd door de «tragedie van de horizon»; de langetermijnvisie die nodig is om duurzaamheidsrisico's mee te wegen in investeringsbeslissingen ontbreekt bij het grootste deel van investeerders, daar hun focus op rendement gebaat is bij een blik op de kortere termijn.<sup>41</sup> Het gevolg is dat het integreren van duurzaamheidsrisico's niet enkel aan de markt overgelaten kan worden; zij heeft weinig prikkels dit nu te doen. Een belangrijke stap in het organiseren van een snelle en ordentelijke verduurzaming van de financiële sector is het oplossen van het marktfalen dat resulteert in de tragedie van de horizon. Alleen door dit marktfalen op te lossen wordt ambitieuze verduurzaming voor zowel financiële instellingen als hun klanten – kredietnemers, klanten, beleggers, pensioendeelnemers – niet alleen het meest rationele en goedkope alternatief, maar ook het alternatief waarvoor daadwerkelijk gekozen wordt.

Het doorbreken van de tragedie van de horizon vraagt van financiële instellingen dat zij inzichtelijk maken welke duurzaamheidsimpact en -risico's zij op hun balans hebben staan en op welke manier en met welke reductiedoelstellingen zij willen verduurzamen. Door inzicht in duurzaamheidsrisico's hebben instellingen een handvat om reductiedoelstellingen

<sup>39</sup> Zie bijv. European Systemic Risk Board (ESRB): «Reports of the Advisory Scientific Committee». Februari 2016. Zie ook Stern: «The Stern Review on the Economics of Climate Change». 30 oktober 2006. Zie ook rapport NGFS, genoemd in voetnoot 14.

<sup>40</sup> Zie opnieuw rapport NGFS. Zie ook IMF: «Macroeconomic and Financial Policies for Climate Change Mitigation: A Review of the Literature». September 2019. Zie tenslotte Cullen: «After «HLEG»: EU Banks, Climate Change Abatement and the Precautionary Principle». 12 februari 2019.

<sup>41</sup> Carney: «Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability». Speech, 29 september 2015. Zie ook EU High-Level Expert Group on sustainable finance: «Financing a sustainable European Economy». 2018.



te markeren en beleggers en klanten een haak om instellingen hieraan te houden. Door diezelfde inzichtelijkheid worden investeerders bewust van de (pijnlijke) materiële effecten van te weinig verduurzaming, waardoor ze met financiële redenen instellingen gaan aanjagen om op deze risico's te anticiperen.

Deze transitie kan niet alleen aan een (geïnformeerde) markt overgelaten worden en vraagt om sturing en actieve interventies. Instellingen en de toezichthouders vragen de politiek dan ook expliciet om sturend klimaatbeleid. Het gaat hierbij zowel om algemeen beleid – zo pleiten instellingen als DNB en de grootbanken al langer voor een algemene CO<sub>2</sub>-belasting en scherpere normen en doelstellingen – als een specifiek op de financiële sector van toepassing zijnde agenda. Transparantie is ook hier een voorwaardelijke pijler; alleen op basis van inzicht in wat groen, bruin en risicovol is, kan daadwerkelijk effectief gestuurd worden op een snelle transitie.

### 5.1 Goede handvaten

Als het om transparantie over duurzaamheidsimpact en -risico's gaat, zijn door toezichthouders en de sector zelf – Nederlandse financiële instellingen en toezichthouders lopen hierin voorop – de afgelopen jaren belangrijke stappen in de goede richting gezet. De initiatiefnemers willen hierbij overigens expliciet benoemen dat maatschappelijke organisaties in deze een belangrijke aanjagersrol hebben gespeeld.

Aan de kant van transparantie over duurzaamheidsimpact zijn er in Nederland twee prominente initiatieven. De eerste is het Partnership for Carbon Accounting Financials (PCAF), een gezamenlijk initiatief van Nederlandse financiële instellingen dat als doel heeft om een wereldwijde geharmoniseerde standaard te ontwikkelen om de voetafdruk van uitzettingen te meten. Inmiddels kan de PCAF-methode inzicht bieden in de CO<sub>2</sub>-intensiteit van vele soorten activa. PCAF baseert zich onder andere op een technisch handboek ontwikkeld door het gezaghebbende *World Resource Institute (WRI)*, wat ze in staat stelt een vrij precies kwantitatief inzicht in CO<sub>2</sub>-voetafdrukken te krijgen. Zeventien Nederlandse financiële instellingen hebben zich reeds aangesloten bij PCAF en het platform is internationaal uitgebreid met meer dan 55 deelnemende instituten die in totaal meer dan € 3.000 miljard onder beheer hebben.<sup>42</sup>

De tweede is de PACTA-methode (Paris Agreement Capital Transition Assessment). Deze heeft in vergelijking tot PCAF een meer vooruitziende blik. Dat betekent niet dat ze beter of minder is dan PCAF. Uiteindelijk vraagt transparantie over duurzaamheid om het combineren van de sterke kanten van verschillende methoden.<sup>43</sup> Aan de basis van PACTA staan gedetailleerde routepaden die ontwikkeld zijn door gezaghebbende instituten zoals het *International Energy Agency (IEA)*. Deze routepaden laten zien welke technologische transitie bedrijven en bedrijfssectoren moeten maken om op koers te liggen voor de Parijse plafonddoelstelling. Op basis hiervan ontwikkelen instellingen reductietrajecten voor (delen van) hun portefeuilles. Initieel is de PACTA-methode toegepast op met name obligaties en (preferente) aandelen; inmiddels wordt zij over gehele sectoren en activaklassen heen gebruikt. Op dit moment wordt wereldwijd (maar met name in Europa) met de PACTA-methode geëxperimenteerd door een groot aantal toonaangevende financiële instellingen, zoals

<sup>42</sup> Zie de website van PCAF voor een overzicht.

<sup>43</sup> ING doet dit bijvoorbeeld nu al met Terra.



verzekeraar AXA en (zaken)banken BNP Paribas, Barclays, en Société Générale en vanuit Nederland ING Bank<sup>44</sup> en ABN Amro.

Waar PCAF en PACTA focussen op duurzaamheidsimpact, zijn ook enkele zeer waardevolle handvaten ontwikkeld die specifiek gericht zijn op duurzaamheidsrisico's. Eén daarvan is het *Climate-VaR* model van Carbon Delta.<sup>45</sup> Dit model maakt op basis van geverifieerde datasets en verschillende transitie-scenario's een kwantitatieve beoordeling van duurzaamheidsrisico's op het niveau van individuele investeringen. Wereldwijd gebruiken al 22.000 bedrijven dit model.<sup>46</sup> Een ander voorbeeld is het werk van het *Four Twenty Seven* instituut, dat gespecialiseerd is in het modelleren van fysieke duurzaamheidsrisico's (dit vraagt om een andere modelmatige aanpak).<sup>47</sup>

Veruit het belangrijkste initiatief op het gebied van transparantie over duurzaamheidsrisico's is echter het door de *Taskforce on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) ontwikkelde raamwerk om over duurzaamheidsrisico's te rapporteren. De TCFD is een taakgroep die in het leven is geroepen als onderdeel van de *Financial Stability Board* (FSB), een internationaal lichaam van centrale banken en internationale organisaties. Vanaf 2015 heeft de TCFD anderhalf jaar onderzoek gedaan en – om een balans te vinden tussen ambitie en haalbaarheid – in dialoog met bedrijven en financiële instellingen wereldwijd een raamwerk ontwikkeld voor hoe financiële instellingen op een duidelijke, vergelijkbare en consistente manier kunnen rapporteren over duurzaamheidsrisico's.

Dit heeft ervoor gezorgd dat een raamwerk is ontwikkeld dat rapportage vereist over hoe omgegaan wordt met duurzaamheidsrisico's door het gehele ondernemerschap van een instelling heen. Het raamwerk is gestoeld op vier pijlers die betrekking hebben op (i) hoe instellingen duurzaamheidsrisico's integreren in *governance*, (ii) hoe zij zich via hun bedrijfsvoering, strategie en financiële planning weerbaar maken tegen duurzaamheidsrisico's, (iii) hoe zij duurzaamheidsrisico's meenemen in het identificeren, beoordelen en beheersen van risico's, en (iv) welke methodes, data en *key performance indicators* (KPI's) ze gebruiken om zowel relevante duurzaamheidsrisico's als -mogelijkheden te adresseren.

Het TCFD-raamwerk is veel verfijnder dan de huidige rapportagevereisten. Op het gebied van strategie, bijvoorbeeld, beveelt de TCFD *onder andere* transparantie aan ten aanzien van wat instellingen überhaupt als korte, middellange en lange termijn beschouwen, welke duurzaamheidsrisico's zich per horizon voordoen, hoe producten en diensten, waardeketens, investeringen in onderzoek en ontwikkeling, adaptatie- en mitigeringsmaatregelen en operationele activiteiten beïnvloed worden door duurzaamheidsrisico's, hoe duurzaamheidsrisico's operationele kosten en inkomsten, kapitaalkosten en toegang tot kapitaal beïnvloeden en hoe de strategie zowel beïnvloed wordt door duurzaamheidsrisico's als deze risico's adresseert.

Het TCFD-raamwerk heeft de laatste jaren dan ook veel tractie gekregen. De huidige groep van bedrijven en financiële instellingen die de TCFD-aanbevelingen heeft ondertekend, heeft een balanstotaal van ruim

<sup>44</sup> ING doet scenarioanalyses (als onderdeel van hun «Terra» project), welke hoofdzakelijk maar niet alleen op de PACTA-methode gebaseerd zijn.

<sup>45</sup> Carbon Delta is onderdeel van MSCI, wereldwijd een van de grootste aanbieders van analytische gereedschappen en indexen voor financiële instellingen. *VaR* staat voor *Value at Risk*.

<sup>46</sup> Zie de website van Carbon Delta.

<sup>47</sup> Four Twenty Seven: «Demystifying Climate Scenario Analysis for Financial Stakeholders». 4 december 2019.

€ 100 biljoen en bestaat naast grote internationale spelers uit bijvoorbeeld ING, ABP, AkzoNobel en Unilever.<sup>48</sup> Het TCFD-raamwerk is dusdanig volwassen dat Frankrijk, Zweden en het Verenigd Koninkrijk besloten hebben niet-financiële rapportage gebaseerd op het TCFD-raamwerk verplicht te stellen.<sup>49</sup> Ook hebben vele partijen – wereldwijd maar ook in Nederland – in het kader van de *Principles for Responsible Investment* zich eraan gecommitteerd om vanaf boekjaar 2020 het TCFD-raamwerk gedeeltelijk (governance en strategie) in hun niet-financiële rapportage over te nemen.<sup>50</sup> Meer informatie over de hierboven besproken initiatieven is te vinden in bijlage II.

Ondanks de stappen die de sector (inclusief toezichthouders) zelf de afgelopen jaren in de goede richting heeft gezet, is het tempo van verduurzaming van de financiële sector op dit moment te laag. We moeten en *kunnen* nog veel sneller verduurzamen dan we op dit moment doen. Dit is voor een gedeelte de verantwoordelijkheid van financiële instellingen zelf. Teveel financiële instellingen financieren nog teveel vervuiling en lopen achter op het tempo van verduurzaming dat noodzakelijk is. Maar ook beleidsmakers en toezichthouders kunnen meer doen. De huidige agenda voor de verduurzaming van de financiële sector biedt daar op drie manieren ruimte voor.

### 5.2 Tekortkoming 1: Beleidsinitiatieven dwingen geen transparantie af

Een eerste tekortkoming van de huidige beleidsagenda is dat de belangrijkste bestaande beleidsinitiatieven ten aanzien van transparantie – geborgd via drie Europese richtlijnen en verordeningen – op dit moment te beperkt zijn en teveel ruimte laten om naar eigen inzicht aan transparantie vorm te geven. Niet alleen worden hierdoor kansen gemist om instellingen ervaring op te laten doen met de hiervoor besproken handvaten; ook wordt het niveau van transparantie dat nodig is om de markt en overheden in staat te stellen de verduurzaming op gewenste snelheid te krijgen niet bereikt.

Allereerst de Europese richtlijn «met betrekking tot de bekendmaking van niet-financiële informatie en informatie inzake diversiteit door bepaalde grote ondernemingen en groepen» (ook wel de niet-financiële rapportage-richtlijn (NFRD) genoemd). De richtlijn verplicht banken en (her)verzekeraars om in hun verslaggeving expliciet aandacht te schenken aan zogenaamde *environmental, social* en *governance*-factoren (ESG-factoren). Er zijn twee onderzoeken gepubliceerd naar de effectiviteit van de richtlijn en de manier waarop deze in Nederland is geïmplementeerd. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) heeft in 2017 geconcludeerd dat een grote meerderheid van de door de richtlijn geraakte instellingen weliswaar over verschillende niet-financiële aspecten van hun bedrijfsvoering en beleid rapporteren, maar dit niet vertalen naar de manier waarop de richtlijn inzicht vraagt in daadwerkelijke risico's, KPI's en bedrijfsresultaten. KPMG heeft op basis van onderzoek eind 2019 geconcludeerd dat bedrijven weliswaar ingaan op het beleid en prestatie-indicatoren maar het uiteindelijke resultaat van het beleid en strategische prioriteiten onvoldoende transparant gemaakt wordt. Dit is volgens KPMG het gevolg van het feit dat de vereisten teveel *principle-based* zijn en daarmee individuele bedrijven teveel bewegingsvrijheid geven om naar

<sup>48</sup> Zie website TCFD.

<sup>49</sup> Zie bijvoorbeeld de Government Offices of Sweden: «France and Sweden step up their collaboration on green finance to boost the transition towards low-carbon and climate-resilient economies». 8 december 2017.

<sup>50</sup> UN Principles for Responsible Investment: «TCFD-based reporting to become mandatory for PRI signatories in 2020». 18 februari 2019.

eigen inzicht de niet-financiële rapportage vorm te geven. Zonder inzicht in de uiteindelijke impact en risico's gaat volgens het onderzoek het beleid echter niet het gewenste effect sorteren. Wetgeving, zo stelt KPMG, zou bedrijven moeten aansporen veel grondiger over niet-financiële aspecten te rapporteren.<sup>51</sup>

Ten tweede is er de recent overeengekomen verordening «duurzaamheidsoverwegingen bij investeringen en advisering», onderdeel van het EU Actieplan Duurzame Financiering. Als gevolg van deze verordening dienen instellingen allereerst transparant te zijn tegenover klanten over de mate waarin duurzaamheidsrisico's geïntegreerd zijn in het beleggingsbeleid. Ten tweede dienen instellingen op hun website aan te geven of zij rekening houden met de negatieve impact die investeringsbeslissingen kunnen hebben op ESG-gebied. Is dit het geval, dan dienen instellingen beleid te ontwikkelen om deze negatieve impact te inventariseren, voorkomen en mitigeren, en dienen zij via een pas-toe-of-leg-uit-procedure openheid te geven over dit beleid. Tenslotte voorziet de verordening in een «groene bijsluiter», waarin aangeven moet worden (i) in hoeverre in beleggingsbeslissingen (in algemene zin) rekening gehouden wordt met duurzaamheidsrisico's, (ii) in hoeverre duurzaamheidsrisico's het rendement beïnvloeden, en (iii) hoe de impact op het klimaat wordt verminderd als een product neergezet wordt als duurzaam. Ook moet worden vermeld als verwacht wordt dat duurzaamheidsrisico's irrelevant zijn.

De verordening is een stap in de goede richting, maar dwingt financiële instellingen niet dusdanig volledig te zijn dat investeerders daadwerkelijk aangespoord worden zich druk te maken over duurzaamheidsrisico's. De verordening lijkt op eenzelfde manier *principle-based* te zijn als de hiervoor besproken richtlijn. Ook deze verordening legt het zwaartepunt bij transparantie ten aanzien van beleid en strategie en niet bij transparantie ten aanzien van daadwerkelijke resultaten. Bovendien is de invulling van de bijsluiter te beperkt. Ten aanzien van de als duurzaam aangeboden producten ontbreken bijvoorbeeld vereisten om aan te geven wat de negatieve impact van het product is als zij niet als duurzaam aangeboden wordt. Juist transparantie op productniveau ten aanzien van de negatieve duurzaamheidsimpact is cruciaal om de bewustwording van klanten over duurzaamheidsimpact en -risico's te vergroten.

Ten derde de transparantievereisten over duurzaamheid voor pensioenfondsen, geoperationaliseerd in de Europese pensioenfondsenrichtlijn IORP II. IORP II schrijft onder andere voor dat pensioenfondsen in hun beleid rekening houden met langetermijneffecten van beleggingsbeslissingen op ESG-factoren, ESG-factoren moeten integreren in hun risicomanagement, in dit risicomanagement rekening dienen te houden met duurzaamheidsrisico's (zowel fysieke als transitierisico's), en hun deelnemers informeren over de manier waarop ze rekening houden met ESG-factoren. Dit is een inhoudelijke aanvulling op de Nederlandse Pensioenwet, die voorschrijft dat pensioenfondsen in hun jaarverslag moeten rapporteren over hoe zij rekenschap geven van ESG-factoren.

Niet alleen laten IORP II en de Pensioenwet teveel bewegingsruimte om een sectorbrede transparantiestandaard af te dwingen, ook blijkt dat een substantieel deel van de pensioenfondsen ondanks – of misschien juist wel dankzij – de bewegingsruimte tekortschieten in naleving van hetgeen IORP II en de Pensioenwet vragen. Recent uitgebracht onderzoek laat zien

<sup>51</sup> KPMG: «Wetgeving dwingt onvoldoende inzicht af in niet-financiële prestatie van bedrijven» (persbericht) en «The next steps in non-financial information reporting» (onderzoeksrapport). 29 oktober 2019.

dat een substantieel deel van de onderzochte pensioenfondsen (i) niet met deelnemers in gesprek gaat over hun strategie en beslissingen ten aanzien van verantwoord beleggen en (ii) deelnemers niet informeert over hoe ESG-factoren meegenomen worden in beleggingsbeslissingen. Daarnaast laat het onderzoek zien dat er een gebrek aan concretisering is; ondanks dat er welwillendheid ten aanzien van klimaatgerelateerde onderwerpen lijkt te zijn, verbindt slechts de helft van de onderzochte fondsen specifieke doelstellingen aan ESG-factoren – laat staan duurzaamheidsrisico's – in hun beleggingsbeleid (nog even los van de vraag of deze doelstellingen geconcretiseerd worden) en communiceert slechts de helft over KPI's gerelateerd aan ESG-factoren – laat staan duurzaamheidsrisico's – richting de vermogensbeheerder.<sup>52</sup>

Deze bevindingen sluiten aan bij de jaarlijkse monitor van de Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO) waaruit blijkt dat bij een substantieel deel van de pensioenfondsen sprake is van zogenaamd *engagement*, maar het vaag blijft of en hoe duurzaamheid verwerkt wordt in strategie en beleggingsbeslissingen.<sup>53</sup>

### *5.3 Tekortkoming 2: Teveel focus op meer groen ten koste van echte impact*

Een tweede tekortkoming van de huidige beleidsagenda om de financiële sector te verduurzamen is dat zij teveel gericht is op het aanjagen van de markt voor groene financieringen en te weinig op het terugdringen activa die vervuilend zijn en hogere duurzaamheidsrisico's hebben.

Zowel vanuit het perspectief van vervuiling als vanuit duurzaamheidsrisico's is het financieren van transitionele activiteiten – «van slecht naar minder slecht» – veruit de belangrijkste bron van impact. Hier kan in kwalitatieve zin (dus per eenheid investering) de meeste impact geboekt worden en is ook in termen van volumes de relatieve impact het grootste. De markt voor groene financieringen is in omvang immers nietig vergeleken met de niet-groene investeringsmarkt (11.6% van de wereldwijde aandelen heeft enigszins oog voor ESG-factoren (wat ze nog niet daadwerkelijk groen maakt), voor obligaties is dit zelfs slechts 5.6%).<sup>54</sup> Gezien het feit dat de Nederlandse financiële sector voor het overgrote deel nog in vervuilende, fossiele investeringen zit, zou het terugdringen van niet-duurzame investeringen topprioriteit moeten zijn. Transparantie als mechanisme om de tragedie van de horizon te doorbreken dient dan ook gebruikt te worden niet alleen voor groene maar juist ook voor vervuilende, risicovolle investeringen. Dat gebeurt op dit moment niet.

Neem bijvoorbeeld de groene taxonomie, het meest significante voorstel vanuit het EU Actieplan voor Duurzame Financiering.<sup>55</sup> De doelstelling van de groene taxonomie is om de markt voor duurzame financieringen te bevorderen door transparantie aan te brengen in het onderscheid tussen investeringen die daadwerkelijk groen zijn en investeringen die alleen als dusdanig in de markt gezet worden (groenwassen). De taxonomie poogt groenwassen te bestrijden door een gemeenschappelijke taal te ontwik-

<sup>52</sup> KPMG: «Het is moeilijk om bij te blijven. Onderzoek naar huidige staat van ESG-integratie door Nederlandse pensioenfondsen». December 2019.

<sup>53</sup> VBDO: «Benchmark Responsible Investment by Pension Funds in the Netherlands 2019». Oktober 2019.

<sup>54</sup> Gebruikt in FD, «Beleggers moeten met de billen bloot over klimaatrisico's», 12 december 2019.

<sup>55</sup> Het EU Actieplan Duurzame Financiering is een actieplan van de Europese Commissie dat volgde op de aanbevelingen van de *High-Level Expert Group on Sustainable Finance* die in december 2016 door de Europese Commissie in het leven werd geroepen en in januari 2018 haar eindrapport met aanbevelingen gepresenteerd heeft.

kelen om te bepalen wanneer een investering wel of niet kwalificeert als «groen» of «duurzaam». Investerings die als groen kunnen worden gecategoriseerd, dienen op een reeks van zes ESG-factoren een positieve bijdrage te leveren en op diezelfde reeks geen substantiële negatieve bijdrage te leveren (het do-no-harm-principe). Daarmee voorziet de taxonomie in een mate van transparantie waar het de in §5.2 besproken initiatieven aan ontbreekt.

De groene taxonomie borgt echter geen gemeenschappelijke taal voor vervuilende en transitionele activiteiten. Zo'n brede gemeenschappelijke taal zou instellingen dwingen zich ten aanzien van investeerders te verantwoorden over de voetafdruk (en indirect in een aantal gevallen daarmee ook de duurzaamheidsrisico's) van investeringen en zou daarmee een belangrijke prikkel zijn voor het terugdringen van vervuilende en risicovolle activa. Dit zeggen niet alleen de initiatiefnemers, maar ook gezaghebbende instituten als DNB en de ECB.<sup>56</sup> De Minister stelt op dit punt dat de Raadspositie ten aanzien van de groene taxonomie passages bevat die het meenemen van dergelijke «transitionele activiteiten» toestaat. De invulling hiervan is echter beperkt en biedt geen gemeenschappelijke taal voor het gros van de investeringen waar in kwantitatieve en kwalitatieve zin de meeste relatieve impact mee gemaakt kan worden. Daarnaast geeft de Minister aan om nog drie jaar te willen wachten op de evaluatie van de Europese Commissie alvorens te bezien of de groene taxonomie verbreed kan worden. Dit is wat de initiatiefnemers betreft een onnodige vertraging in een transitievraagstuk dat om meer snelheid vraagt.

Tenslotte genereert de groene taxonomie een perverse administratieve lastenprikkel. Instellingen die groene investeringen willen oormerken, moeten hiervoor extra kosten maken. De Minister meent dat deze extra lasten proportioneel zijn om groenwassen tegen te gaan. Maar zoals betoogd, ligt veruit de grootste impact bij het verduurzamen van bruine assets richting «minder slecht». De initiatiefnemers vinden het in dat licht onwenselijk en disproportioneel dat de groene taxonomie partijen ontmoedigt hun portefeuille te vergroenen door hen zwaardere administratieve lasten in het vooruitzicht te stellen.

Ook als het gaat om de uitgifte van groene obligaties zijn de initiatiefnemers van mening dat een verbreding van de bestaande focus op investeringen die al groen zijn, het doen van meer impactvolle investeringen kan bevorderen. Ten aanzien van de uitgifte van groene obligaties zijn twee ontwikkelingen relevant. Ten eerste is als onderdeel van het EU Actieplan Duurzame Financiering op basis van de groene taxonomie een groene obligatiestandaard ontwikkeld (de *EU Green Bond Standard*). Ten tweede heeft het Ministerie van Financiën in mei 2019 voor de eerste keer groene obligaties uitgegeven om de markt voor groene financieringen een impuls te geven. Hierbij is het maximaal gewenste bedrag van € 6 miljard opgehaald. Deze uitgifte is niet gebaseerd op de Europese obligatiestandaard omdat deze toen nog niet uitgewerkt was.

De initiatiefnemers zien het als een positieve ontwikkeling dat het Ministerie van Financiën reeds ervaring heeft opgedaan met de uitgifte van groene obligaties. Zij benadrukken dat de uitgegeven groene obligaties van mei 2019 gebruikt zijn om investeringen mee te doen die zonder de obligatie-uitgifte toch al gedaan zouden zijn. Deze uitgifte heeft daarom niet geleid tot extra groene investeringen – alleen tot het

---

<sup>56</sup> De Nederlandsche Bank: «Verduurzaming van de Financiële Sector», position paper voor het rondetafelgesprek Verduurzaming van de financiële sector. December 2019. Europese Centrale Bank: «Climate change and financial stability». Mei 2019.

oormerken van bestaande investeringen als groen. Desalniettemin benadrukken de initiatiefnemers dat de uitgifte van groene obligaties de markt voor groene financieringen op de langere termijn wel degelijk kan aanjagen. Het is allereerst een goede zaak dat het ministerie ervaring op doet met de uitgifte van financiële producten die aan bepaalde duurzaamheidsstandaarden dienen te voldoen. Daarnaast is het risico van groene obligaties laag doordat ze door de staat worden uitgegeven. Op de lange termijn betekent dit dat de financieringskosten van groene investeringen zullen dalen. Dit kan voor de overheid op de langere termijn een impuls vormen om groene investeringen te doen die anders niet gedaan zouden zijn.

Tegelijkertijd zijn de initiatiefnemers van mening dat er een onbenut potentieel is om de impact van de uitgifte van obligaties op vergroening in de toekomst verder te vergroten. Dit potentieel zou – zoals de voorstellen in deze nota expliciteren – benut kunnen worden als, in aanvulling op de manier waarop groene obligaties op dit moment uitgegeven worden, groene obligaties ook voor de financiering van daadwerkelijk aanvullende investeringen ingezet worden. Daarnaast zien de initiatiefnemers ruimte om de impact van obligatie-uitgiftes op vergroening te vergroten als – in lijn met het pleidooi van de initiatiefnemers met betrekking tot de groene taxonomie – ook obligaties specifiek gericht op het financieren van transitionele activiteiten uitgegeven zouden worden.

#### *5.4 Tekortkoming 3: De afwezigheid van sturend beleid*

Een derde kernprobleem van de huidige agenda voor verduurzaming van de financiële sector is dat op sommige gebieden, hoewel de handvaten hiervoor aanwezig zijn, richtinggevend beleid afwezig is.

##### *5.4.1 Kapitaaleisen*

Een belangrijke casus in deze context is de beperkte bereidheid om duurzaamheidsrisico's aan te pakken via het kapitaaleisenraamwerk. In principe rechtvaardigen fysieke en transitierisico's kapitaaleisen omdat zij, net als andere risico's, de kans verhogen dat investeringen niet renderen en (deels) afgeschreven moeten worden. De Minister wijst geregeld op het gegeven dat in de herziening van het kapitaaleisenraamwerk oog is voor duurzaamheidsrisico's. Hij doelt hier op het mandaat van de *European Banking Authority* (EBA) om te onderzoeken (i) of in de herziening van het kapitaaleisenraamwerk voor Europese banken duurzaamheidsrisico's een expliciete rol zou moeten krijgen, (ii) hoe zwaar deze risico's betrekking hebben op uitzettingen (dit betekent dat de EBA klimaatgeoriënteerde stresstesten gaat doen), en (iii) wat de mogelijke effecten van op duurzaamheidsrisico's gebaseerde kapitaaleisen zijn. Dit onderzoek is naar verwachting medio 2025 voltooid.<sup>57</sup> Het EBA-mandaat is een afgeleide van de beslissing om in het hernieuwde kapitaaleisenraamwerk Bazel III (en de uitwerking hiervan in de Europese *Capital Requirements Directive* (CRD) en *Capital Requirement Regulation* (CRR)) geen expliciete duurzaamheidsrisicogebaseerde kapitaaleis op te nemen.

Met inachtneming van de noodzaak voor helderheid, balans en snelheid is het ambitieniveau van de huidige agenda met betrekking tot duurzaamheidsrisico's en kapitaaleisen te laag. Betreffende deel (i) van het EBA-onderzoek is evident dat fysieke en transitierisico's in principe een herziening van het kapitaaleisenraamwerk rechtvaardigen. Na medio 2021 zal de EBA aan de slag gaan met klimaatstresstesten (deel (ii)). Dit is in principe een goede stap, maar tegelijkertijd weinig vernieuwend. DNB

<sup>57</sup> Zie «Sustainable Finance» op de website van de European Banking Authority.



heeft haar eerste klimaatstresstest reeds in 2018 uitgevoerd en de Bank of England werkt op dit moment aan een nog uitgebreidere klimaatstresstest (zie bijlage voor meer informatie).

Met het publiceren van onderzoek ten aanzien van kapitaaleisen gebaseerd op duurzaamheidsrisico's in 2025 (deel iii) wordt daadwerkelijke actie op het gebied van risicovereisten en duurzaamheidsrisico's ver vooruit geschoven. Kapitaaleisen zullen immers niet direct nadat de EBA haar bevindingen gepubliceerd heeft ingevoerd worden. Men zou kunnen proberen dit uitstel te rechtvaardigen door te wijzen op het gegeven dat de modellen en methoden die op het niveau van individuele investeringen en balansen inzicht kunnen geven in fysieke en transitierisico's nog niet geheel uitontwikkeld zijn. Het inzichtelijk maken van duurzaamheidsrisico's is inderdaad technisch gezien ingewikkeld, en ondanks dat hier reeds belangrijke modellen voor ontwikkeld zijn, lijkt het er op dit moment op dat de duurzaamheidsrisicomodellen nog niet zo ver zijn (in termen van precisie en betrouwbaarheid) als op duurzaamheidsimpact gerichte benaderingen als PCAF en PACTA.

Tegelijkertijd is het een onvolledig argument voor het uitstel van een op duurzaamheidsrisico gebaseerde kapitaaleis. Het risico beleidsmaatregelen te implementeren in een gedeeltelijk onzekere context neemt immers de vorm aan van een afruil met enkel suboptimale alternatieven. Het uitstellen van de invoering van kapitaaleisen geeft weliswaar ruimte om methodologieën te ontwikkelen die nog preciezer en betrouwbaarder inzicht kunnen geven in duurzaamheidsrisico's, maar zorgt er tegelijkertijd voor dat voor een nog langere tijd duurzaamheidsrisico's waarvan we weten dat zij zich nu manifesteren niet adequaat gekapitaliseerd worden. Vanuit deze inherente afruil zijn er vier redenen waarom uitstel van op een duurzaamheidsrisico's gebaseerde kapitaaleis ondoelmatig en daarom niet gewenst is.

Ten eerste is duidelijk dat CO<sub>2</sub>-intensieve activa *sowieso* een verhoogd risico lopen vanuit het perspectief van met name transitierisico's (fysieke klimaateffecten kunnen in tegenstelling tot transitierisico's bijvoorbeeld ook windmolens raken). Zoals uiteengezet zijn de gereedschappen om CO<sub>2</sub>-intensiteit kwantitatief inzichtelijk te maken reeds beschikbaar en daadwerkelijk volwassen. Het gereedschap om nu (gedeeltelijk) aan de slag te gaan is er dus al.

Ten tweede is een inadequate kapitalisatiegraad zorgwekkend vanuit macroprudentieel oogpunt omdat – terwijl de duurzaamheidsrisico's groter worden – financiële instellingen ten opzichte van het onderliggende duurzaamheidsrisico te weinig reserves aanhouden om klappen op te vangen. We hebben vanuit de financiële crisis ervaren waarom een gedegen buffergraad gewenst is. Duurzaamheidsrisico's vormen in dit licht geen uitzondering.

Ten derde zorgt een op dit moment inadequaate kapitalisatiegraad ervoor dat toekomstige op duurzaamheidsrisico's gebaseerde kapitaaleisen radicaler van aard moeten zijn (ten opzichte van het «basispad» waarin er geen op duurzaamheidsrisico's gebaseerde kapitaaleis is) om adequaat onderliggende risico's af te dekken, omdat duurzaamheidsrisico's in de aankomende jaren zullen toenemen. Daar waar radicale verduurzaming uitblijft kan de invoering van dergelijke kapitaaleisen tot forse financiële schokken leiden.

Ten vierde maakt het uitblijven van een adequate kapitalisatiegraad duurzaamheidsrisico-intensieve investeringen (in termen van risico's) te goedkoop ten opzichte van zowel hun onderliggende risico als van groene



investerings met relatief gezien lagere duurzaamheidsrisico's. Dit ontmoedigt verduurzaming, hetgeen problematisch is gezien de noodzaak duurzaamheidsrisico's juist terug te dringen.

#### 5.4.2 Klimaatakkoord

Ook in andere belangwekkende gevallen is de politieke sturing die de verduurzaming van de financiële sector op de noodzakelijke snelheid zou brengen onnodig afwezig. Neem de rol van verduurzaming van de financiële sector in het Nederlandse klimaatbeleid. Deze bestaat de facto uit de participerende rol van een aantal financiële instellingen bij de klimaattafels van het Klimaatakkoord en het separate commitment dat de financiële sector uit eigen initiatief heeft gegeven in het kader van datzelfde Klimaatakkoord.

Dit commitment bestaat er allereerst uit dat Nederlandse instellingen de doelstellingen van het Klimaatakkoord en het Parijsakkoord erkennen door aan het behalen van deze doelstellingen «een bijdrage te leveren». Dit doen zij binnen de kaders van wet- en regelgeving en de door henzelf geformuleerde risico-rendementsdoelstellingen. Daarnaast expliciteren de instellingen via het commitment hun voornemen om te rapporteren over hun klimaatinspanningen door deze meetbaar en inzichtelijk te maken door gebruik te maken van een meetmethode die voor henzelf het meest passend is, waarbij een ingroeimodel gehanteerd wordt en de komende jaren steeds meer delen van de balansen inzichtelijk gemaakt worden. In aanvulling hierop hebben financiële instellingen afgesproken uiterlijk in 2022 hun actieplannen inclusief reductiedoelstellingen voor al hun relevante financieringen en beleggingen bekend te maken. Tenslotte streven partijen onafhankelijkheid na (door middel van *assurance*) in de hierop volgende voortgangsrapportages en zullen zij jaarlijks aan de Tweede Kamer rapporteren over de voortgang.

Wat de initiatiefnemers betreft kan vanuit het commitment voor een deel kritisch gekeken worden naar de financiële sector zelf. Neem het voornemen in 2022 reductiedoelstellingen en -strategieën publiekelijk te maken. In de zomer van 2018 hebben vijftien Nederlandse financiële instellingen, waaronder grote spelers als ABN Amro, Aegon, ING en de Rabobank de Spitsbergenambitie ondertekend. Hierin hebben ze afgesproken reeds in 2020 niet alleen te gaan rapporteren over vergroeningsinspanningen, maar deze ook te koppelen aan reductiedoelstellingen.<sup>58</sup> Hoewel het commitment breder gedragen is dan de Spitsbergenambitie, is het een gemiste kans dat veel meer instellingen zelf niet eerder al een commitment hebben afgegeven, hetgeen ze in staat gesteld zou hebben bijvoorbeeld vanaf 2020 al te rapporteren over vergroeningsinspanningen.

De initiatiefnemers vinden dat het verduurzamen van de financiële sector op zichzelf een belangrijke pijler van het Nederlandse klimaatbeleid zou moeten zijn. Tot noch toe is de verduurzamingagenda voor de sector niet op die wijze geoperationaliseerd. Het Klimaatakkoord had als haak gebruikt kunnen worden om met zowel faciliterend als sturend beleid werk te maken van specifiek op de sector gerichte verduurzamingsmaatregelen. Daarmee zou voorkomen zijn dat de inspanningen van instellingen voor duurzaamheidsimpact- en duurzaamheidsrisicoreductie nu nog relatief vrijblijvend zijn. Het leveren van «een bijdrage» is immers alles wat het commitment expliciteert.

---

<sup>58</sup> Zie bijvoorbeeld ASN Bank: «Financiële sector presenteert Spitsbergen ambitie». 26 juni 2018.

#### 5.4.3 Verliesdeling gematerialiseerde duurzaamheidsrisico's

Evident is dat door klimaatverandering de verplichtingen van verzekeraars zullen stijgen. Dit kan zich vertalen naar hogere premies. Ook kunnen verzekeraars ervoor kiezen bepaalde zaken niet meer te verzekeren. Het is, zoals uiteengezet, dan ook zeer de vraag of het überhaupt mogelijk zal zijn in de toekomst materialiserende fysieke risico's voldoende te verzekeren. Maar de schade zelf – verzekerd of onverzekerd – blijft staan. Het kostenplaatje hiervan dus ook. Ergens zal de rekening daarvan onherroepelijk betaald moeten worden. De politieke vraag is waar we die neerleggen – bij verzekeraars zelf en hun aandeelhouders (dit kan maar tot op bepaalde hoogte en het failliet van verzekeraars brengt ook grote maatschappelijke kosten met zich mee), bij verzekeringsdeelnemers (in de mate waarin ze dit kunnen betalen), bij getroffen en, of bij de belastingbetalers? Dit is geenszins hypothetische toekomstmuziek. Zo zorgden de financiële verliezen van de overstroming in het Verenigd Koninkrijk in 2016 voor onbetaalbaar hoge premies. Als gevolg hiervan zijn de gematerialiseerde risico's genationaliseerd en via een fonds gezamenlijk gefinancierd door premies van alle Britse huizenbezitters en de belastingbetaler.<sup>59</sup>

Het vraagstuk hoe de rekening van gematerialiseerde duurzaamheidsrisico's te verdelen speelt niet alleen bij verzekeraars. In de (iets verdere) toekomst zal het voor financiële instellingen bijvoorbeeld risicovoller worden om te investeren (via bijvoorbeeld hypotheek) in activa in laaggelegen gebieden van Nederland. Hier zijn de overstromingsrisico's, gegeven de stijgende zeespiegel, immers hoger. Ook dit brengt een verdelingsvraagstuk met zich mee met betrekking tot het kostenplaatje van de hogere risico's. Hetzelfde verdelingsvraagstuk kan opspelen op het moment dat instellingen de kosten doorbelasten van verliezen die zij leiden door materialiserende transitierisico's.

De voornaamste verliesdelingsmechanismen zijn op Europees Niveau opgezet na de krediet- en eurocrisis (als onderdeel van het *single resolution mechanism*), en zorgen ervoor dat banken zelf (via een *bail-in*) zoveel mogelijk opdraaien voor verliezen. Hoewel deze mechanismen in zichzelf substantieel zijn, adresseren ze slechts in zeer beperkte mate het probleem van mogelijk materialiserende duurzaamheidsrisico's. Het SRM is niet van toepassing op verzekeringsvraagstukken en op verliesdeling daar waar banken niet daadwerkelijk op existentieel niveau in problemen komen.

Het gebrek aan een vooruitziende blik ten aanzien van verliesdeling is op twee punten problematisch. Ten eerste kan door een gebrek aan het doordenken van wat een gedegen verliesdeling is geweld gedaan worden aan principes van rechtvaardigheid. Ten tweede kan gebrekkig anticiperen op de noodzaak tot verliesdeling tot uitvergrootte financiële schokken leiden. Gebrekkig anticiperen verhoogt het risico dat financiële verliezen überhaupt niet verzekerd zijn omdat verzekeraars geen (voldoende betaalbare) verzekering aanbieden. Dit kan tot ernstige verliezen leiden, met name op kredietposten, en brengt besmettingsrisico's met zich mee. Om vergaande verliezen te voorkomen kunnen gematerialiseerde risico's uiteindelijk genationaliseerd worden. De noodzaak van een plotselinge publieke bijdrage kan potentieel negatieve macro-economische effecten genereren, temeer omdat onverzekerde verliezen wereldwijd nu al ruim € 100 miljard euro bedragen.<sup>60</sup>

<sup>59</sup> Dit initiatief heet Flood Re.

<sup>60</sup> Zie noot 17.

Adequat anticiperen op verduurzamingsrisico's vraagt kortom om een vooruitziende blik. Dat de beleidsagenda voor de verduurzaming van de financiële sector op dit moment een geoperationaliseerde visie mist op verliesdeling van gematerialiseerde duurzaamheidsrisico's, is zowel vanuit het oogpunt van rechtvaardigheid als materiële stabiliteit een tekortkoming.

## **6. Voorstellen en beslispunten**

### *6.1 Adequate aanpak duurzaamheidsrisico's*

Op dit moment dwingt, zoals uiteengezet, de beleidsagenda voor de verduurzaming van de financiële sector te weinig transparantie over duurzaamheidsrisico's af (§5.2). Daarnaast laat zij mogelijkheden onbenut om duurzaamheidsrisico's adequaat te beprijzen (§5.4). Dit is problematisch. De handvaten om het beter te doen zijn er. De initiatiefnemers doen daarom de volgende voorstellen.

#### **1. Verplichting TCFD-stijl rapportages**

Rapportagestandaarden dwingen op dit moment te weinig inzicht af in duurzaamheidsprestaties. De initiatiefnemers pleiten er daarom voor dat Nederlandse financiële instellingen verplicht worden over duurzaamheidsrisico's te rapporteren volgens het TCFD-raamwerk. Zij pleiten er wegens het specifieke karakter van het Nederlandse pensioenstelsel tevens voor dat pensioenfondsen als onderdeel van de hernieuwde rapportagestandaarden inzicht geven in de manier waarop verschillende ambitieniveaus ten aanzien van de verduurzaming van de balans de toekomstige dekkingsgraad beïnvloedt.

Het TCFD-raamwerk kan en moet zo snel als mogelijk geïmplementeerd worden omdat (i) het raamwerk een veelomvattend en precies karakter heeft, en daarom de huidige tekortkomingen in het rapportagebeleid adequaat adresseert, (ii) het instellingen verder helpt in het nadenken over en anticiperen op duurzaamheidsrisico's, zodat ze hier weerbaarder tegen worden en het beleggers en klanten een handvat biedt om instellingen aan te sporen om te verduurzamen, en (iii) het in eerste instantie accountants in staat stelt om te controleren op de beheersing van duurzaamheidsrisico's, en vervolgens DNB en AFM een haak biedt om van zowel banken, verzekeraars als pensioenfondsen te verwachten dat zij verdere stappen nemen om klimaatverandering expliciet mee te nemen in hun risicomodellering.

Verplichting van rapportage volgens het TCFD-raamwerk is haalbaar, omdat het raamwerk ten eerste door experts uit de sector zelf ontwikkeld is en het aansluit op huidige rapportagepraktijken. Ten tweede biedt de TCFD zelf een uitgebreid palet aan ondersteunende handleidingen en een zogenoemde *knowledge hub* aan, hetgeen instellingen helpt het raamwerk te implementeren. Ten derde zijn (delen van) het raamwerk reeds nationaal geïmplementeerd in Frankrijk, Zweden en het Verenigd Koninkrijk.

Ondanks de voorgaande overwegingen kan de implementatie van TCFD-rapportagestandaarden voor financiële instellingen een uitdaging vormen. Dit kan met name opspelen bij (kleinere) pensioenfondsen. Veel van de kleinere pensioenfondsen zijn aangesloten bij – zowel grotere als kleinere – pensioenuitvoerders of meer algemene vermogensbeheerders. De initiatiefnemers moedigen deze pensioenuitvoerders en waar van toepassing de toezichthouder aan om een actieve rol te spelen in het ondersteunen van kleinere instellingen in het opdoen van ervaring met TCFD-rapportages.

De Kamer wordt gevraagd de regering te verzoeken om het bovenstaande voorstel om te zetten in beleid en wetgeving.

Aanvullend aan een nationale implementatie van het TCFD-raamwerk roepen de initiatiefnemers de Minister op om zich hard te maken voor de integratie van het TCFD-raamwerk in de internationale rapportagepraktijken van financiële instellingen. Specifiek doen de initiatiefnemers hier drie voorstellen.

- (i) De initiatiefnemers roepen het kabinet op om zich in EU-verband uit te spreken en hard te maken voor implementatie van het TCFD-raamwerk in de International Financial Reporting Standards (IFRS). Adoptie van duurzaamheidsrisico's voor financiële instellingen in de IFRS-standaarden zou namelijk de internationale consistentie en vergelijkbaarheid van rapportage gerelateerd aan duurzaamheidsrisico's, en de manier waarop accountants hierop controleren, borgen.
- (ii) De initiatiefnemers roepen het kabinet op om zich in EU-verband expliciet uit te spreken en hard te maken voor een herziening van de richtlijn «met betrekking tot de bekendmaking van niet-financiële informatie» langs de lijnen van het TCFD-raamwerk. De richtlijn, zo is in deze nota betoogd, toont evidente tekortkomingen. De Europese Commissie heeft in december 2019 besloten de richtlijn in 2020 te herzien. De consultatie ten aanzien van de herziening is reeds gestart en loopt tot 14 mei 2020.
- (iii) De initiatiefnemers vragen de Kamer de regering te verzoeken om een internationale verplichting van rapportage volgens het TCFD-raamwerk onderdeel uit te laten maken van de kabinetsinzet richting de COP26-conferentie in Glasgow aanstaande november. Een dergelijk commitment zou aansluiten bij de inzet van de COP26 Private Finance Agenda.<sup>61</sup>

## **2. Adequat inzicht in risico's door toezichthouders**

Macroprudentiële toezichthouders krijgen steeds beter inzicht in de aard en omvang van duurzaamheidsrisico's. De koplopersrol die DNB op dit punt internationaal gezien inneemt, mag niet onbenoemd blijven. Ook de *Bank for International Settlements* (BIS) en de ECB zetten belangrijke stappen. Tegelijkertijd zien de initiatiefnemers een aantal mogelijkheden voor toezichthouders om inzicht in duurzaamheidsrisico's verder te vergroten. Zij moedigen toezichthouders daarom op vier manieren aan.

- (i) Verzekeraars spelen een belangrijke rol als het gaat om verdelingsvraagstukken van door materialiserende duurzaamheidsrisico's veroorzaakte verliezen. Om in de toekomst beter te kunnen anticiperen op de verdelingseffecten van (materialiserende en nog-niet-materialiserende) duurzaamheidsrisico's vanuit verzekeringsperspectief, moedigen de initiatiefnemers DNB aan om te onderzoeken wat de prudentiële effecten kunnen zijn van inadequaate verzekerde fysieke klimaatschade in Nederland en het buitenland voor de Nederlandse financiële soliditeit. DNB kan daarbij voortbouwen op de expertise die zij nu reeds heeft. Daarnaast moedigen zij DNB aan er scherp erop toe te zien dat en publiekelijk te communiceren in hoeverre en hoe verzekeraars (qua toezicht in individuele zin, qua communicatie in algemene zin) progressie boeken met het incorporeren van duurzaamheidsrisico's in risicomodellen.
- (ii) De initiatiefnemers doen de suggestie richting DNB om op basis van de TCFD-rapportages periodiek (jaarlijks of tweejaarlijks) een rapportage te publiceren over het algemene «duurzaamheidsrisicolandschap» in Nederland en de manier waarop Nederlandse financiële

<sup>61</sup> De COP26 Private Finance Agenda, geïnitieerd door de Bank of England op 27 februari 2020, is een agenda richting de COP26-conferentie die als doel heeft om bewustzijn over duurzaamheidsrisico's te integreren in elke investeringsbeslissing die genomen wordt. De agenda legt een sterke nadruk op rapportage over duurzaamheidsrisico's via het TCFD-raamwerk.

instellingen op klimaatrisico's anticiperen. Dergelijke rapportages worden in andere landen ook uitgegeven door centrale banken en stellen betrokkenen in staat om te monitoren op welke manier het anticiperen op duurzaamheidsrisico's tekort schiet.

- (iii) In de toekomst kan de mogelijke komst van een volledige CO<sub>2</sub>-belasting een diepgaande invloed hebben op ondernemingen en daarmee op hun financiers. Om financieel weerbaar te zijn ten opzichte van mogelijke beleidsveranderingen, zouden financiële instellingen van met name grote bedrijven mogen verlangen dat zij scenarioanalyses doen met verschillende CO<sub>2</sub>-prijzen, in aanvulling op hun TCFD-rapportage. Een aantal grote bedrijven doet dit al. De Minister zou dit volgens de initiatiefnemers onder de aandacht moeten brengen bij bedrijven en de initiatiefnemers moedigen toezichthouder DNB aan om van financiële instellingen te verwachten dat zij hier richting grote klanten proactief mee aan de slag gaan.
- (iv) De initiatiefnemers roepen de European Insurance and Occupational Pension Authority (EIOPA) op om klimaatstresstesten uit te voeren en zij verzoeken de Minister zich hiervoor uit te spreken. Als het om inzicht in duurzaamheidsrisico's gaat, vragen de initiatiefnemers tenslotte de ministers van Financiën en van Economische Zaken en Klimaat om het IEA expliciet te vragen om een 1.5°C-scenarioanalyse uit te voeren. De jaarlijkse scenarioanalyses van het IEA zijn belangrijk voor financiële markten wereldwijd om verwachtingen te vormen over de energietransitie, toekomstige energiemix en de invloed van de transitie op investeringen. Veel financiële instellingen en andere belanghebbenden geven aan dat een dergelijk streng scenario financiële markten kan helpen meer gedegen te anticiperen op kansen en duurzaamheidsrisico's, hetgeen de verduurzaming significant kan versnellen.<sup>62</sup> Een 1.5°C-scenario van het IEA zal bovendien een belangrijke impuls vormen voor het verbeteren van de datakwaliteit ten aanzien van duurzaamheidsrisico's.

### **3. Een op duurzaamheidsrisico gebaseerde kapitaalopslag**

De initiatiefnemers stellen voor om voor banken Europabreed een op duurzaamheidsrisico gebaseerde kapitaalopslag in te voeren door aan CO<sub>2</sub>-intensieve activa een hogere risicoweging toe te kennen omdat duurzaamheidsrisico's op dit moment inadequaet worden gewogen en betaald (zoals reeds uiteengezet in §5.4.1).

Idealiter worden wat de initiatiefnemers betreft duurzaamheidsrisico's integraal opgenomen in het kapitaaleisenraamwerk. Dit is echter een lang en ingewikkeld proces. Op de korte termijn kan echter in op duurzaamheidsrisico's gebaseerde buffers voorzien worden binnen het huidige mandaat van de ECB. De ECB kan binnen de *Supervisory Review and Evaluation Process* (SREP, een operationalisering van pijler II van het Bazel III-raamwerk) op individueel niveau banken hogere kapitaalbuffers aan laten houden als hier vanuit krediet-, markt-, rente-, en operationele risico's aanleiding toe is. De initiatiefnemers roepen de ECB daarom op via de SREP aan banken een duurzaamheidsbuffer op te leggen daar waar fysieke en transitierisico's zich concentreren.

<sup>62</sup> In april 2019 hebben ING en vier ngo's de Nederlandse regering opgeroepen om zich binnen het IEA sterk te maken voor een 1.5°C-scenario. In april van datzelfde jaar deden een aantal wetenschappers een vergelijkbare oproep aan het IEA in de Financial Times. In een brief aan het IEA van november 2019 deden een aantal pensioenfondsen, verzekeraars en een bedrijf, waaronder Unilever en IKEA, een vergelijkbare oproep. De Canadese regering steunt een dergelijk initiatief en heeft hierover afgelopen jaar een brief gestuurd naar het IEA.

In aanvulling hierop roepen de initiatiefnemers de Minister van Financiën, DNB en de ECB op zich publiekelijk uit te spreken en hard te maken voor integratie van duurzaamheidsrisico's in pijler 1 van het Bazel-kapitaal-eisenraamwerk. Pijler 1 van Bazel III voorziet in de minimumkapitaaleisen (*Minimum Capital Requirements*), welke per instelling bepaald worden op basis van het soort activa dat op balansen staat en het (krediet-, markt- en operationele) risico dat aan de op de balans aanwezige activacategorieën wordt toegekend. De meest voorname manier om duurzaamheidsrisico's onderdeel te maken van de minimumkapitaaleisen is door een risicoweging te baseren op de hoogte van duurzaamheidsrisico's, met relatief hogere risicowegingen voor duurzaamheidsrisicovollere activa en vice versa.

Wat betreft de initiatiefnemers voldoet de uiteindelijke integratie van duurzaamheidsrisico's in de minimumkapitaaleisen tenslotte aan een aantal randvoorwaarden. De initiatiefnemers pleiten ervoor dat (i) de gebruikte methodologieën om CO<sub>2</sub>-intensiteit te meten voldoen aan de door toezichthouders nader te specificeren standaarden van helderheid, vergelijkbaarheid en interbancaire consistentie, zodat risicoreductiedoelstellingen geoperationaliseerd worden, (ii) net als bij de huidige aanpak van de berekening van risicogewichten vanuit de toezichthouders een standaardmethode wordt ontwikkeld om risico's te meten, (iii) banken, net als bij de huidige aanpak, hiervan slechts middels toestemming van de nationale supervisie-autoriteit af kunnen wijken als zij voldoen aan minimale voorwaarden, standaarden voor transparantie en hun benadering voor de toezichthouder verifieerbaar is en (iv) kritisch gekeken wordt naar het beprijsen van verhoogde fysieke risico's, omdat een dergelijke beprijzing ongewenste maatschappelijke effecten met zich mee kan brengen.

#### **4. Vergroening monetaire operaties**

Er is de laatste tijd veel discussie ontstaan over de vraag of via de monetaire operaties van de ECB (met name kwantitatieve verruiming) proactief bijgedragen moet worden aan vergroening. ECB-president Lagarde heeft reeds aangegeven dat duurzaamheidsrisico's een veel prominenter plek («*mission-critical*») zouden moeten krijgen in de activiteiten van de ECB.<sup>63</sup> Deze rol zal verder uitgewerkt worden in de strategische herijking die de ECB op dit moment ondergaat. Duurzaamheid is op twee manieren relevant voor de ECB. Ten eerste vormen duurzaamheidsrisico's een toekomstig risico voor de prijsstabiliteit – het primaire ECB-mandaat. Het borgen van duurzaamheid en het primaire mandaat van prijsstabiliteit zijn met elkaar verbonden.

Ten tweede is duurzaamheid gerelateerd aan het secundaire mandaat van de ECB. Artikel 127 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie *erft* dat de ECB (naast haar primaire mandaat) bijdraagt aan de algemene doelstellingen van de EU zoals deze zijn vastgelegd in het Verdrag betreffende de Europese Unie. Deze doelstellingen, uiteengezet in artikel 3 van hetzelfde verdrag, omvatten onder andere duurzame ontwikkeling en het zorgdragen voor het milieu. Daarnaast stipuleert artikel 11 van het verdrag dat vereisten inzake milieubescherming opgenomen dienen te worden in het handelen van EU instituties. Dit geldt ook voor de ECB.<sup>64</sup> In aanvulling hierop is de ECB als EU-instelling

<sup>63</sup> Zie opnieuw. Financial Times: «Lagarde's green push in monetary policy would be a huge step». 2 december 2019. Zie ook The Guardian: «Climate Emergency: Lagarde says ECB must step up action». 3 december 2019.

<sup>64</sup> Zie bijv. Javier Solana: «The Power of the Eurosystem to Promote Environmental Protection». In *European Business Law Review*. 2019.



wettelijk gecommiteerd aan het Parijse klimaatakkoord. Ook op dit punt is verduurzaming van monetaire operaties legitiem.

Ondanks dat een deel van de door de ECB opgekochte activa groene obligaties zijn, is het profiel van alle onder het verruimingsprogramma opgekochte activa tezamen vervuilender dan het marktgemiddelde. Dit komt ten eerste doordat regels over kredietwaardigheidseisen die aan opgekochte activa gesteld worden niet ingaan op duurzaamheidsrisico's.<sup>65</sup> Ten tweede blijkt uit onderzoek dat CO<sub>2</sub>-intensieve bedrijven over het algemeen relatief gezien meer investeren en dus meer bedrijfsobligaties uitgeven dan schonere bedrijven. De marktneutraliteit waar de ECB aan zou kunnen hechten leidt daarom tot een zogenaamde «carbon bias».<sup>66</sup>

De initiatiefnemers vinden dat de ECB primair aan verduurzaming van de sector bij moet dragen via haar prudentiële rol (dat wil zeggen, ervoor zorgen dat financiële instellingen gedegen op duurzaamheidsrisico's anticiperen). Tegelijkertijd roepen zij de ECB in het kader van de herijking op om zich in te zetten voor vergroening van haar monetaire operaties. De initiatiefnemers zijn van mening dat vergroening van de monetaire operaties aan een aantal randvoorwaarden kan voldoen.

Ten eerste dient de ECB onafhankelijk te blijven in de keuzes die ze maakt welke activa wel en niet op te kopen. In algemene zin dienen monetaire operaties bij te dragen aan duurzame ontwikkeling; zij moeten geen precieze inkleuring geven van hoe deze verduurzaming eruit moet zien. Het eerste is wel en het laatste niet in lijn met het ECB-mandaat.

Ten tweede mag, zo is de mening van de initiatiefnemers, de vergroening van monetaire operaties niet bijdragen aan het ondermijnen van de ontwikkeling van de markt voor groene financiering. De vergroening dient niet als effect te hebben dat de relatief prille markt voor groene investeringen die voldoen aan ECB's kredietwaardigheidseisen (ongeveer € 50–80 miljard)<sup>67</sup> om zeep wordt geholpen. Dit zou immers niet consistent zijn met het mandaat. Dit wordt ondervangen door het gegeven dat het bij «vergroening» naast meer groen juist ook om transitionele investeringen gaat. De markt voor activa die aan deze eisen voldoen domein is veel groter.

De initiatiefnemers stellen ten derde dat de vergroening van monetaire operaties van de ECB nooit de plicht mag vervangen van overheden om klimaatbeleid te voeren.

Ten vierde beklemtonen de initiatiefnemers dat vergroening van monetaire operaties niet ten koste dient te gaan van het gegeven dat de ECB relatief veilige activa moet kunnen opkopen.

Tenslotte hechten de initiatiefnemers er waarde aan dat de ECB de uitvoering van haar secundaire mandaat de invulling van haar primaire mandaat niet in de weg zit. Deze zienswijze impliceert onder andere dat de ECB niet alleen de ruimte zou moeten hebben om een (groener) programma van kwantitatieve verruiming te starten, maar deze ook weer af te bouwen, zonder dat dit eerder ingezette vergroening teniet doet.

<sup>65</sup> Bijv. Financial Times: «Lagarde's green push in monetary policy would be a huge step». 2 december 2019.

<sup>66</sup> Schoemaker: «Greening Monetary Policy». Februari 2019. Zie ook Matikainen, Campiglio en Zenghelis: «The climate impact of quantitative easing». 30 mei 2017.

<sup>67</sup> Het Financieel Dagblad: «Beleggers zetten vraagtekens bij «groene stofzuiger» van de ECB». 4 december 2019.



Binnen de geschetste randvoorwaarden heeft de ECB een aantal monetaire gereedschappen om vergroening aan te jagen. Daarom doen de initiatiefnemers aan de ECB de suggestie om de volgende maatregelen in hun beleid te verankeren en moedigen zij aan dat de president van DNB, als lid van de bestuursraad van de ECB, de ECB hiertoe oproept.

- (i) De initiatiefnemers suggereren om duurzaamheidsrisico's mee te nemen in onderpandraamwerken van bij het Eurosysteem aangesloten instellingen. Los van opkoopprogramma's hebben centrale banken een rol als kredietverlener aan financiële instellingen, waarvoor zij onderpand vragen. Groene en transitionele activa zouden bevoordeeld kunnen worden ten opzichte van vervuilende activa als onderpand, op het moment dat banken bij binnen het Eurosysteem aangesloten instellingen (de nationale centrale banken van het eurogebied plus de ECB) aanspraak willen maken op kredieten. Deze bevoordeling kan ook plaatsvinden door de onderpandvereisten voor vervuilende en anderszins duurzaamheidsrisicovolle activa te verhogen. In beide richtingen zijn aanpassingen aan het Eurosystem Collateral Framework (ESCF) gevraagd.
- (ii) Daarnaast doen de initiatiefnemers met betrekking tot de mogelijkheden tot het opkopen van activa richting de ECB een aantal suggesties.
  - a. De initiatiefnemers doen de suggestie om duurzaamheidsrisico's expliciet op te nemen in de kredietwaardigheidscriteria voor opkoopprogramma's. De ECB zou hier een begin mee kunnen maken door de meest CO<sub>2</sub>-intensieve activa categorisch uit te sluiten, daar deze sowieso een verhoogd duurzaamheidsrisico hebben.
  - b. De ECB zou volgens de initiatiefnemers reeds opgekochte vervuilende activa die aan het einde van hun looptijd zijn en geherfinancierd moeten worden, kunnen vervangen door aan kredietwaardigheidscriteria voldoende doch meer groene en transitionele activa. Een manier waarop de ECB hierbij aan de eerstgenoemde randvoorwaarde (ze moet onafhankelijk blijven) zou kunnen voldoen, is als de Europese Investeringsbank van haar aandeelhouders (de EU-lidstaten) de ruimte krijgt om groene en transitionele obligaties uit te geven die gefinancierd worden door de ECB. De maatschappelijke geldhoeveelheid (en dus de houding van de ECB ten aanzien van haar primaire mandaat) verandert hierdoor niet. Dit geld wordt immers enkel opnieuw gealloceerd, van bruin naar groen.
  - c. De initiatiefnemers wijzen op de mogelijkheid dat de ECB zich, opnieuw via de route van de Europese Investeringsbank, richt op het opkopen van groene en transitionele obligaties daar waar kwantitatieve verruiming plaatsvindt. Dit schaadt de als tweede genoemde randvoorwaarde (groene kwantitatieve verruiming mag niet bijdragen aan het tegengaan van vergroening) niet. Het stopzetten van een opkoopprogramma impliceert immers geen

monetaire verkrapping als zodanig. De opgekochte activa blijven immers op de balans staan.<sup>68</sup>

## 6.2 Meer sturing op reductie van vervuilende activa

### 5. Een algemene taxonomie

Op dit moment richt de beleidsagenda zich op het harmoniseren van duurzaamheidsdefinities voor investeringen die al groen zijn, terwijl een gemeenschappelijke taal voor vervuilende en duurzaamheidsrisicovolle investeringen ontbreekt. Dat laatste is problematisch, omdat juist door een gemeenschappelijke taal van wat vervuilend is (en dus hogere duurzaamheidsrisico's heeft) op het niveau van investeringen instellingen door hun belanghebbenden nog veel meer richting *echte* impact gestuurd kunnen gaan worden.

De initiatiefnemers stellen daarom een verbreding van de taxonomie voor zodat deze toepasbaar wordt op alle investeringen. Deze verbreding dient op Europees niveau ingevoerd te worden, zodat de taxonomie ook een daadwerkelijk gemeenschappelijk karakter krijgt. De uitwerking van de groene taxonomie lag bij de *Technical Expert Group on Sustainable Finance* (TEG). Bij deze TEG ligt daarom ook de expertise om een bredere taxonomie uit te werken. De TEG zelf heeft er in haar recentelijk verschenen eindrapport voor gepleit de taxonomie uit te breiden zodat deze ook vervuilende activiteiten meeneemt.

De initiatiefnemers formuleren een aantal uitgangspunten voor de invulling van de algemene taxonomie. Ten eerste zijn zij van mening dat de taxonomie in eerste instantie zoveel mogelijk aan moet sluiten bij de huidige rapportage-logica (de NACE-systematiek), en later aangescherpt wordt door onderbouwd te worden door CO<sub>2</sub>-meetmethoden als PCAF. Ten tweede vinden zij dat de taxonomie een invulling dient te worden van de eerder besproken duurzame bijsluiters. Ten derde benadrukken zij dat de taxonomie instellingen zou moeten ondersteunen in het rapporteren volgens het TCFD-raamwerk, door transparantie op productniveau te borgen.

De initiatiefnemers vragen de Minister van Financiën daarom (i) zich, bijvoorbeeld in Hanzeliga-verband, publiekelijk uit te spreken voor de noodzaak van een spoedige implementatie van een algemene taxonomie, in de wetenschap dat de Europese Commissie de groene taxonomie in 2022 zal evalueren, (ii) zich hard te maken voor het laten uitwerken van een algemene taxonomie door de TEG en (iii) waar binnen nu en eind 2020 blijkt dat uitwerking door de TEG voor medio 2022 niet politiek haalbaar is, Nederlandse en internationale koplopers (via het Platform

<sup>68</sup> Een opmerking die bij de bovenstaande agenda geplaatst moet worden is dat het in theorie niet altijd mogelijk zal zijn voor de ECB om een programma van kwantitatieve verkrapping te starten *zonder* de omvang van groene en transitionele investeringen terug te dringen. Kwantitatieve verkrapping vindt plaats op het moment dat de ECB een (deel van) haar activa laat af laten lopen zonder deze te herfinancieren. Dit is een onconventioneel instrument dat nog nooit op grote schaal is ingezet. Het gegeven dat de ECB op dit punt beperkt wordt is in feite slechts een theoretische beperking. Ten eerste zijn er geen structurele macro-economische trends die wijzen op de noodzaak om op middellange termijn monetair te verkrappen. Verkrapping zou plaats kunnen vinden op het moment dat het aantrekken van geld zo duur wordt dat een te hoge inflatie dreigt. Op dit moment zorgen verschillende structurele factoren juist voor een lage rente en inflatie. Ten tweede is te verwachten dat af te stoten groene activa op de markt relatief liquide zullen zijn. Er kan immers van uitgegaan worden dat de markt voor groene en transitionele activiteiten dusdanig ontwikkeld zal zijn dat de markt het uitvallende aanbod van ECB-zijde vrij eenvoudig op kan vangen. Het laten aflopen van (een deel van) de groene investeringen door de ECB over tijd is daarom niet zo schadelijk voor zowel het primaire als secundaire mandaat als het uitblijven van proactieve vergroening nu zou zijn stimulerend nu behulpzaam is.

Duurzame Financiering, de NGFS, en initiatieven als PCAF en PACTA) het mandaat geven om de technische specificaties van een algemene taxonomie zelf uit te werken.

Net als de TEG kunnen de onder (iii) genoemde initiatieven zowel de expertise, het internationale karakter als het besef van urgentie bijeenbrengen om technische invulling te geven aan een algemene taxonomie die een internationale standaard zet voor de verduurzamingsagenda van de financiële sector. Ook als de algemene taxonomie, zoals via scenario (iii) uitgewerkt, niet bindend is, biedt zij beleggers en klanten een belangrijk handvat om instellingen te dwingen zich te verhouden tot de gemeenschappelijke taal. Daarnaast is de algemene taxonomie een belangrijk mechanisme om transparantie te bevorderen over hoe instellingen aan hun reductiedoelstellingen werken.

### **6. Scherpere reductiedoelstellingen van financiële instellingen**

Als onderdeel van de TCFD-rapportages zullen financiële instellingen steeds preciezer moeten rapporteren over hun doelstellingen en KPI's met betrekking tot het terugdringen van duurzaamheidsrisicovolle activa. Zoals uiteengezet is het terugdringen van de CO<sub>2</sub>-impact van portefeuilles een belangrijk risicoreductiemiddel. Hierbij is van belang dat de reductiedoelstellingen die instellingen gebruiken helder zijn en voldoen aan de in Parijs gemaakte afspraken. De mogelijkheden hiertoe zijn er; instellingen gebruiken deze nog niet altijd. Ook het Klimaatakkoord voorziet, zoals uiteengezet, niet in een harde afspraak en beklemtoont alleen dat financiële instellingen «een bijdrage leveren» aan reductiedoelstellingen.

De initiatiefnemers zijn van mening dat de ambities van financiële instellingen omgezet moeten worden in concrete acties. Volgens wetenschappers dient de algehele CO<sub>2</sub>-uitstoot in 2030 met 55% te zijn afgenomen ten opzichte van 1990 om aan de Parijse doelstellingen te voldoen.<sup>69</sup> De initiatiefnemers roepen op basis hiervan financiële instellingen op om zich publiekelijk te committeren aan het reduceren van de CO<sub>2</sub>-uitstoot van hun activiteiten (zowel scope 1, 2 en 3) met 55% ten opzichte van 1990. De initiatiefnemers achten dit haalbaar en in lijn met onder andere de rendementsdoelstellingen van pensioenfondsen. Verschillende onderzoeken laten namelijk zien dat de verduurzaming van een pensioenfondsportefeuille het rendement van een pensioenfonds, en dus indirect de dekkingsgraad, niet verslechtert maar juist verbetert.<sup>70</sup> Scherpere reductiedoelstellingen hebben daarom niet alleen een disciplinerend effect; zij bieden ook kansen om zowel de rendementen als risicobeheersing te verbeteren.

De initiatiefnemers roepen instellingen hierbij op zich niet alleen te richten op schonere technologieën (voor bijvoorbeeld transport) maar ook op alternatieve economische organisatie (waardoor bijvoorbeeld transport minder of niet meer nodig is). Een te nauwgezette focus op technologische ontwikkelingen ligt op de loer als gestuurd wordt op het gebruik van één individuele meetmethode, zoals PACTA.

Daarnaast verzoeken de initiatiefnemers instellingen om reeds uiterlijk in 2021, en niet in 2022 pas naar buiten te komen met actieplannen die een 55% reductie in 2030 bewerkstelligen. Zoals eerder uiteengezet is 2022,

<sup>69</sup> Zie bijvoorbeeld Euractiv: «UNEP chief: EU should aim for 55% CO<sub>2</sub> reduction by 2030». 4 februari 2019.

<sup>70</sup> Zie hierbij onderzoeken van Morningstar (2018), de Warwick Business School (2016) en Morgan Stanley (2015). Uit het laatste onderzoek blijkt bijvoorbeeld dat een index met bedrijven die hoog scoren op ESG-criteria het op de lange termijn 45 basispunten beter deed dan het gemiddelde van de S&P 500 (gemeten sinds 1990).

gezien de Spitsbergenambitie, relatief laat. Daarnaast lijken de ambities van financiële instellingen verder te reiken dan het Klimaatakkoordcommitment. Dit commitment, zo sprak een van de instellingen in gesprek met de Kamer, was in feite «fluitend» gegeven.<sup>71</sup> Bovendien hebben instellingen zelf meer tijd om de 55% reductie te halen als ze hun commitment eerder afgeven.

De initiatiefnemers verzoeken financiële instellingen om in hun eerstvolgende voortgangsrapportage over verduurzaming de Tweede Kamer over hun voortgang te informeren. De initiatiefnemers hechten er aan dat alle financiële instellingen die zich aan het Klimaatakkoord gecommitteerd hebben, via deze voortgangsrapportage inzicht geven in het «klimaatpad» dat ingebakken is in hun huidige portefeuille (dat wil zeggen, of een portefeuille consistent is met bijvoorbeeld een 2.5°C- of 3.5°C-scenario), welke acties ze ondernemen om tot welke mate van reductie te komen en hoe dit hun klimaatpad beïnvloedt. De rapportage over het klimaatpad van instellingen aan de Tweede Kamer kan daarbij als overzicht dienen van individuele rapportages van instellingen op dit punt.

In aanvulling hierop roepen de initiatiefnemers financiële instellingen op om openheid te geven over welke organisaties en projecten zij financieren. Op dit moment doen slechts enkele financiële instellingen dit op het niveau van individuele investeringen.<sup>72</sup> Inzicht in welke investeringen op de balans van instellingen staan is gewenst omdat dit (i) een belangrijk middel is om de datakwaliteit over (directe en meer indirecte) impact en risico's van investeringen te verbeteren en daarmee bij kan dragen aan de mate waarin bijvoorbeeld rapportage via het TCFD-raamwerk effectief risico's inzichtelijk maakt, (ii) een handvat biedt aan financiële instellingen en maatschappelijke stakeholders om in dialoog te gaan over hoe instellingen verder kunnen verduurzamen, en (iii) openheid door instellingen laat zien dat het anticiperen op duurzaamheidsrisico's voor instellingen een topprioriteit is.

De initiatiefnemers moedigen tenslotte DNB aan om toe te zien op de kwaliteit van de onderbouwing van de door de instellingen geformuleerde reductiedoelstellingen. DNB heeft hiertoe een mandaat omdat niet gedegen geformuleerde reductiedoelstellingen de geloofwaardigheid van instellingen kan aantasten, hetgeen tot reputatierisico's leidt.

### **7. Groene obligaties ook voor nieuwe investeringen, uitgifte transitionele obligaties**

Er is op dit moment een onbenut potentieel om de impact van de uitgifte van obligaties op vergroening te vergroten. De initiatiefnemers roepen de Minister daarom op om nieuwe groene obligaties ook te gebruiken voor aanvullende investeringen, die zonder de uitgifte van deze obligaties niet gedaan zouden zijn. Zij vragen de Minister expliciet aan te geven op welke manier deze investeringen daadwerkelijk aanvullend zijn. Daarnaast roepen zij de Minister op om groene obligatie-uitgiftes in de toekomst te baseren op de technische criteria uit de *EU Green Bond Standard*.

De Kamer wordt gevraagd de regering te verzoeken om het bovenstaande voorstel om te zetten in beleid en wetgeving.

De initiatiefnemers roepen de Minister in aanvulling hierop op om in een volgende ronde van uitgifte van groene obligaties ook transitionele obligaties uit te geven, die (i) ook zonder de uitgifte daadwerkelijk niet gedaan zouden zijn, (ii) niet hoeven te voldoen aan het do-no-harm-

<sup>71</sup> Zie het rondetafelgesprek Verduurzaming van de financiële sector. 17 december 2019.

<sup>72</sup> Zie met name Triodos: «Mijn Geld Gaat Goed».

principe (uit de groene taxonomie) en (iii) expliciet bijdragen aan het terugdringen van vervuiling en de verduurzamingstransitie.

Zij vragen daarbij de Minister om expliciet aan te geven op welke manier het transitionele karakter van de obligaties gewaarborgd kan worden.

Tenslotte vragen zij de Minister om zich expliciet uit te spreken voor de komst van een bredere obligatie-taxonomie op Europees niveau, die uitgewerkt kan worden door de TEG. De TEG kan zich hierbij laten inspireren door de ontwikkeling van de algemene taxonomie.

### **8. Vergroening van de bankenbelasting**

De bankenbelasting is in werking getreden in 2012 met als rationale het borgen van een tegenprestatie van banken voor de impliciete overheids-garantie die zij hebben, mochten zij in tijden van financiële crises in moeilijkheden komen. Daarnaast heeft de bankenbelasting als doel bij te dragen aan het risicobeleid van een bank (vandaar dat de belasting alleen geheven wordt over ongedekte schulden, en kortlopende schulden dubbel belast worden ten opzichte van langlopende schulden) en een verbeterde looptijdtransformatie (door langlopende schulden fiscaal te bevoordelen). Randvoorwaarden hierbij zijn dat de bankenbelasting gecoördineerd met de EU vormgegeven moet worden, dat er geen onnodige stapeling van maatregelen mag plaatsvinden (ook hierom dekt de bankenbelasting de post ongedekte schulden) en dat de bankenbelasting kredietverlening niet substantieel negatief beïnvloedt.

Wat de initiatiefnemers betreft blijft de bankenbelasting bestaan. Er blijft een risico om banken in de toekomst te moeten redden met belastinggeld, ondanks de stappen die de laatste jaren gezet zijn ten aanzien van de door banken zelf gefinancierde resolutiefondsen. Daarnaast vinden ze een bankenbelasting intrinsiek gerechtvaardigd omdat banken, net als burgers en andere organisaties, profiteren van een met publiek geld gefinancierde maatschappelijke infrastructuur. Deze rechtvaardiging wordt des te sterker door het feit dat banken geen btw betalen. Tenslotte wijzen de initiatiefnemers erop dat de bankenbelasting reeds gebruikt wordt voor normatieve doeleinden door hoge bonussen te ontmoedigen (via een multiplier) en kleinere banken fiscaal te ontzien.

De initiatiefnemers vinden een vergroening van de bankbelasting gerechtvaardigd en wenselijk, omdat groene activa maatschappelijk meer gewenst zijn dan vervuilende. Dit draagt bovendien bij aan wederkerigheid, waarbij banken die in termen van toekomstige leefbaarheid hogere maatschappelijke kosten genereren ook een hogere maatschappelijke bijdrage leveren.

Daarom stellen de initiatiefnemers voor ongedekte schulden met een hogere CO<sub>2</sub>-intensiteit zwaarder te belasten dan activa met een lagere CO<sub>2</sub>-intensiteit, waarbij als technische basis bijvoorbeeld de PCAF-methode gebruikt worden.

In 2021 wordt de bankenbelasting voor een tweede maal geëvalueerd. De Minister heeft in het Algemeen Overleg Financiële Markten van 15 januari jl. toegezegd structuuroverwegingen in brede zin (tarifiering groene/bruine activa, faciliteiten voor kleine/grote banken, et cetera) in deze evaluatie mee te nemen. De initiatiefnemers willen een stap verder gaan. Zij vragen de Kamer om de Minister te verzoeken om zich bij voorbaat expliciet uit te spreken voor een vergroening van de bankenbelasting. Deze vergroening kan vervolgens gestalte krijgen samen met mogelijke andere, uit de evaluatie van 2021 voortkomende wijzigingen aan de bankenbelasting.

### **9. Onderzoek naar rechtvaardige verliesdeling**

Het is van belang grondiger inzicht te krijgen in de manier waarop de materialisatie van duurzaamheidsrisico's tot verdelingsvraagstukken leidt. Deze verdelingsvraagstukken kunnen bijvoorbeeld ontstaan omdat het voor instellingen op langere termijn minder aantrekkelijk zal worden om hypotheek te verstrekken in gebieden met verhoogde overstromingsrisico's, bedrijven in bepaalde gebieden minder competitief worden omdat ze te maken krijgen met extreme droogte en pensioendeelnemers aangesloten zouden kunnen zijn bij een fonds dat op gebrekkige wijze blijkt te anticiperen op duurzaamheidsrisico's. Gegeven het belang dat deze vraagstukken in de toekomst zullen gaan spelen voor *alle* belanghebbenden, is het van belang vooraf goed na te denken over adequate manieren om deze vraagstukken te adresseren, op zowel economisch als ethisch als maatschappelijk vlak. Met de breedte van haar expertise is de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (WRR) volgens de initiatiefnemers hiervoor een geschikte partij.

De initiatiefnemers vragen de Kamer daarom de regering om de te verzoeken om de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid te vragen een brede studie uit te laten voeren naar de soorten verdelingsvraagstukken die ontstaan als duurzaamheidsrisico's materialiseren en de manieren waarop deze verdelingsvraagstukken op een rechtvaardige manier geadresseerd kunnen worden en de WRR tot aanbevelingen te laten komen over hoe politiek gezien een rechtvaardige verliesdeling georganiseerd kan worden, gegeven wat nu bekend is over de aard en omvang van duurzaamheidsrisico's.

### **Financiële paragraaf**

De gehele initiatiefnota gaat over de allocatie van geld. Op kortere termijn zijn de budgettaire kosten van de voorgestelde agenda relatief bescheiden. Met een aantal beleidsmaatregelen zijn effecten gemoeid. Het zwaarder inzetten op het anticiperen op duurzaamheidsrisico's zal waarschijnlijk voor een stijging van de toezichtskosten zorgen, bij zowel DNB (voor de uitvoering van onderzoeken en monitoring) als AFM (met name voor toezicht op de naleving van TCFD-rapportages). De budgettaire effecten hiervan zijn gering ten opzichte van de omvang van de totale begroting van beide toezichthouders. Relevant met betrekking tot de vergroening van de bankenbelasting is dat de structuur van de bankenbelasting zoals voorgesteld losstaat van de tarieven. Een wijziging van de structuur impliceert ook een differentiatie van de tarieven. Wat de budgettaire effecten van het vergroenen van de bankenbelasting zijn, hangt daarom primair af van de separate politieke discussie over tarieven en grondslagen.

Snels  
Sneller  
Bruins  
Slootweg

Het doel van bijlage I is om uiteen te zetten op welke manier verduurzaming relevant is voor verschillende soorten financiële instellingen en toezichthouders. Daarbij wordt ingegaan op de relevantie van verduurzaming voor banken, pensioenfondsen en verzekeraars, accountants, prudentiële en gedragstoezichthouders en monetaire autoriteiten. In de inhoudsopgave een overzicht van de verantwoordelijkheden die worden behandeld.

<b>Inhoudsopgave</b>	<b>blz.</b>
Financiële instellingen	36
Accountants	37
Toezichthouders: duurzaamheid en financiële soliditeit	38
Toezichthouders: duurzaamheid en monetaire stabiliteit	38
Het Ministerie van Financiën	39

### **Financiële instellingen**

Zowel banken, pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders hebben via de onder hun beheer staande uitzettingen een diepgaande invloed op de (financiering van) minder negatieve en meer positieve duurzaamheidsimpact in Nederland. Deze invloed komt voort uit de *leverage* die financiële instellingen in algemene zin hebben ten aanzien van de projecten waarin zij investeren. Deze invloed kan gematerialiseerd worden op verschillende wijzen, afhankelijk van de aard van de investering (een rol als grootaandeelhouder biedt meer mogelijkheden tot beïnvloeding dan bijvoorbeeld een rol als obligatiehouder), variërend van de dialoog tot en met het uit projecten stappen wegens te weinig verduurzaming.

De meest wezenlijke verschillen tussen banken, pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders ontstaan niet vanuit het impact maar het risicoperspectief. Allereerst is daarbij het verschil tussen banken enerzijds en pensioenfondsen en verzekeraars anderzijds relevant. Het is bij uitzettingen van banken vaak niet mogelijk om het rendement en risico van deze uitzettingen te baseren op marktprijzen en externe kredietbeoordelingen. Banken dienen daarom de risico's op hun uitzettingen zelf goed in kaart te brengen en te beheersen, en dienen voldoende kapitaal aan te houden om onverwachte verliezen op te vangen. Daarnaast wordt van banken aan de rechterzijde van de balans verwacht dat zij in staat zijn (tot op bepaalde hoogte) de aan hun toevertrouwde middelen uit te keren aan mensen en organisaties die aan de bank hun middelen toevertrouwen. Daarom richten banken zich naast het beheersen van kredietrisico's bijvoorbeeld ook op liquiditeitsrisico's. Het bancaire model is daarmee fundamenteel verschillend van die van verzekeraars en pensioenfondsen. De laatstgenoemden doen op basis van de door hen geïnde premies beloftes die ver in de toekomst liggen en investeren in activa die over het algemeen goed verhandelbaar zijn op financiële markten en externe kredietwaardigheidsbeoordelingen hebben. Bij verzekeraars en pensioenfondsen is het daarom cruciaal in te schatten hoe hun huidige portefeuilles zich verhouden tot de toekomstige verplichtingen die ze hebben ten aanzien van hun deelnemers.

Bij banken zorgen duurzaamheidsrisico's in de portefeuille voor een verhoogd risico dat directe verplichtingen richting degenen die middelen hebben toevertrouwd niet nagekomen kunnen worden – net als meer klassieke vormen van kredietrisico's dat reeds doen. Pensioenfondsen



moeten kunnen voldoen aan toekomstige verplichtingen. Vanuit de hoogte van deze toekomstige verplichtingen wordt via de rekenrente teruggerekend naar hoeveel pensioenfondsen voor die toekomstige verplichtingen nu in kas zouden moeten hebben. Duurzaamheidsrisico's kunnen daarbij invloed hebben op zowel de waardering van de bezittingen van pensioenfondsen als de vergoedingen voor het beschikbaar stellen van vermogen door pensioenfondsen, daar de waardeontwikkeling van uitzettingen afhankelijk is van rendementen en waarderingen die negatief beïnvloed kunnen worden door duurzaamheidsrisico's. Er is daarom een substantiële kans dat duurzaamheidsrisico's in de toekomst een negatieve invloed kunnen hebben op dekkingsgraden. Tegelijkertijd speelt specifiek bij pensioenfondsen mee dat de risicovrije marktrente als rendementsnorm gehanteerd wordt om te bepalen of de huidige bezittingen in omvang voldoende zijn ten aanzien van toekomstige verplichtingen. Dit betekent echter niet dat duurzaamheidsrisico's voor pensioenfondsen pas op lange termijn gaan spelen. Uit onderzoek van adviseur Aon naar duurzaamheidsrisico's en dekkingsgraden van Nederlandse pensioenfondsen blijkt dat door duurzaamheidsrisico's bij uit- of afstel van klimaatbeleid in een slecht scenario de dekkingsgraden van een niet-duurzaamheidsrisicobewust pensioenfonds met 30% kan verslechteren. Ook als door overheden in beperkte mate wordt ingegrepen kan het rendement van pensioenfondsen binnen nu en tien jaar nog steeds 8% lager uitvallen dan het basisscenario. Tegelijkertijd laat het Aon-onderzoek zien dat snel ingrijpen door overheden pensioenfondsen op korte termijn iets kan kosten maar op de (middel)lange termijn (na 3 jaar al) meer zal opleveren.<sup>73</sup> Duurzaamheidsrisicobestendige pensioenfondsen zijn daarom in het belang van zowel huidige als toekomstige generaties.

Voor verzekeraars geldt aan de linkerzijde van de balans dezelfde dynamiek als voor pensioenfondsen. Bovendien hanteren verzekeraars, net als pensioenfondsen, een rekenrente om huidige bezittingen ten opzichte van toekomstige verplichtingen te toetsen. Aan de rechterzijde van de balans van de verzekeraars vormt zich vanuit het perspectief van duurzaamheidsrisico's echter een extra complicatie (ten opzichte van pensioenfondsen en banken). Deze wordt gevormd door het gegeven dat (met name fysieke) duurzaamheidsrisico's kunnen leiden tot meer frequente en hogere claims van verzekeringsdeelnemers. Het gaat hierbij niet alleen om schadeclaims; door bijvoorbeeld hittegolven of natuurrampen met slachtoffers kan klimaatverandering ook effecten hebben op verplichtingen van levens- en zorgverzekeraars. Ook kunnen verzekeraars mogelijk te maken krijgen met claims als onderdeel van aansprakelijkheidsverzekeringen. Duurzaamheidsrisico's hebben, met andere woorden, niet alleen invloed op de mate waarin verzekeraars aan hun verplichtingen kunnen voldoen, maar ook op de hoogte van deze verplichtingen. Dit is nu al een materiële uitdaging, zoals de in deze nota eerder genoemde hagelcasus uit 2016 laat zien.<sup>74</sup> In principe staat het verzekeraars vrij deze uitdaging het hoofd te bieden door hun premies te verhogen of aanpassen te doen aan de polissen die ze aanbieden.

### **Accountants**

Ook accountants spelen een belangrijke rol in de verduurzaming van de financiële sector. Accountants hebben de bevoegdheid om de juistheid van informatie in bestuursverslagen en jaarverslagen te controleren.

<sup>73</sup> In het Financieele Dagblad: «Pensioenfonds kan niet meer om klimaatrisico's heen». 2 december 2019.

<sup>74</sup> Zie onder andere DNB: «Verschillen tussen banken, verzekeraars en pensioenfondsen rechtvaardigen verschillen in toezicht». 2 maart 2015.

Sinds maart 2017 is ter uitvoering van Europese regels het Besluit bekendmaking niet-financiële informatie van kracht.<sup>75</sup> Via dit besluit worden grote organisaties van openbaar belang verplicht om in hun bestuursverslag een niet-financiële verklaring op te nemen waarin informatie moet worden verstrekt over het beleid op het gebied van personeel, milieu en sociale aangelegenheden, corruptie en mensenrechten. Deze niet-financiële informatie heeft ook betrekking op de prestaties en risico's van bedrijven waar dit raakt aan klimaatverandering. Voor de rolbeschrijving van de accountant is daarbij van belang dat de accountant melding dient te maken omtrent de getrouwheid van informatie als zij op basis van haar controleonderzoek onjuistheden vindt en het bestuur en de raad van commissarissen van de organisatie niet bereidwillig blijken te zijn hiernaar te luisteren.<sup>76</sup> Verderop in de bijlage zal het Besluit als zodanig kritisch beschouwd worden.

### **Toezichthouders: duurzaamheid en financiële soliditeit**

De verduurzaming van de financiële sector is grofweg op drie manieren gerelateerd aan het werk van toezichthouders. Verduurzaming van de financiële sector is allereerst van belang voor prudentiële toezichthouders – in Nederland DNB en op Europees niveau primair de ECB (voor prudentieel toezicht op banken), de *European Banking Authority* (EBA, die namens de Europese Commissie beleid ten aanzien van banken uitwerkt en monitort) en de *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA, die de facto hetzelfde doet als EBA maar dan voor verzekeraars en pensioenfondsen) – omdat duurzaamheidsrisico's, net als bijvoorbeeld marktrisico's en kredietrisico's, de financiële soliditeit kunnen bedreigen. Als onderdeel van hun activiteiten ten aanzien van duurzaamheid kunnen prudentiële toezichthouders aandacht besteden aan duurzaamheidsrisico's in hun toezicht op individuele financiële instellingen en de invloed van duurzaamheid op financiële soliditeit verder inzichtelijk maken door middel van onderzoek.

Naast prudentieel toezicht is de verduurzaming van de financiële sector relevant voor gedragstoezichthouders. Gedragstoezicht gaat over de spelregels op financiële markten, waarbij degelijke spelregels zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en transparante en ordentelijke processen op financiële markten borgen, waardoor klanten beschermd worden. In Nederland is het gedragstoezicht belegd bij de AFM; de Europese autoriteit op het gebied van gedragstoezicht is de *European Securities and Markets Agency* (ESMA). De primaire relatie tussen gedragstoezicht en verduurzaming wordt gevormd door het belang van transparantie van instellingen ten aanzien van duurzaamheidsrisico's en -impact. De AFM ziet op deze transparantie toe.

### **Toezichthouders: duurzaamheid en monetaire stabiliteit**

Centrale banken (DNB en de ECB) fungeren niet alleen als prudentiële toezichthouder maar ook als monetaire autoriteit. Dit betekent dat centrale banken niet alleen een verantwoordelijkheid hebben met betrekking tot financiële soliditeit (is het financiële systeem met al haar instellingen stabiel?) maar ook met betrekking tot monetaire stabiliteit (bevindt de inflatie zich op een gewenst niveau?).

<sup>75</sup> Zie richtlijn 2014/95/EU met betrekking tot de bekendmaking van niet-financiële informatie en informatie inzake diversiteit door bepaalde grote ondernemingen en groepen (PbEU 214, L 330).

<sup>76</sup> Zie onder andere 32 013, nr. 220.

Zoals uiteengezet kunnen duurzaamheidsrisico's niet alleen de financiële soliditeit maar ook de monetaire stabiliteit bedreigen. Zo kunnen extreme weersomstandigheden als langdurige droogte en (zoet)watertekorten wereldwijde productieprocessen aantasten waardoor prijsschokken ontstaan. Het bijdragen aan verduurzaming van de economie is – in hoeverre dit van invloed is op (toekomstige) monetaire stabiliteit – voor centrale banken daarom geen politiek of normatief streven, maar een directe operationalisatie van haar prijsstabiliteitsmandaat. Vanuit duurzaamheidsrisicoperspectief is er reden voor centrale banken om *binnen* hun huidige (primaire en secundaire) mandaat van verduurzaming een beleidsprioriteit te maken.

### **Het Ministerie van Financiën**

In algemene zin is de Minister van Financiën verantwoordelijk voor het functioneren van het Nederlandse financiële stelsel en het functioneren van het Nederlandse toezichtssysteem als geheel. In dit kader is de Minister verantwoordelijk voor wetgeving op het gebied van financiële markten. De spreiding van verantwoordelijkheden expliciteert de afstand die is gecreëerd tussen de Minister van Financiën als systeemverantwoordelijke enerzijds en de uitvoering van het financiële toezicht (DNB, AFM) anderzijds. In aanvulling op zijn systeemverantwoordelijkheid en wetgevende rol heeft de Minister van Financiën een aantal verantwoordelijkheden die ingezet kunnen worden om de verduurzaming van de financiële sector te bevorderen:

- (i) de Minister heeft een rol in het algemene klimaatbeleid als beheerder van de schatkist ten aanzien van onder klimaatbeleid vallende overheidsinvesteringen, fiscale aspecten van het klimaatbeleid en het betrekken van de financiële sector bij het klimaatbeleid;
- (ii) de Minister heeft formele en informele invloed op voor verduurzaming van de financiële sector relevante EU wet- en regelgeving, met name via de Raad van Ministers;
- (iii) in zijn rol als deelnemer aan de Ecofinraad- en Eurogroepbijeenkomsten heeft de Minister informeel contact met de president van de ECB, die geregeld bij bijeenkomsten aanschuift; daarnaast kan de Minister zijn functie op internationaal niveau (bijvoorbeeld in G20-verband) inzetten om klimaatgeoriënteerde coalities en platformen te initiëren dan wel hieraan mee te doen;
- (iv) de Minister draagt verantwoordelijkheid voor financiële instrumenten die beogen bij te dragen aan vergroening van het financiële systeem (zoals groene obligaties);
- (v) de Minister is verantwoordelijk voor de voorwaarden en uitvoering van de aanbestedingsprocedure van de huisbankier van de overheid;
- (vi) de Minister is (in sommige gevallen via NL Financial Investments of NLF) gedeelde of volledige aandeelhouder van een aantal financiële instellingen, zoals ABN Amro, de Volksbank, de Financiering-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden (FMO), de Nederlandse Investeringsbank voor Ontwikkelingslanden (NIO), de Bank Nederlandse Gemeenten (BNG Bank) en de Nederlandse Waterschapsbank (NWB Bank).

**Overzicht beleids- en sectorinitiatieven**

In deze bijlage zal een overzicht gegeven worden van de beleids- en sectorinitiatieven met betrekking tot de verduurzaming van de financiële sector. Een aantal hiervan is reeds benoemd in deze nota. Deze zullen ook in deze bijlage opnieuw besproken worden, waar passend in uitgebreidere vorm, zodat een volledig overzicht van de beleids- en sectorinitiatieven met betrekking tot verduurzaming ontstaat. In de inhoudsopgave een overzicht van de verantwoordelijkheden die worden behandeld.

<b>Inhoudsopgave</b>	<b>blz.</b>
Algemeen klimaatbeleid in Europa en Nederland	40
<i>De European Green Deal</i>	40
<i>Het Klimaatakkoord</i>	41
Inzicht in Duurzaamheid: Europees beleid	43
<i>Groene Benchmarks</i>	43
<i>Niet-financiële rapportage</i>	44
<i>Groene taxonomie</i>	48
<i>Groene obligatiestandaard</i>	51
Inzicht in duurzaamheid: het belang van data	52
Inzicht in duurzaamheid: initiatieven vanuit de sector (incl. toezichthouders)	53
<i>PCAF</i>	53
<i>PACTA</i>	54
<i>Inzicht in duurzaamheidsimpact en risico's</i>	55
<i>TCFD</i>	57
Het Ministerie van Financiën: marktinterventies	60
<i>Groene obligaties</i>	60
<i>Invest-NL</i>	61
<i>Overig</i>	62
De toezichthouders: eigen initiatieven en activiteiten	62
<i>DNB</i>	62
<i>AFM</i>	64
<i>Internationaal toezicht en internationale standaarden</i>	65
Overige initiatieven vanuit de sector zelf	67

**Algemeen klimaatbeleid in Europa en Nederland**

Een majeure pijler onder de verduurzaming van de Nederlandse financiële sector is het algemene klimaatbeleid. Het gaat bij klimaatbeleid en de financiële sector primair om duurzaamheidsimpact, en alleen om duurzaamheidsrisico's in zoverre het terugdringen van negatieve duurzaamheidsimpact op de balans ook het duurzaamheidsrisicoprofiel ten goede komt. Als het om klimaatbeleid in algemene zin gaat, spelen op dit moment twee initiatieven een prominente rol: de onlangs gelanceerde *European Green Deal* en het Nederlandse Klimaatakkoord.

*De European Green Deal*

De Green Deal is op 16 december jl. door de Europese Commissie gepubliceerd. De Deal is geen uitgewerkt voorstel en gaat verder dan het bieden van een routekaart voor het Europese klimaatbeleid voor het komende decennium. In feite wordt de Green Deal niet alleen ingestoken als invulling van het klimaatbeleid maar vormt zij tegelijkertijd een macro-economische agenda die bij moet dragen aan het toekomstige verdienvermogen van de Europese Unie.

De Green Deal bestaat grofweg uit drie onderdelen; een investeringsplan, een agenda voor hervormingen met betrekking tot de interne markt en de landbouw, en het herorganiseren van financiële prikkels om duurzaamheid aan te jagen. Alle drie de elementen zullen uiteindelijk een substantieel effect hebben op de activiteiten van Nederlandse financiële instellingen. De hervorming van de energiebelasting, het emissiehandelsstelsel en een CO<sub>2</sub>-grensmechanisme, allen onderdeel van de reorganisatie van prikkels, hebben daarbij zoals het er nu naar uit ziet de komende jaren de meest substantiële materiële effecten voor Nederlandse financiële instellingen. Tegelijkertijd wordt pas in de loop van de komende jaren duidelijker op welke manier de Green Deal uiteindelijk precies zal worden vormgegeven en welke plannen ook daadwerkelijk ingevoerd zullen worden.

De Europese Investeringsbank (EIB) speelt een belangrijke rol in de financiering van de Green Deal. Zo zal zij, volgens de voorstellen van de Europese Commissie, katalysator zijn in het ophalen en alloceren van ongeveer € 1.000 miljard aan investeringen voor de aanpak van klimaatverandering. Parallel hieraan heeft de EIB in het najaar van 2019 bekend gemaakt te stoppen met het financieren van fossiele brandstoffen per eind 2021. De EIB heeft via haar rol in het uitvoeren van het Europese klimaatbeleid een indirecte invloed op vergroening van de financiële sector.

#### *Het Klimaatakkoord*

De relatie tussen het Klimaatakkoord en de financiële sector is hecht. Enerzijds spelen financiële instellingen een sleutelrol in de financiering van de transitie richting de doelen in het Klimaatakkoord. Zo ontstaan er in de verschillende domeinen van het Klimaatakkoord – bebouwde omgeving, mobiliteit, landbouw en landgebruik, elektriciteit en industrie – nieuwe financieringsopgaven door de in het Klimaatakkoord vastgelegde doelstellingen. Banken spelen bijvoorbeeld een sleutelrol in het verduurzamen van woningen. Anderzijds heeft het Klimaatakkoord, ook daar waar zij niet voor een veranderende financieringsopgave zorgt, een substantiële invloed op de financiële sector. Via een pakket aan lastenverzwarende maatregelen (zoals de verhoging van de belasting op het gasverbruik en de heffing voor de vervuilende industrie) en stimulerend beleid (zoals subsidiëringen in de woningbouw) heeft het Klimaatakkoord invloed op welke investeringen voor financiële instellingen de komende jaren meer en minder aantrekkelijk worden. Een direct aan de financiële sector gerelateerd voorbeeld is daarbij het voornemen het makkelijker te maken voor hypotheeknemers om investeringen te doen voor de verduurzaming van huizen op die punten waar financieringseisen op dit moment drempelverhogend werken.

Aanvankelijk zat de financiële sector niet aan tafel bij de verschillende klimaattafels. Uiteindelijk is zij wel betrokken en heeft een groot deel van de Nederlandse banken, pensioenfondsen en verzekeraars zich gecommitteerd aan de doelstellingen van het Klimaatakkoord. Voor een deel betekent dit dat de Nederlandse financiële sector haar verantwoordelijkheid herkent en erkent in de transitie richting de in het akkoord geformuleerde doelstellingen. Voor een ander deel bestaat het commitment uit een separate reeks aan voornemens om bij te dragen aan de verduurzaming van de financiële sector.

Als onderdeel van dit commitment hebben financiële instellingen afgesproken vanaf boekjaar 2020 publiekelijk te rapporteren over hun inspanningen om het CO<sub>2</sub>-gehalte van hun relevante financieringen en beleggingen terug te dringen. Deze relevante financieringen en beleg-

gingen hebben betrekking op de kernactiviteiten van financiële instellingen met betrekking tot duurzaamheid – dat wil zeggen, dat deel van de balans dat veruit de grootste (negatieve) duurzaamheidsimpact heeft. Hierbij benoemen de ondertekenaars dat de activiteiten waar ze hun bijdrage aan willen gaan leveren, moeten passen bij de financiële risico-rendementsdoelstellingen die ze voor zichzelf gesteld hebben.

Instellingen zijn voornemens te rapporteren over hun klimaatinspanningen door deze meetbaar en inzichtelijk te maken door gebruik te maken van een meetmethode die voor hen zelf het meest passend is. De partijen kiezen dus zelf een methodiek, maar werken samen om resultaten vergelijkbaar te maken en de meetmethoden te verbeteren – in aansluiting op internationale standaarden. Omdat de methodes ten aanzien van het meten van duurzaamheidsimpact nog niet uitontwikkeld zijn, wordt de komende jaren qua meetmethoden een ingroeimodel gehanteerd. Dit betekent dat in eerste instantie nog niet alle delen van de balans transparant gemaakt worden, maar het wel het streven van instellingen is dit de komende jaren te gaan doen.

In aanvulling hierop hebben financiële instellingen afgesproken uiterlijk in 2022 hun actieplannen inclusief reductiedoelstellingen voor al hun relevante financieringen en beleggingen bekend te maken. Als onderdeel van deze bekendmaking lichten zij toe welke acties zij nemen om bij te dragen aan de Parijsdoelstellingen. Daarnaast streven partijen onafhankelijkheid na (door middel van *assurance*) in de hierop volgende voortgangsrapportages en zullen zij jaarlijks een sectorbrede en onafhankelijk opgestelde rapportage aan de Tweede Kamer doen toekomen.

De Commissie Financiële Sector Klimaatcommitment ondersteunt hierbij door cross-sectorale vormen van financiering te bevorderen door afstemming van vraag en aanbod van (vergroenende) financiering beter op elkaar af te laten stemmen. Gekeken zal worden of deze Commissie, waar mogelijk in samenwerking met InvestNL, actief zal blijven. In aanvulling hierop zal het in 2016 door DNB opgerichte Platform voor Duurzame Financiering (waarover later meer) de betrokken partijen een forum bieden om onderlinge kennis en ervaringen te delen, op het gebied van zowel het verduurzamen van financiering als het meten van duurzaamheidsimpact.

De initiatiefnemers vinden het goed dat de financiële sector uit eigen beweging een commitment heeft afgegeven. Uiteindelijk is het aan de initiatiefrijke houding van instellingen en vertegenwoordigende organisaties zelf te danken dat de financiële sector überhaupt een rol is gaan spelen in het Klimaatakkoord. De instellingsspecifieke reductiedoelstellingen en op data gebaseerde transparantie worden niet als zodanig wettelijk afgedwongen, noch is het commitment het resultaat van bijvoorbeeld een oproep van een extern lichaam (zoals de Sociaal Economische Raad (SER) heeft opgeroepen tot het sluiten van IMVO-convenanten).

Tegelijkertijd heeft het commitment van de financiële sector richting het Klimaatakkoord een aantal tekortkomingen. Deze zijn voor een deel op het conto van de financiële sector zelf te schrijven. Neem bijvoorbeeld het in de nota reeds genoemde voornemen om in 2022 reductiedoelstellingen publiekelijk te maken. In de zomer van 2018 hebben vijftien Nederlandse financiële instellingen, waaronder grote spelers als ABN Amro, Aegon, ING en de Rabobank, de Spitsbergenambitie ondertekend. Hierin hebben ze afgesproken reeds in 2020 niet alleen te gaan rapporteren over vergroeningsinspanningen, maar deze ook te koppelen aan reductiedoel-



stellingen.<sup>77</sup> De initiatiefnemers begrijpen dat de Spitsbergenambitie is ondertekend door een veel kleinere groep instellingen dan het Klimaatakkoordcommitment. Desalniettemin is het een gemiste kans dat een grotere groep instellingen zelf niet eerder al een commitment heeft afgegeven, zodat veel meer instellingen vanaf 2020 al zouden kunnen gaan rapporteren.

De initiatiefnemers zijn echter van mening dat de afwezigheid van een sturende rol van de politiek de veel grotere gemiste kans is. In deze initiatiefnota hebben de initiatiefnemers reeds uiteengezet dat het verduurzamen van de financiële sector op zichzelf een belangrijke pijler van het Nederlandse klimaatbeleid zou moeten zijn. Het Klimaatakkoord had als haak gebruikt kunnen worden om met zowel sturend als faciliterend beleid de financiële sector verder te verduurzamen. Daarmee zou voorkomen zijn dat de inspanningen van instellingen voor duurzaamheidsimpact- en duurzaamheidsrisicoreductie nu relatief zonder gevolgen blijven.

### **Inzicht in duurzaamheid: Europees beleid**

In de initiatiefnota is uiteengezet hoe als gevolg van de «tragedie van de horizon» het internaliseren van duurzaamheidsrisico's in investeringsbeslissingen niet aan de markt overgelaten kan worden. De markt heeft met haar focus op korte termijnrendementen te weinig prikkels om rekening te houden met langere termijn (duurzaamheids-) risico's. Tegelijkertijd is het beprijzen van risico's één van de centrale rollen van financiële markten. Door de tragedie van de horizon werkt die beprijzing op dit moment niet goed. Transparantie ten aanzien van duurzaamheid is, zoals in deze nota reeds uiteengezet, een belangrijk middel om de tragedie van de horizon te doorbreken.

Het is daarom zowel goed als noodzakelijk dat de aandacht de afgelopen jaren is gegroeid voor het inzichtelijk maken van duurzaamheidsrisico's. Vanuit Europese wet- en regelgeving is er op dit moment een aantal initiatieven die de inzichtelijkheid in duurzaamheidsaspecten van activa trachten te bevorderen. Een aantal daarvan is onderdeel van het EU Actieplan duurzame financiering dat volgde op de aanbevelingen van de *High-Level Expert Group on Sustainable Finance* (HLEG) die in december 2016 door de Europese Commissie in het leven werd geroepen en in januari 2018 haar eindrapport met aanbevelingen gepresenteerd heeft.<sup>78</sup>

#### *Groene benchmarks*

Een initiatief binnen het Actieplan is het ontwikkelen van twee groene benchmarks, de *EU Climate Transition Benchmark* (EU CTB) en de *EU Paris-Aligned Benchmark* (EU PAB). Dit zijn te ontwikkelen beursindices met bedrijven die een helder transitieplan hebben om vervuilende activiteiten terug te dringen of waarvan hun activiteiten meegaan met de transitiesnelheid die op wereldwijde schaal nodig is om de doelstellingen van het Parijsakkoord te behalen. Om tot de EU CTB of EU PAB te behoren is een lijst van criteria ontwikkeld waaraan bedrijven in zowel relatieve zin (transitiesnelheid) als absolute zin (hoeveel groen en bruin ze nu in de boeken hebben staan) moeten voldoen. Doelstelling is door middel van het bestaan van de indices duurzaam beleggen aantrekkelijker te maken,

<sup>77</sup> Zie bijvoorbeeld ASN Bank: «Financiële sector presenteert Spitsbergen ambitie». 26 juni 2018.

<sup>78</sup> Zie persbericht Europese Commissie: «Duurzame financiering: Commissie komt met richtsnoeren die klimaatrapportage ondernemingen moeten verbeteren. Zij is ook ingenomen met drie belangrijke nieuwe rapporten van vooraanstaande deskundigen over klimaatfinanciering». 18 juni 2019.

omdat dergelijke indices beleggers faciliteren in het maken van portfoliokeuzes.<sup>79</sup>

Het voorstel is een stap in de goede richting maar tegelijkertijd als individueel voorstel niet toereikend – hetgeen door Europese beleidsmakers overigens ook niet wordt beweerd. Ten eerste heeft het ontwikkelen van benchmarks slechts een zeer indirecte invloed op het bevorderen van vergroening van het financiële systeem, daar het beleggers faciliteert en niet actief dwingt transitierisico's te incorporeren. Ten tweede is de doelstelling – het aanjagen van de markt voor groene financiering – een gebrekkige. Transitierisico's vormen zich immers rond niet-groene activa. Daarnaast zit de meest invloedrijke bijdrage van de financiële sector in het tegengaan van klimaatverandering op dit moment niet in «meer groen» maar in «minder bruin». Het verduurzamen van het financiële stelsel vergt daarom een bredere focus.

#### *Niet-financiële rapportage*

Naast het voorstel ten aanzien van groene benchmarks zijn er enkele wet- en regelgevende initiatieven die instellingen verplichten om transparanter te zijn over de manier waarop zij milieugerelateerde, sociale en op duurzaamheid betrekking hebbende organisatorische aspecten (zogenaamde ESG-criteria) meenemen in hun bedrijfsvoering en investeringsbeleid.

Een initiatief op dit vlak is de EU-richtlijn «met betrekking tot de bekendmaking van niet-financiële informatie en informatie inzake diversiteit door bepaalde grote ondernemingen en groepen».<sup>80</sup> Deze richtlijn wordt ook wel de Non-Financial Reporting Directive of NFRD genoemd. De richtlijn is wettelijk vastgelegd in 2014 en van kracht sinds het boekjaar 2017 en valt dus niet onder het EU Actieplan verduurzaming financieren. De richtlijn verplicht beursgenoteerde bedrijven en Organisaties van Openbaar Belang (OOB's) zoals gedefinieerd onder de Nederlandse wet (in de praktijk voornamelijk banken en (her)verzekeraars) om in hun verslaggeving expliciet aandacht te schenken aan ESG-criteria. De EU-richtlijn is in Nederland ingevuld door een aantal voorwaarden te definiëren die als doel hebben de rapportage in bestuursverslagen over voor de betreffende bedrijven relevante maatschappelijke aspecten te verbeteren. De Europese Commissie heeft op 11 december 2019 bekendgemaakt dat de richtlijn in 2020 herzien zal worden. Op 20 februari 2020 is een publieke consultatie geopend, welke zal sluiten op 14 mei 2020.

Er zijn op dit moment twee onderzoeken gepubliceerd naar de effectiviteit van de richtlijn en de manier waarop deze in Nederland is geïnterpreteerd. De AFM heeft in december 2018 een onderzoek gepubliceerd naar de manier waarop de richtlijn door de voor de richtlijn relevante bedrijven in het eerste boekjaar (2017) opgepakt is.<sup>81</sup> De AFM heeft hierbij geconcludeerd dat een grote meerderheid van de door de richtlijn geraakte bedrijven over verschillende niet-financiële aspecten van hun bedrijfsvoering en beleid gerapporteerd hebben, maar dat de vertaling van beleid naar daadwerkelijke risico's, prestatie-indicatoren (KPI's) en bedrijfsresultaten tekortschoot ten opzichte van de door de richtlijn gewenste standaard. Accountancy- en advieskantoor KPMG heeft in oktober 2019 vervolgens een onderzoek gepubliceerd naar in hoeverre rapportages over niet-financiële informatie in boekjaar 2018 verbeterde ten opzichte

<sup>79</sup> Zie voor meer informatie het eindrapport van de TEG.

<sup>80</sup> Richtlijn 2014/95/EU van het Europees parlement en de Raad van 22 oktober 2014 tot wijziging van richtlijn 2013/34/EU.

<sup>81</sup> AFM: «Thematic review of non-financial information in management reports 2017». 13 december 2018.

van boekjaar 2017.<sup>82</sup> Het onderzoek concludeert dat bedrijven weliswaar ingaan op het beleid en prestatie-indicatoren maar de uiteindelijke resultaten van het beleid en strategische prioriteiten onvoldoende transparant gemaakt worden. Dit is het gevolg van het feit dat de vereisten teveel *principle-based* zijn en daarmee individuele bedrijven teveel bewegingsvrijheid geven om naar eigen inzicht de niet-financiële rapportage in te steken. Zonder inzicht in de uiteindelijke impact en risico's gaat volgens het onderzoek het beleid echter niet het gewenste effect sorteren. Wetgeving, zo volgt uit het onderzoek, zou daarbij zo ingericht moeten worden dat het (i) bedrijven aanspoort veel grondiger over niet-financiële aspecten te rapporteren dan een aanzienlijk deel van hen nu doet en (ii) vereist dat onafhankelijk gecontroleerd wordt (door middel van *assurance* door accountants) of de rapportages aan de wettelijke vereisten voldoen.

Een ander initiatief op het vlak van niet-financiële rapportages is de recent overeengekomen verordening «duurzaamheidsoverwegingen bij investeringen en advisering», die onderdeel is van het EU Actieplan.<sup>83 84</sup> Deze verordening vraagt van financiële instellingen allereerst dat ze transparant zijn ten aanzien van hun klanten over de mate waarin duurzaamheidsrisico's geïntegreerd zijn in hun beleggingsbeleid. Daarnaast dienen financiële instellingen op hun website aan te geven of zij rekening houden met de negatieve impact die investeringsbeslissingen kunnen hebben op ESG-gebied. Is dit het geval, dan dienen instellingen beleid te ontwikkelen om deze negatieve impact te inventariseren, voorkomen en mitigeren, en dienen zij via een *comply or explain* procedure openheid te geven over dit beleid. Tenslotte vraagt de verordening dat instellingen in de precontractuele informatie over een financieel product – als bijsluiter – aangeven (i) in hoeverre in beleggingsbeslissingen (in algemene zin) rekening gehouden wordt met duurzaamheidsrisico's, (ii) in hoeverre duurzaamheidsrisico's het rendement beïnvloeden, en (iii) hoe de impact op het klimaat en biodiversiteit wordt verminderd als een product neergezet wordt als duurzaam. Ook moet het worden vermeld als instellingen verwachten dat duurzaamheidsrisico's irrelevant zijn voor het desbetreffende product.

Aangezien de verordening nog niet van kracht is, is het nog te vroeg om tot een finale evaluatie van de doeltreffendheid en doelmatigheid van de verordening te komen. Daarom maken de initiatiefnemers op dit punt drie voorlopige opmerkingen. Allereerst is het voorstel een stap in de goede richting, en haakt het op deze wijze aan bij een ontwikkeling waarin verslaggeving over aan duurzaamheid gerelateerde aspecten steeds belangrijker wordt.

Tegelijkertijd hebben de initiatiefnemers enkele zorgen ten aanzien van de huidige invulling van de verordening. Allereerst lijkt een deel van de kritische evaluaties van AFM en KPMG ook relevant voor de verordening. De verordening lijkt op eenzelfde manier *principle-based* te zijn als de door de AFM en KPMG geëvalueerde richtlijn. Daarbij legt ook deze verordening het zwaartepunt bij transparantie ten aanzien van beleid,

---

<sup>82</sup> KPMG: «Wetgeving dwingt onvoldoende inzicht af in niet-financiële prestatie van bedrijven» (persbericht) en «The next steps in non-financial information reporting» (onderzoeksrapport). 29 oktober 2019.

<sup>83</sup> Verordening van het Europees parlement en de Raad betreffende informatieverschaffing in verband met duurzame beleggingen en duurzaamheidsrisico's en tot wijziging van Richtlijn (EU) 2016/2341.

<sup>84</sup> Via de vereisten van de verordening met betrekking tot informatieverschaffing in precontractuele informatie over een financieel product wordt getracht invulling gegeven aan de motie van het lid Sneller om een duurzame bijsluiter voor financiële producten te ontwikkelen (32 013, nr. 208).

strategie en vooraf ingeschatte risico's, en niet bij transparantie ten aanzien van daadwerkelijke resultaten. Het is daarom nog maar de vraag of de verordening voldoende inzicht gaat afdwingen in de daadwerkelijke niet-financiële prestaties van financiële instellingen.

Daarnaast is het enerzijds een goede zaak dat de verordening zich niet alleen richt op klimaataspecten op het niveau van de gehele financiële balans (dit zou te weinig afdwingen in te gaan op specifieke risico's die delen van portefeuilles lopen), maar ook op precontractuele informatie per financieel product. Anderzijds is de invulling van de bijsluiters beperkt. Bij als duurzaam aangeboden producten moet worden aangegeven hoe zij helpen klimaatverandering tegen te gaan. Tegelijkertijd ontbreken er vereisten om aan te geven wat de negatieve impact van het product is als zij niet als duurzaam aangeboden wordt. Op dit punt wordt alleen geëist aan te geven (i) wat het effect is van klimaat op het rendement van het product, en (ii) of er in het beleggingsbeleid in algemene zin rekening gehouden wordt met ESG-factoren. Juist transparantie op productniveau ten aanzien van de negatieve duurzaamheids-impact is cruciaal om de bewustwording en informatie ten aanzien van de invloed van financiering op klimaat aan de kant van klanten te vergroten.

De twee transparantie-initiatieven van het EU Actieplan zoals hierboven beschreven zullen geïntegreerd worden in bestaande richtlijnen. Op dit moment is klimaattransparantie geen onderdeel van de Europese MiFID II-richtlijn. MiFID II dekt in brede zin regelgeving voor beleggingsondernemingen en handelsplatformen met als doel dat financiële instellingen (i) zich op loyale en klantgerichte wijze inzetten voor de belangen van klanten, (ii) de consument voorzien van begrijpelijk en niet-misleidende informatie, en (iii) alleen diensten aanbieden die specifiek op de situatie van de desbetreffende consument is afgestemd. Ondanks dat transparantie over duurzaamheid geen plek heeft binnen MiFID II, heeft ESMA als Europese gedragstoezichthouder in het voorjaar van 2019 wel een advies gepubliceerd over hoe ruimte gegeven kan worden om de maatregelen onder het EU Actieplan (exclusief de groene taxonomie) in MiFID II te integreren.

In Solvency II zijn wel reeds eisen verwerkt ten aanzien van klimaattransparantie. Deze transparantie-eisen hebben primair betrekking op pijler 2 en 3 van het toezichtsraamwerk voor verzekeraars (waarbij pijler 1 gaat over kapitaalstandaarden, pijler 2 over beheerste bedrijfsvoering en pijler 3 over rapportageverplichtingen). Onderdeel van zowel pijler 2 als 3 is de zogenaamde *Own Risk and Solvency Assessment* (ORSA), waarbij gevraagd wordt dat verzekeraars in hun strategie en beslissingen (pijler 2) en (niet-publieke) rapportages (pijler 3) rekening moeten houden met toekomstige financiële risico's. Duurzaamheidsrisico's zouden hier onderdeel van kunnen zijn, maar worden niet expliciet genoemd. Wel vraagt DNB dat de in deze assessments naar voren gekomen risico's worden gestaafd en onderbouwd, waarbij DNB verwacht dat duurzaamheidsrisico's worden meegenomen. Ook verwacht DNB dat een verzekeraar haar positie toelicht wanneer duurzaamheidsrisico's niet als materieel worden gezien.<sup>85</sup> Naast Solvency II heeft de Europese Commissie begin 2019 een conceptaanpassing op de *Insurance Distribution Directive* (IDD) gepubliceerd om deze integreerbaar te maken met maatregelen uit het EU Actieplan. De IDD is een Europese richtlijn met normen op het gebied van transparantie en het productontwikkelingsproces.<sup>86</sup> Vanuit de IDD en via het Actieplan zal in de toekomst aan de verzekeringsadviseur gevraagd worden de voorkeuren en overwegingen

<sup>85</sup> DNB: «Q&A Klimaatrisico's bij verzekeraars.» Open Boek Toezicht. 5 november 2019.

<sup>86</sup> Zie website AFM: «Insurance Distribution Directive (IDD)».

van klanten ten aanzien van duurzaamheid mee te nemen in het advies over verzekeringen met een beleggingscomponent.

Als onderdeel van de Solvency II-vereisten, maar ook in meer algemene zin, hebben verzekeraars de afgelopen decennia hun risicomanagement ten aanzien van fysieke risico's sterk ontwikkeld. Verzekeraars zijn zich dan ook terdege bewust van de effecten van klimaatverandering op hun bedrijfsmodel. Tegelijkertijd blijkt uit onderzoek van DNB dat verdere ontwikkeling van de manier waarop duurzaamheidsrisico's in kaart gebracht worden mogelijk en noodzakelijk is.<sup>87</sup> Om de gevolgen van fysieke klimaateffecten (zoals extreem weer) in kaart te brengen maken verzekeraars gebruik van risicomodellen. Op basis van deze modellen wordt een schatting gemaakt van hoeveel schade er in een jaar verwacht kan worden. Ook worden de kapitaalseisen onderdeel van Solvency II (pijler 1) op deze risicomodellering gebaseerd. Op dit moment nemen de gebruikte risicomodellen – die wereldwijd door enkele partijen worden aangeboden – nog niet expliciet klimaatveranderingstrends op in hun scenario-analyses. Dit is deels een gevolg van het gebrek aan historische data over klimaattrends; voor een ander deel is er wel degelijk een mogelijkheid om duurzaamheidsrisico's explicieter te incorporeren in risicomodellen, bijvoorbeeld door in kaart te brengen wat de effecten zijn van verschillende risicoscenario's op het bedrijfsmodel van een verzekering. Zo kunnen heldere ankers ontwikkeld worden om beleid te voeren dat weerbaar is ten aanzien van duurzaamheidsrisico's.

Aanvullend op het Actieplan en de manier waarop deze geïntegreerd zal worden met bestaande richtlijnen is niet-financiële rapportage een separaat onderdeel van de IORP II-richtlijn voor pensioenfondsen (de maatregelen van het Actieplan zullen niet in deze richtlijn ondergebracht worden). Het doel van de IORP-II richtlijn is om Europabreed de tweede pijler in pensioensystemen verder te ontwikkelen. Omdat Nederland al een ver ontwikkelde tweede pijler heeft, heeft IORP-II en dus de Europese dimensie van pensioentoezicht minder vergaande implicaties voor ons eigen pensioenstelsel dan in sommige andere lidstaten. IORP II heeft desalniettemin enkele implicaties omtrent verduurzaming. De Richtlijn schrijft onder andere voor dat pensioenfondsen (i) in hun beleid rekening moeten houden met langetermijneffecten van beleggingsbeslissingen op ESG-factoren, (ii) ESG-factoren moeten integreren in hun risicomanagement, (iii) in dit risicomanagement rekening dienen te houden met duurzaamheidsrisico's (zowel fysieke als transitierisico's), en (iv) hun deelnemers informeren over de manier waarop ze rekening houden met ESG-factoren. Dit is een inhoudelijke aanvulling op de Nederlandse Pensioenwet, die voorschrijft dat pensioenfondsen in hun jaarverslag moeten rapporteren over hoe zij rekenschap geven van ESG-factoren. In algemene zin vinden de initiatiefnemers het een stap in de goede richting dat met IORP II de transparantieverplichtingen voor pensioenfondsen qua duurzaamheidsstrategie zijn toegenomen. Dit biedt deelnemers een handvat om pensioenfondsen te bewegen proactief bij te dragen aan verduurzaming. Tegelijkertijd voorziet de richtlijn – alsmede de manier waarop deze in Nederland geïmplementeerd is – in een grote bewegingsruimte voor pensioenfondsen om invulling te geven aan de niet-financiële rapportage. Zelfs als pensioenfondsen daarmee aan de richtlijn voldoen, impliceert dit niet automatisch inzicht en werkelijke transparantie in de strategie en besluitvorming rond duurzaamheidsgerelateerde uitdagingen. Een korte paragraaf die op een zeer abstract niveau vaststelt *dat* er rekening is gehouden met ESG-factoren en *dat* dit genoemd is in deelnemersgesprekken kan immers volstaan.

<sup>87</sup> Zie opnieuw DNB: «De Nederlandse financiële sector veilig achter de dijken? Een nadere verkenning naar klimaatgerelateerde financiële risico's». 5 oktober 2017.

Het is daarom enerzijds een goede ontwikkeling dat DNB in haar meest recente jaarlijkse vooruitblik aangekondigd heeft het belang van niet-financiële rapportage te integreren in haar toezichtsraamwerk. DNB wil hiermee afdwingen dat pensioenfondsen transparante en bewuste keuzes maken ten aanzien van hun bijdrage aan vergroening en anticipatie op duurzaamheidsrisico's.<sup>88</sup> Anderzijds lijkt het er op dit moment op dat een substantieel deel van de pensioenfondsen tekortschiet ten aanzien van de IORP II-voorschriften – ondanks of misschien juist wel dankzij de bewegingsruimte in de richtlijn.

Zoals in de initiatiefnota reeds benoemd, laat recent uitgebracht onderzoek van KPMG zien dat een substantieel deel van de pensioenfondsen (die zij onderzocht hebben) (i) niet met deelnemers in gesprek gaat over hun strategie en beslissingen ten aanzien van verantwoord beleggen (dat zowel duurzaamheidsgerelateerde aspecten als bijvoorbeeld mensenrechtengerelateerde aspecten beslaat), en (ii) deelnemers ook niet informeert over hoe ESG-factoren meegenomen worden in beleggingsbeslissingen. Daarnaast laat het onderzoek zien dat er een gebrek aan concretisering is; ondanks dat er welwillendheid ten aanzien van duurzaamheidsgerelateerde onderwerpen lijkt te zijn, verbindt slechts de helft van de onderzochte fondsen specifieke doelstellingen aan ESG-factoren in hun beleggingsbeleid (nog even los van of deze doelstellingen geconcretiseerd worden) en communiceert slechts de helft over KPI's of succesfactoren gerelateerd aan ESG-factoren richting de vermogensbeheerder.<sup>89</sup>

Deze bevindingen sluiten, zoals in de initiatiefnota uiteengezet, aan bij de jaarlijkse monitor van VBDO. Uit deze monitor blijkt dat er bij een substantieel deel van de pensioenfondsen sprake is van zogenaamd *engagement* (i.e., het proactief invloed uitoefenen op organisaties waarin geïnvesteerd wordt met als doel deze te verduurzamen), maar dat tegelijkertijd de langetermijnstrategie en ESG-geïnformeerde beleggingsbeslissingen veel helderder uiteengezet moet worden. Daarbij laat de monitor zien – en dit gaat breder dan alleen inzicht en transparantie – dat een heel aantal pensioenfondsen (met name de minder grote) minder goed scoren qua verduurzaming.<sup>90</sup> Onder aan de streep zijn de initiatiefnemers daarom van mening dat pensioenfondsen zowel beleidsmatig als via hun eigen handelen beter gefaciliteerd moeten worden om zo meer substantiële stappen te zetten ten aanzien van transparantie met betrekking tot duurzaamheidsrisico's, strategieën en beleggingsbeslissingen.

### *Groene taxonomie*

Het vanuit economisch en politiek perspectief meest significante initiatief uit het EU Actieplan is de ontwikkeling van een groene taxonomie, waarover tussen de Europese Raad en het Europees parlement (EP) op 5 december jl. een akkoord is bereikt. De taxonomie zal apart van bestaande richtlijnen (zoals MiFID II) geïmplementeerd worden door middel van gedelegeerde handelingen in de vorm van een verordening, waardoor nationale implementatie niet nodig is en volledige Europese harmonisatie bespoedigd wordt.<sup>91</sup> De doelstelling van de groene

<sup>88</sup> DNB: «Toezicht Vooruitblik». 2019.

<sup>89</sup> KPMG: «Het is moeilijk om bij te blijven. Onderzoek naar huidige staat van ESG-integratie door Nederlandse pensioenfondsen». December 2019.

<sup>90</sup> VBDO: «Benchmark Responsible Investment by Pension Funds in the Netherlands 2019». Oktober 2019.

<sup>91</sup> Capkurt en Kastelein: «Op weg naar een Europese norm voor groene obligaties voor verduurzaming van de financiële sector». Tijdschrift voor Financieel Recht, 10 oktober 2019.



taxonomie is om de markt voor duurzame financieringen te bevorderen door transparantie aan te brengen in het onderscheid tussen investeringen die daadwerkelijk groen zijn en investeringen die alleen als dusdanig in de markt gezet worden (groenwassen). De taxonomie poogt groenwassen te bestrijden door een gemeenschappelijke taal te ontwikkelen om te bepalen wanneer een investering wel of niet kwalificeert als «groen» of «duurzaam». Investerings die als groen kunnen worden gecategoriseerd, dienen op een reeks van ESG-factoren een positieve bijdrage te leveren. Specifiek bevat het raamwerk van de taxonomie zes doelstellingen gerelateerd aan klimaatverandering en duurzaamheid in bredere zin; (i) mitigatie van klimaatverandering, (ii) adaptatie aan klimaatverandering, (iii) duurzaam gebruik en bescherming van water en mariene hulpbronnen, (iv) transitie naar een circulaire economie, afvalpreventie en recycling, (v) preventie en beheersing van verontreiniging en (vi) bescherming van gezonde ecosystemen.<sup>92</sup>

Om investeringen als «groen» te taxeren dienen zij minimaal een substantiële bijdrage te leveren aan één van de zes milieudoelstellingen zonder één of meerdere andere doelstellingen aanzienlijk te schaden. Daarnaast dienen deze investeringen in overeenstemming te zijn met minimale sociale waarborgen (met name op het gebied van arbeidsrechten). Op het moment dat financiële instellingen hun producten als groen willen aanbieden, zijn zij verplicht richting hun klanten aan te geven hoe onderliggende investeringen in het financiële product zich verhouden tot de standaarden van de taxonomie. Daarnaast dienen lidstaten de taxonomie toe te passen op het moment dat zij zelf eisen stellen aan marktpartijen qua duurzaamheid (bijvoorbeeld als zij een nationaal label voor duurzame financieringen hebben). Tenslotte dienen financiële instellingen het expliciet aan te geven als investeringen niet voldoen aan de standaarden van de groene taxonomie.

De groene taxonomie richt zich alleen op investeringen die voldoende groen zijn (volgens de vereisten van de groene taxonomie). Er is, in Brussel maar ook in de Tweede Kamer, discussie ontstaan over het doel en de doeltreffendheid van de taxonomie nu zij enkel toepasbaar is op daadwerkelijk groene investeringen. Enerzijds steunt de Minister van Financiën hierbij de inzet van het EP om op termijn (drie jaar na invoering komt de Europese Commissie met een impactanalyse) te bezien of een taxonomie ook voor niet-duurzame investeringen verplicht moet worden. Anderzijds stelt de Minister in deze discussies dat bij beleggingsproducten die niet groen zijn het risico op groenwassen niet opspeelt.<sup>93</sup> Daarbij stelt de Minister dat hij via de taxonomie eerst een scherper beeld wil vormen van de verschillen in risico's tussen duurzame en niet-duurzame investeringen.

In aanvulling op de groene taxonomie werkt de Europese Commissie op dit moment aan de uitbreiding van het EU Ecolabel. Dit label dient als oormerk voor beleggingen die voldoen aan de standaarden van groen zoals geïndiceerd door de groene taxonomie. Omdat de taxonomie het uitgangspunt is voor de uitbreiding van het EU Ecolabel, zal dit label in de volgende paragrafen als onderdeel van de groene taxonomie geëvalueerd worden.

Wat de initiatiefnemers betreft zijn de totstandkoming van de groene taxonomie en de uitbreiding van het EU Ecolabel (vanaf hier samengevoegd tot groene taxonomie) belangrijke stappen, daar zij Europees breed worden ingevoerd en toegepast worden op een breed scala aan investe-

<sup>92</sup> Zie 32 013, nr. 221.

<sup>93</sup> Zie zowel 32 013, nr. 221 als nr. 225.

ringen. Ook verwachten de initiatiefnemers dat de groene taxonomie een substantiële bijdrage zal leveren aan het bestrijden van groenwassen. Tegelijkertijd heeft de taxonomie, door de manier waarop deze uiteindelijk is uitgewerkt, op dit moment een aantal evidente tekortkomingen.<sup>94</sup>

Een kernprobleem onderliggend aan de groene taxonomie is dat het aanjagen van de markt voor groene financiering simpelweg niet de hoofdplossing is in de bijdrage van de financiële sector aan het tegengaan van klimaatverandering (en indirect ook aan het beschermen van de financiële sector tegen duurzaamheidsrisico's).

In dit kader representeert de groene taxonomie een beperkte notie van vergroening. Uiteraard worden investeringen die een netto positieve bijdrage leveren aan toekomstig welzijn in sociale en ecologische zin in de taxonomie terecht aangewezen als groen. Het gaat bij vergroening echter niet alleen om netto positieve impact maar ook om *relatieve* impact – dat wil zeggen, in hoeverre binnen het domein niet-groene investeringen vergroening plaats gaat vinden van schadelijk naar minder schadelijk. Van «slecht» naar «minder slecht» is veruit de belangrijkste bron van impact – omdat hier in kwalitatieve zin de meeste winst geboekt kan worden, en omdat hier in kwantitatieve zin de meeste impactvolle volumes gerealiseerd kunnen worden. Uit cijfers van de wereldwijd opererende dienstverlener Morningstar blijkt immers dat op dit moment op wereldwijde aandelenmarkten slechts 11.6% en op obligatiemarkten zelfs slechts 5.6% van de beleggingen is gedaan met oog op ESG-criteria.<sup>95</sup> Het aantal activa dat voldoet aan de taxonomiestandaarden zal nog veel kleiner zijn.

De Minister stelt op dit punt dat de Raadspositie ten aanzien van de groene taxonomie passages bevat die het meenemen van dergelijke «transitionele activiteiten» toestaan. Deze activiteiten, zo laat de Minister blijken, moeten echter wel aan de drempel van het do-no-harm-principe voldoen. Transitionele activiteiten mogen dus geen substantiële schade op één of meerdere van de genoemde zes milieupijlers hebben. De taxonomie sluit daarbij expliciet steenkool en bruinkool uit, maar laat wel ruimte om potentieel kernenergie en gas als «*enabling*» of «*transitional*» activiteit onder de taxonomie te laten vallen.

De initiatiefnemers zijn van mening dat het in principe goed is om transitionele activiteiten mee te nemen, maar vinden ook dat de manier waarop dit nu geoperationaliseerd wordt niet doeltreffend is. Natuurlijk is het een goede zaak dat investeringen in steenkool en bruinkool niet onder de groene taxonomie vallen – ook niet als transitionele activiteit. Als het om daadwerkelijk transitionele activiteiten gaat, laat de operationalisering echter een mogelijkheid onbenut om de relatieve positieve impact mee te nemen van niet aan het do-no-harm-principe voldoende investeringen. Het classificeren van dergelijke impact zou zinvol zijn wanneer deze investeringen sterk verduurzamen (ten opzichte van de initiële voetafdruk van deze investeringen). De lacune van de taxonomie op dit punt is nog niet eens zozeer het gevolg van het gegeven dat op dit moment (nog) niet helder is hoe binnen het raamwerk van de groene taxonomie geborgd wordt dat als «transitioneel» geclassificeerde investeringen over tijd ook daadwerkelijk verduurzamen. Daar kan aan gewerkt worden tijdens de implementatiefase. Zorgwekkender voor de initiatiefnemers is namelijk het volgende. Waar het do-no-harm-principe substantie geeft aan de «echtheid» van daadwerkelijk groene investeringen, is het minder

<sup>94</sup> Een aantal van deze is reeds genoemd in de verscheidene parlementaire overleggen over de groene taxonomie.

<sup>95</sup> Gebruikt in het Financieele Dagblad: «Beleggers moeten met de billen bloot over duurzaamheidsrisico's». 12 december 2019.

waarschijnlijk dat transitionele activiteiten over hun gehele transitietraject heen geen schade veroorzaken richting één of meerdere van de zes milieucriteria. Dat de taxonomie relatieve positieve impact die transitionele investeringen kunnen hebben grotendeels niet afdekt is een gemiste kans, omdat transparantie ten aanzien van de relatieve verduurzamingswinst die met dergelijke transitionele investeringen behaald wordt – net als bij daadwerkelijk groene investeringen – een belangrijke prikkel kan zijn voor investeerders om de markt voor deze transitionele investeringen aan te jagen. Meer transparantie over wat groen is en wat niet, biedt beleggers een prikkel om na te denken over de duurzaamheidsrisico's die met name niet-groene investeringen lopen.

Dit standpunt is in lijn met het standpunt van de TEG, die namens de Commissie de technische standaarden van de groene taxonomie heeft uitgewerkt. De TEG heeft er in haar recentelijk verschenen eindrapport, zoals in deze nota reeds benoemd, voor gepleit om de taxonomie uit te breiden, zodat deze ook vervuilende activiteiten meeneemt.

Een negatieve bijwerking van de groene taxonomie is dat zij middels haar focus enkel op groene investeringen een verkeerde prikkel legt. Financiële instellingen maken extra administratieve lasten als zij willen aantonen dat investeringen daadwerkelijk aan de taxonomische standaarden van «groen» voldoen. Er kan discussie gevoerd worden over de vraag of dit vanuit het oogpunt van proportionaliteit te billijken is, als verondersteld wordt dat het tegengaan van groenwassen de juiste doelstelling is. Hierin speelt mee dat er een gerede mogelijkheid is dat de administratieve lasten, zoals de Minister zelf aangeeft, lager zullen worden en de basis van de taxonomie daarnaast aansluit bij de huidige rapportagetechnieken.<sup>96</sup> Maar zoals betoogd ligt de echte impact – in volume en mate van verbetering die gerealiseerd kan worden – bij het verduurzamen van bruine assets richting «minder slecht». Vanuit het oogpunt van administratieve lasten legt de groene taxonomie daarom bij haar huidige invulling de verkeerde accenten en ontmoedigt zij actief die partijen die naar een groenere portefeuille willen door hen zwaardere administratieve lasten in het vooruitzicht te stellen.

#### *Groene obligatiestandaard*

Het laatste onderdeel van het EU Actieplan is de ontwikkeling van de *EU Green Bond Standard* - een standaard waarmee obligaties gemarkeerd kunnen worden als «groen». Deze groene obligatiestandaard wordt inhoudelijk gezien gestoeld op de groene taxonomie, waardoor de transparantie, integriteit, vergelijkbaarheid en consistentie van de uitgifte van groene obligaties bevorderd wordt. De standaard heeft in beginsel een vrijwillig karakter (zij wordt geïmplementeerd als niet-bindend besluit) en kan daarbij voor zowel Europese als niet-Europese uitgevende instellingen een richtsnoer bieden. De standaard voorziet niet alleen in inhoudelijke criteria voor waar groene obligaties aan moeten voldoen om als «groen» uitgegeven te worden; zij vereist ook dat het groene karakter van de uitgifte door een «geaccrediteerde externe partij» geverifieerd wordt (de TEG die de standaard heeft uitgewerkt pleit ervoor dat ESMA een gecentraliseerde accreditatieregeling ontwikkelt). Daarnaast bestaat de groene obligatiestandaard uit een raamwerk van zeven punten. Als onderdeel hiervan dienen obligatie-uitgevende partijen de vrijwillige afstemming met de standaard te bevestigen en details uiteen te zetten over de allocatie van de binnengehaalde middelen. Op basis van deze zeven punten dienen obligatie-uitgevende partijen binnen de standaard ook met jaarlijkse frequentie te rapporteren over de allocatie van

<sup>96</sup> 32 013, nr. 225.

middelen en gedurende de looptijd van de uitzetting tenminste eenmaal te rapporteren over de daadwerkelijk gerealiseerde impact.<sup>97</sup>

De initiatiefnemers vinden het een goede zaak dat een geharmoniseerde standaard voor groene obligaties onderdeel is van het Actieplan. Een eenduidig begrip ten aanzien van wat groen is helpt – net als de groene taxonomie dat in meer algemene zin doet – groenwassen tegen te gaan. Tegelijkertijd ligt er een onbenut potentieel om via obligaties niet alleen financiering op te halen voor groene maar ook daadwerkelijk transitionele activiteiten. De groene obligatiestandaard adresseert dit potentieel niet. Er ligt daarom ruimte om, zoals de initiatiefnemers in deze nota reeds betoogd hebben, de mogelijkheden voor het inzetten van obligaties voor het financieren van vergroening in de toekomst te vergroten.

### **Inzicht in duurzaamheid: het belang van data**

Het transparant maken van de daadwerkelijke verduurzaming van individuele financiële producten is zoals uiteengezet voorwaardelijk voor het structureren van prikkels om de transitie aan te jagen. Een onderliggend tekortkoming in de hierboven besproken materie – zowel met betrekking tot de niet-financiële rapportage als met betrekking tot de groene taxonomie – is de gebrekkige mate waarin de initiatieven instellingen ondersteunen dan wel afdwingen om een zo gedetailleerd mogelijk inzicht in de daadwerkelijke duurzaamheidsimpact van alle individuele financiële producten te genereren.

Zo zullen (de wettelijke vereisten aan en invulling van) niet-financiële rapportages door banken, pensioenfondsen en verzekeraars veel substantiëler worden op het moment dat instellingen met behulp van data inzichtelijk maken (i) wat de huidige voetafdruk van hun portefeuille is, (ii) in hoeverre die voetafdruk door de tijd heen veranderd is en verder zal veranderen, (iii) in hoeverre dit in lijn is met de gestelde klimaatdoelstellingen en (iv) op welke manier fysieke klimaateffecten en transities financiële risico's zullen genereren. Hetzelfde geldt voor de groene taxonomie. Op dit moment wordt de groene taxonomie gebaseerd op de NACE-systematiek, een door Eurostat gehanteerd systeem van statistische classificatie om verschillende economische activiteiten in te delen. Voor nu is dat wat de initiatiefnemers betreft te verantwoorden, omdat instellingen reeds ervaring hebben met deze systematiek en de extra administratieve lasten voor instellingen bij het gebruikmaken van de taxonomie daardoor relatief beperkt blijven. De TEG die het Europese Actieplan duurzaam financieren monitort geeft echter aan dat de NACE-systematiek in sommige gevallen in staat is specifieke aan duurzaamheid gerelateerde aspecten mee te nemen, maar vaak nog niet gedifferentieerd of precies genoeg is om daadwerkelijke duurzaamheidsimpact vast te stellen.<sup>98</sup> Daarom zou het goed zijn de groene taxonomie – maar ook de algemene taxonomie die de initiatiefnemers voorstellen – geleidelijk aan te baseren op datagedreven inzichten. Dit voorkomt dat investeringen die een netto negatieve bijdrage aan klimaatverandering leveren niet als groen geïnclassificeerd kunnen worden, en draagt eraan bij dat de impact van transitionele activiteiten als dusdanig erkend zal worden.

<sup>97</sup> Zie opnieuw Capkurt en Kastelein: «Op weg naar een Europese norm voor groene obligaties voor verduurzaming van de financiële sector». Tijdschrift voor Financieel Recht, 10 oktober 2019.

<sup>98</sup> 32 013, nr. 221, pagina 5.

Het zou simplistisch zijn om te stellen dat het gebrek aan wettelijke vereisten ten aanzien van datagedreven transparantie in genoemde initiatieven alleen het resultaat is van politieke onwil. Het dient beklemtoond te worden dat het vraagstuk omtrent transparantie over duurzaamheid geen eenduidige is. Instituties hebben de tijd nodig om risicomodellen te ontwikkelen die recht doen aan het (vanuit risicoperspectief unieke) karakter van duurzaamheidsvraagstukken. Zo is het modelleren van duurzaamheidsrisico's technisch gezien zeer complex, en vraagt het om een fundamenteel andere aanpak ten opzichte van de manier waarop bestaande krediet- en liquiditeitsrisico's via modellen inzichtelijk gemaakt worden. Veel van de bestaande risicomodellen zijn namelijk gestoeld op het extrapoleren van historische data naar de toekomst. Duurzaamheidsrisico's zijn nieuw, non-lineair en hebben aanzienlijke onzekerheidsmarges, waardoor zij niet adequaat ingeschat kunnen worden op basis van de extrapolatie van historische gegevens.<sup>99</sup>

### **Inzicht in duurzaamheid: initiatieven vanuit de sector (incl. toezichthouders)**

Ondanks de technisch complexe uitdaging en de noodzakelijke herijking van bestaande risicobenaderingen is de aandacht voor datagedreven inzichtelijkheid de afgelopen jaren enorm gestegen. Zo laat een inventarisatie zien dat er wereldwijd al tientallen serieuze initiatieven zijn om duurzaamheidsimpact en -risico's inzichtelijk te maken.<sup>100</sup> Enkele van de voor de Nederlandse financiële sector belangrijkste initiatieven zullen hieronder besproken worden.<sup>101</sup>

#### *PCAF*

In de Nederlandse context speelt het PCAF een belangrijke rol. PCAF is een gezamenlijk initiatief van Nederlandse financiële instellingen, gestart in 2015 in de aanloop naar de COP21. Het PCAF heeft als doel een wereldwijde geharmoniseerde standaard te ontwikkelen om de CO<sub>2</sub>-intensiteit van financiële portefeuilles te meten, waarbij ingegaan wordt op een breed scala aan activacategorieën. Deze activacategorieën zijn de afgelopen jaren uitgebreid; inmiddels biedt de PCAF-methodologie inzicht in de CO<sub>2</sub>-intensiteit van (i) beursbeleggingen, (ii) projectfinanciering, (iii) staatspapier, (iv) hypotheek, (v) bedrijfsobligaties, (vi) reguliere financieringen voor het mkb en grote bedrijven, (vii) vastgoed, (viii) indirecte financieringen en (ix) publieke financieringen. Zeventien Nederlandse financiële instellingen hebben zich tot nu toe aangesloten bij het PCAF (waarbij Rabobank, ABN Amro en APG qua beheer balans-totaal de drie grootste participanten zijn) en het platform is internationaal uitgebreid met meer dan 55 deelnemende instituten die in totaal meer dan € 3.000 miljard onder beheer hebben. Deze internationale uitbreiding wordt gefaciliteerd door het gegeven dat de PCAF-methodologie op geharmoniseerde manier uitgerold kan worden bij verschillende typen financiële instellingen die opereren in verschillende landen.

Daarbij is de PCAF-methodologie voortdurend in ontwikkeling om alsmaar preciezer inzichten te genereren in de CO<sub>2</sub>-intensiteit van verschillende portefeuilles. Een kernprincipe daarbij is om geldstromen zo ver te volgen dat niet alleen inzichtelijk wordt hoe financiële instellingen zelf direct voor uitstoot zorgen (de zogenaamde scope 1 categorie waarover data

<sup>99</sup> Zie o.a. Bank for International Settlements (BIS): «The green swan: central banking and financial stability in the age of climate change». Januari 2020.

<sup>100</sup> Zie jaarrapport PCAF 2019, pp. 24–25.

<sup>101</sup> Om reden van focus worden de voor Nederland minder direct relevante «Montreal Pledge» en «UNEP Portfolio Decarbonization Initiative» buiten beschouwing gelaten.

verzameld kan worden), indirect voor uitstoot zorgen door opwekking van zelf gekochte en verbruikte energie (scope 2), maar ook indirect voor uitstoot zorgen door organisaties te financieren die zelf (met name via scope 1 en 2) CO<sub>2</sub> uitstoten (scope 3). PCAF baseert zich hier methode-technisch gesproken in belangrijke mate op het technische handboek van het internationaal vooraanstaande *Greenhouse Gas Protocol*, ontwikkeld door het gezaghebbende *World Resource Institute* (WRI), dat uiteenzet hoe tot een berekening van de CO<sub>2</sub>-intensiteit te komen. Hierbij maakt de PCAF-methode het mogelijk zowel inzicht te vergaren in positieve als negatieve CO<sub>2</sub>-gerelateerde impact.

De kracht van de PCAF-methode ligt in het gegeven dat zij een vrij gedifferentieerd en dus relatief nauwkeurig inzicht kan geven in de CO<sub>2</sub>-intensiteit van een grote verscheidenheid aan activacategorieën. Ruim de helft van het balanstotaal van de bij het PCAF aangesloten instellingen is tot nu toe onderworpen aan de PCAF-methode. Daarbij is de methode dusdanig precies dat zij – ondanks dat zij enige onzekerheidsmarge blijft behouden – reeds als basis kan dienen voor strategische beslissingen van financiële instellingen ten aanzien van de verduurzaming van hun portefeuille.

De mogelijkheid met behulp van de PCAF-methode strategisch naar toekomstige vergroeningsdoelstellingen en -trajecten te kijken zal verder vergroot worden nu de PCAF-coalitie actief zal gaan werken aan de ontwikkeling van wetenschappelijk onderbouwde doelstellingen die de ambitie van het Parijsakkoord reflecteren; deze doelstellingen maken het vervolgens mogelijk uit te stippelen in hoeverre de CO<sub>2</sub>-intensiteit van verschillende portefeuilles af moet nemen om als financiële instelling de investeringen te stroomlijnen met de in het Parijsakkoord gemaakte afspraken.

#### *PACTA*

Een alternatieve methode om de CO<sub>2</sub>-intensiteit en de invloed van de financiële sector op verduurzaming te meten is de zogenaamde PACTA-methode. De PACTA-methode is ontwikkeld door het *2C-Investing Initiative*, een wereldwijd opererende denktank waar een groot aantal internationaal toonaangevende banken aan verbonden is. De PACTA-methode is ingestoken met een meer vooruitziende blik dan hoe PCAF (in ieder geval tot het moment dat de ontwikkeling van inzicht in toekomstige vergroeningsdoelstellingen voltooid is) ontwikkeld is. Aan de basis van PACTA staan gedetailleerde routepaden die ontwikkeld worden door instituten als het IEA en weergeven welke technologische transitiebedrijven en bedrijfssectoren (dus zowel op micro- als macroniveau) moeten maken om op koers te liggen voor de plafonddoelstelling van Parijs (2°C opwarming). Vervolgens wordt daaruit afgeleid welke door technologische ontwikkeling gedreven transitie sectoren moeten doormaken om op koers te liggen ten opzichte van de 2°C-benchmark. Op basis hiervan kunnen financiële instellingen periodiek monitoren in hoeverre de investeringsplannen van bedrijven die ze financieren alsmede hun gehele portefeuille in een bepaalde sector in lijn is met de progressie die nodig is om op koers te zijn om de Parijse plafonddoelstelling te halen. Dit betekent dat de PACTA-methode zich niet (zoals de PCAF) op huidige CO<sub>2</sub>-intensiteit richt, maar in plaats daarvan op scenarioanalyses is geënt die de huidige CO<sub>2</sub>-intensiteit in het perspectief plaatsen van de noodzakelijke afbouw van deze intensiteit in de toekomst. Op basis van deze



scenarioanalyses kunnen financiële instellingen investeringsbeslissingen maken in lijn met de plafondafspraken van Parijs.<sup>102</sup>

Initieel is de PACTA-methode toegepast op met name obligaties en (preferente) aandelen. Inmiddels wordt PACTA voor gehele sectoren gebruikt, en worden dus ook bedrijfsobligaties en leningen als productsoort meegenomen. De PACTA-methode richt zich op de economische activiteit van bedrijven in de meest vervuilende sectoren, waarbij zij primair de transitie van zeer vervuilend naar minder vervuilend in kaart probeert te brengen. Deze focus stelt instellingen enerzijds in staat aan duurzaamheid gerelateerde inspanningen te richten op daar waar zij door omvang en de mate van verandering de meeste relatieve impact hebben. Anderzijds impliceert het voldoen aan het progressietraject zoals uitgekristalliseerd via PACTA niet dat een portefeuille niet langer een netto negatieve tot zeer negatieve impact heeft op klimaatverandering (in tegenstelling tot hoe de PCAF dit weergeeft).

Op dit moment wordt wereldwijd (met name in Europa) met de PACTA-methode geëxperimenteerd door een groot aantal toonaangevende financiële instellingen, zoals verzekeraar AXA en (zaken)banken BNP Paribas, Barclays, Citi, Credit Suisse, Santander, UBS en Société Générale. De groep banken die met PACTA experimenteert heeft een balanstotaal van meer dan € 10 biljoen. Vanuit Nederland experimenteren ING Bank en ABN Amro met de PACTA-methode voor gedeeltes van hun portefeuille.<sup>103</sup> Zo maakt ING Bank als onderdeel van het experiment in haar in september 2019 gepubliceerde voortgangsrapport inzichtelijk hoe zij progressie boekt op het reduceren van broeikasgassen ten opzichte van het 2°C-traject in een aantal sectoren (zoals *automotive*; de luchtvaart en olie- en gasindustrie wordt door ING Bank nog niet meegenomen). Het dient overigens benadrukt te worden dat ING Bank haar scenarioanalyses (die de bank «Terra» noemt) hoofdzakelijk maar niet alleen op de PACTA-methode baseert. Zo gebruikt ING PCAF voor haar niet-commerciële vastgoedportefeuille.<sup>104</sup> Dat PACTA hierbij aangevuld kan worden met andere methodieken is niet onlogisch, gezien het gegeven dat de PACTA-benadering met progressietrajecten als uitgangspunt een sterk sectorspecifiek karakter heeft.

#### *Inzicht in duurzaamheidsimpact en -risico's*

Het is een belangrijk vraagstuk hoe om te gaan met methodologieën die enerzijds niet perfect zijn (doordat ze bijvoorbeeld afhankelijk zijn van assumpties), maar anderzijds wel degelijk een substantieel datagedreven inzicht geven in de CO<sub>2</sub>-intensiteit van investeringen (in het geval van PACTA afgezet tegen progressiepaden). Zowel partijen rond het PCAF- als PACTA-initiatief benadrukken immers dat ze geleidelijk hun methoden verder willen aanslijpen maar dat er tegelijkertijd veel werk is verzet en er nu al strategische beslissingen genomen worden op basis van datagedreven inzichten. Daarbij lijkt het erop dat vanuit beleids- en toezichtsoogpunt zowel de PCAF- als PACTA-methode een belangrijke rol zou kunnen vervullen. Mocht verder beleid en toezicht gebaseerd op een vrij nauwkeurig inzicht van huidige CO<sub>2</sub>-intensiteit wenselijk zijn, dan is de PCAF-methode gegeven haar ontwikkeling daarvoor op dit moment de meest serieuze kandidaat; waar inspanningsverplichtingen en toezicht ten

<sup>102</sup> ING: «Terra Progress Report 2019». 19 september 2019.

<sup>103</sup> Zie ook Duurzaam Financieel: «ABN AMRO and ING among group of 17 international banks now piloting the 2° Investing Initiative's flagship climate scenario analysis methodology». 17 september 2019.

<sup>104</sup> Zie opnieuw ING: «Terra Progress Report 2019». 19 september 2019.

aanzien van meerjarige transitie plaats dient te vinden is PACTA een serieus te nemen methode.

Het dient wel opgemerkt te worden dat zowel PCAF als PACTA niet uitputtend lijken te zijn. PCAF richt zich alleen op CO<sub>2</sub>-intensiteit. Dat is belangrijk, maar niet genoeg, omdat ook biodiversiteitsimpact van belang is. Aan biodiversiteitsverlies zijn immers grote materiële risico's verbonden. Het is daarom aan de impactzijde van belang PCAF aan te vullen met methoden die zich op biodiversiteit richten. Deze zijn overigens voorhanden. Zo heeft ASN Bank de afgelopen jaren een biodiversiteitsimpactmeetmethode ontwikkeld, die zij *Biodiversity Footprint Financials and Industry* (BFFI) noemt.<sup>105</sup> Op basis hiervan stuurt ASN Bank nu al op het voorkomen van verder biodiversiteitsverlies en het financieren van meer biodiversiteitswinst. Ook de PACTA-methode heeft grenzen. Zo richt zij zich binnen de focus op CO<sub>2</sub>-intensiteit alleen op technologische ontwikkelingen (bijvoorbeeld het gebruik van schonere technologieën voor transport) en niet op alternatieve economische organisatie (waarbij transport minder nodig is). De initiatiefnemers hebben er daarom reeds voor gepleit dat instellingen zich niet slechts richten op schonere technologieën, maar ook op alternatieve economische organisatie in het terugdringen van duurzaamheidsrisico's en negatieve duurzaamheidsimpact. Een bijkomende lacune van PACTA is dat zij alleen focust op die plekken waar de grootste impact gemaakt kan worden (grote bedrijven in vervuilende sectoren) en de niet te bagatelliseren transitie door andere organisaties (zoals het mkb) en in andere sectoren goeddeels buiten beschouwing laat.

Een grotere beperking van PCAF en PACTA (en overigens ook BFFI), is dat ze primair gericht zijn op impact en niet op duurzaamheidsrisico's. Uiteraard zijn CO<sub>2</sub>-intensieve activa kwetsbaar in een transitie waarin minder CO<sub>2</sub>-intensieve alternatieven in toenemende mate economisch opportuun worden. Er is in dat opzicht wel degelijk een samenhang tussen CO<sub>2</sub>-intensiteit en transitierisico's. De mate waarin dit risico zal materialiseren hangt af van de snelheid van onze transitie. Zoals in deze initiatiefnota uiteengezet betekent dit niet dat de transitie vertraagd moet worden. Er is immers sprake van een zekere afruil tussen transitierisico's en fysieke klimaateffecten, waarbij in zijn totaliteit een snelle doch ordentelijke transitie economisch gezien veruit het meest opportune alternatief is. Hoewel er dus een samenhang is tussen CO<sub>2</sub>-intensiteit en duurzaamheidsrisico's, hebben verhoogde duurzaamheidsrisico's niet alleen betrekking op de CO<sub>2</sub>-intensiteit van activa. Zoals benoemd in deze nota, kunnen zelfs de meest duurzame investeringen slachtoffer worden van de materialisatie van fysieke risico's (denk aan een windmolen die afgeschreven dient te worden wegens overstromingen). Daarnaast kunnen transitierisico's als materiaalschaarste zich min of meer onafhankelijk van de CO<sub>2</sub>-intensiteit van investeringen materialiseren en deze investeringen raken.

Uiteindelijk willen we naar een situatie waarin financiële instellingen in hun strategie en investeringsbeslissingen mede gaan sturen op duurzaamheidsrisico's. Inzicht in duurzaamheidsimpact kan hierbij een belangrijke rol spelen. Een uitdaging blijft echter dat de samenhang tussen impact en duurzaamheidsrisico's van een portefeuille simpelweg niet eenduidig genoeg is om enkel en alleen op basis van datagedreven inzichten in duurzaamheidsimpact op strategisch en met name investeringsniveau te sturen op duurzaamheidsrisico's.

---

<sup>105</sup> ASN Bank: «Positive invloed op biodiversiteit». Onderdeel van jaaroverzicht 2018.

Het feit dat methoden als PCAF, PACTA en BFFI *an sich* niet in staat zijn adequaat inzichtelijk te maken wat de aard en omvang van duurzaamheidsrisico's voor specifieke portefeuilles en investeringen is, is niet bedoeld als kritiek op beide methoden als zodanig. Focus waarborgt immers kwaliteit, maar noopt ook tot keuzes. Wel impliceert het dat aanvullende methoden nodig zijn om transparantie ten aanzien van fysieke en transitierisico's te bevorderen.

Het is daarom zowel goed als noodzakelijk dat steeds verder ontwikkelde methodologieën op de markt beschikbaar zijn specifiek gericht op het kwantitatief inzichtelijk maken van duurzaamheidsrisico's. Eén daarvan is het *Climate-VaR* model van Carbon Delta.<sup>106</sup> Dit model maakt op basis van geverifieerde datasets en verschillende transitie-scenario's een kwantitatieve beoordeling van duurzaamheidsrisico's op het niveau van individuele investeringen. Hiermee krijgen instellingen met een horizon van vijftien jaar inzicht in enerzijds het «gradenscenario» van hun huidige portefeuille en anderzijds de invloed van duurzaamheidsrisico's op hun rendement en portefeuillewaardering. Op basis van dit model biedt MSCI verdere dienstverlening aan waarbij bedrijven geholpen worden met het verduurzamen van hun allocatiestrategieën. Ondernemingen kunnen dus nu al gebruik maken van het duurzaamheidsrisicomodel. Wereldwijd doen 22.000 bedrijven dat. Een ander voorbeeld is het werk van het *Four Twenty Seven* instituut, dat gespecialiseerd is in het modelleren van fysieke duurzaamheidsrisico's. Ook in het model van *Four Twenty Seven* nemen scenarioanalyses een centrale plaats in; enerzijds wordt gekeken naar de manier waarop fysieke klimaateffecten zullen materialiseren onder verschillende gradenscenario's, anderzijds wordt inzichtelijk gemaakt hoe dit – door bijvoorbeeld geografische locatie of afhankelijkheid van schoon water – de portefeuilles van instellingen kan raken.

Het internationaal en in Nederland meest erkende en ver ontwikkelde initiatief op het gebied van duurzaamheidsrisico's is echter geen model maar een rapportageraamwerk, dat, zoals in de nota reeds vrij uitgebreid besproken is, voorgesteld is door de TCFD.

#### TCFD

De TCFD is een taakgroep die mede op aandringen van toezichthouder DNB en de G20 van Ministers van Financiën in 2015 in het leven is geroepen als onderdeel van de *Financial Stability Board* (FSB), een internationaal lichaam met centrale banken en internationale organisaties als leden dat onderzoek doet naar en aanbevelingen doet ter bevordering van de financiële stabiliteit. Vanaf 2015 heeft de TCFD anderhalf jaar onderzoek gedaan en – om een balans te vinden tussen ambitie en haalbaarheid – in dialoog met bedrijven en financiële instellingen wereldwijd een raamwerk ontwikkeld voor hoe financiële instellingen op een duidelijke, vergelijkbare en consistente manier kunnen rapporteren over duurzaamheidsrisico's. De TCFD richt zich dus expliciet op de invloed van duurzaamheidsvraagstukken op het financiële systeem (en niet op de impact van dit systeem op klimaat en biodiversiteit). Niet-financiële bedrijven zijn ook bij het TCFD-onderzoek betrokken geweest, daar financiële instellingen inzichten nodig hebben van bedrijven voor hun scope 3 rapportages. In 2017 heeft de TCFD haar eindrapport gepresenteerd, waar sindsdien elk jaar een statusrapport aan toegevoegd wordt.

<sup>106</sup> Carbon Delta is als zelfstandige onderneming begonnen maar inmiddels onderdeel van MSCI, dat wereldwijd een van de grootste aanbieders is van analytische gereedschappen en indexen voor financiële instellingen. *VaR* staat voor *Value at Risk*.

De inhoudelijke kracht van het TCFD-raamwerk is gelegen in een aantal zaken. Allereerst zijn de aanbevelingen omvangrijk en adresseren zij de invloed van duurzaamheidsrisico's op het totale ondernemerschap van instellingen. Het raamwerk is daarmee veel meer dan een set van formules, algoritmes of andersoortige methode om duurzaamheidsrisico's te vatten. Daarnaast zijn de aanbevelingen verfijnd, sluiten zij aan bij bestaande (internationale en Nederlandse) wetgeving en rapportagepraktijken en zijn ze aangevuld met (gedeeltelijk sectorspecifieke) implementatiehandleidingen waardoor instellingen in staat gesteld worden er direct mee aan de slag te gaan. Ook kan het raamwerk op geharmoniseerde manier geïmplementeerd worden, zowel in verschillende landen als bij verschillende soorten financiële instellingen.

Het TCFD-rapportageraamwerk wordt gedragen door vier pijlers, die adresseren hoe instellingen rapporteren over (i) hoe zij duurzaamheidsrisico's integreren in de *governance*, (ii) hoe zij zich via hun bedrijfsvoering, strategie en financiële planning weerbaar maken tegen duurzaamheidsrisico's, (iii) hoe zij duurzaamheidsrisico's meenemen in het identificeren, beoordelen en beheersen van risico's, en (iv) welke methodes, data en KPI's ze gebruiken om zowel relevante duurzaamheidsrisico's als -mogelijkheden te adresseren. Op dit laatste punt specificereert het TCFD-raamwerk bijvoorbeeld dat instellingen zouden moeten rapporteren over de methoden die ze gebruiken om duurzaamheidsrisico's in kaart te brengen, hoe deze methoden geïntegreerd gebruikt worden bij de strategie en het risicomanagement, wat (gegeven de samenhang tussen duurzaamheidsimpact en -risico's) de scope 1, 2 en 3 uitstoot is, en welke KPI's instellingen gebruiken om zich te weren tegen duurzaamheidsrisico's.

Het valt op dat het TCFD-rapportageraamwerk met deze vier pijlers veel specifiek is in hetgeen waarover transparantie geëist wordt dan de hiervoor besproken EU-richtlijnen. Als het bijvoorbeeld om *governance* gaat, beveelt de TCFD aan te rapporteren hoe vaak en op welke manier het bestuur van een instelling precies geïnformeerd wordt over duurzaamheidsrisico's, hoe precies het bestuur voortgang ten aanzien van de duurzaamheidsrisico-KPI's monitort en beoordeelt, of de verantwoordelijkheid voor duurzaamheidsrisico's belegd zijn op senior management-niveau, aan wie deze verantwoordelijke intern rapporteert en hoe zij dit doet. Op het gebied van strategie beveelt de TCFD onder andere transparantie aan ten aanzien van wat instellingen überhaupt als korte, middellange en lange termijn beschouwen, welke duurzaamheidsrisico's zich per horizon voordoen, hoe hun producten en diensten, waardeketens, investeringen in onderzoek en ontwikkeling, adaptatie- en mitigeringsmaatregelen en operationele activiteiten beïnvloed worden door duurzaamheidsrisico's, hoe duurzaamheidsrisico's bijvoorbeeld operationele kosten en inkomsten, kapitaalskosten en toegang tot kapitaal beïnvloeden en hoe de strategie zowel beïnvloed wordt door duurzaamheidsrisico's als deze risico's adresseert. Op het gebied van risicomanagement wordt bijvoorbeeld aanbevolen niet alleen transparant te zijn over de processen die gebruikt worden om de omvang van duurzaamheidsrisico's in te schatten, maar ook de gebruikte duurzaamheidsrisico-terminologie expliciet te maken.

Het TCFD-raamwerk behelst meer dan rapportage alleen. Niet alleen biedt zij namelijk een kader voor hoe instellingen over duurzaamheidsrisico's kunnen rapporteren; ook biedt zij een handvat voor hoe deze duurzaamheidsrisico's in eerste instantie überhaupt in kaart gebracht kunnen worden. Juist omdat duurzaamheidsrisico's met een marge van onzekerheid zijn omgeven, beveelt de TCFD aan gebruik te maken van scenarioanalyses. Via scenarioanalyses stellen instellingen zichzelf in staat

strategieën te ontwikkelen die robuust zijn ten aanzien van een onzekere toekomst, daar wat het bedrijf doet weerbaar moet zijn in verschillende toekomstscenario's. We weten immers nog niet hoeveel graden de aarde in 2100 opgewarmd zal zijn. Of dit 2°C of bijvoorbeeld 3.5°C is, maakt veel uit voor of instellingen wel of niet bepaalde risico's lopen. Zelfs het verschil tussen 1.5°C en 2°C is zeer substantieel, waardoor de initiatiefnemers de noodzaak inzien van een 1.5°C-scenario van de IEA. In de context van duurzaamheidsrisico's, zo stelt de TCFD, kunnen scenarioanalyses zich daarom richten op de weerbaarheid van de balans of delen van de balans van instellingen (in termen van bijvoorbeeld kosten/baten, niet-presterende leningen, kapitaalkosten) onder verschillende scenario's van opwarming van de aarde, zoals het scenario waarin een economie zodanig transformeert dat nationale klimaatdoelstellingen gehaald worden (de Parijsdoelstellingen) en een scenario waarin geen transitie plaatsvindt. De scenarioanalyses kunnen zowel een kwantitatieve als kwalitatieve component hebben. Het gebruik van ondersteunende methoden als PCAF, PACTA en Carbon Delta VaR kan aangevuld worden met beschrijvingen van mogelijke bedrijfskundige en maatschappelijke gevolgen onder de verschillende opwarmscenario's, om zo bijvoorbeeld prijsstabiliteitsrisico's als gevolg van materiaalschaarste inzichtelijk te maken. Op het gebied van fysieke risico's zijn de looptijd, (in)flexibiliteit, locatie en waterafhankelijkheid van activa indicatoren om risico-inschattingen op te baseren. In rapportages moedigt de TCFD instellingen vervolgens aan transparant te zijn over de door hun gebruikte assumpties, parameters, methoden en consistentie over jaren heen en onafhankelijke *assurance* door een accountant na te streven.

De TCFD-aanbevelingen hebben de laatste jaren veel aandacht gekregen. De huidige groep van bedrijven en financiële instellingen die de TCFD-aanbevelingen heeft ondertekend, heeft een balanstotaal van ruim € 100 biljoen en bestaat naast grote internationale spelers uit bijvoorbeeld ING, ABP, Nationale Nederlanden (NN), Aegon, Pensioenfonds Metaal (PMT), PME, Pensioenfonds Zorg en Welzijn (PFZW), PGGM, AkzoNobel en Unilever.<sup>107</sup> Tegelijkertijd rapporteert nu zo'n tachtig procent van de wereldwijd 1100 grootste bedrijven in meerdere of mindere mate langs de lijnen van de TCFD-aanbevelingen en gebruikt driekwart van de (gepeilde) wereldwijde investeerders op het TCFD-raamwerk geleeste rapportages in investeringsbeslissingen.<sup>108</sup> Verschillende van deze bedrijven, zoals Citi en Unilever, hebben inmiddels scenarioanalyses langs de TCFD-lijnen uitgevoerd. Het TCFD-raamwerk is dusdanig volwassen dat Frankrijk, Zweden en het Verenigd Koninkrijk besloten hebben om niet-financiële rapportage (gedeeltelijk) gebaseerd op het TCFD-raamwerk verplicht te stellen.<sup>109</sup> Ook hebben vele partijen – wereldwijd maar ook in Nederland – in het kader van de *Principles for Responsible Investment* (waarover later meer) zich eraan gecommitteerd om vanaf boekjaar 2020 een gedeelte van het TCFD-raamwerk te gebruiken (governance en strategie) in hun niet-financiële rapportage.<sup>110</sup>

Verschillende van de deelnemende instellingen benadrukken, zo blijkt uit het TCFD-statusrapport, dat het uitvoeren van scenarioanalyses niet zonder uitdagingen is. Dit is niet verrassend, gegeven het onzekere

<sup>107</sup> TCFD: «Statement of Support and Supporting Companies». Juni 2017.

<sup>108</sup> Zie speech Mark Carney van December 2019 op de COP25 in Madrid.

<sup>109</sup> Zie bijvoorbeeld de Government Offices of Sweden: «France and Sweden step up their collaboration on green finance to boost the transition towards low-carbon and climate-resilient economies». 8 december 2017.

<sup>110</sup> UN Principles for Responsible Investment: «TCFD-based reporting to become mandatory for PRI signatories in 2020». 18 februari 2019.

karakter van duurzaamheidsrisico's en het feit dat veel instellingen nog weinig ervaring hebben met scenarioanalyses in algemene zin.<sup>111</sup>

Tegelijkertijd wordt het TCFD-raamwerk internationaal als dusdanig substantieel en haalbaar gezien dat initiatieven ontstaan om scenarioanalyses en rapportages volgens dit raamwerk te verplichten. Zo kondigde de Bank of England (BoE) in december 2019 aan dat ze stresstesten gaat uitvoeren om te beoordelen in welke mate banken en verzekeraars weerbaar zijn tegen zowel fysieke klimaateffecten als transitierisico's. Het zal een anonieme test worden, waarbij de BoE in eerste instantie alleen de geaggregeerde resultaten zal publiceren en geen individuele instellingen zal noemen. Ze sluit niet uit dit later wel te doen als blijkt dat er te weinig progressie is gemaakt. Ook stelt de BoE dat de stresstest uitgevoerd zal worden om duurzaamheidsrisico's inzichtelijk te maken en niet per se om kapitaalstandaarden te verhogen. In de stresstest maakt de BoE gebruik van de TCFD-aanbevelingen omtrent scenarioanalyses, waarbij ze financiële weerbaarheid zal testen tegen (i) een scenario van klimaatactie dat gekoppeld is aan een 2°C-traject, (ii) een scenario van verlate klimaatactie en noodmaatregelen en (iii) een 4°C-scenario waarin klimaat- en biodiversiteitsextremen – en daarmee fysieke risico's – zullen toenemen.<sup>112</sup>

## **Het Ministerie van Financiën: marktinterventies**

### *Groene obligaties*

Naast reeds behandelde beleidsmaatregelen en initiatieven kan invloed uitgeoefend worden op de verduurzaming van de financiële sector via financiële instrumenten vanuit de overheid zelf. Eén van deze instrumenten is de uitgifte van groene obligaties door de Minister van Financiën. Groene obligaties zijn obligaties waarvan de opbrengst gebruikt wordt om groene investeringen te doen. In mei 2019 gaf het Ministerie van Financiën voor de eerste keer groene obligaties uit, waarbij € 6 miljard is opgehaald. De vraag naar de obligaties was beduidend groter; de Staat had € 21 miljard op kunnen halen. De Minister geeft aan met groene staatsobligaties een bijdrage te leveren aan de verdere ontwikkeling van de groene kapitaalmarkt in Nederland.<sup>113</sup>

Zoals reeds in deze nota aangegeven, zien de initiatiefnemers het als een positieve ontwikkeling dat het Ministerie van Financiën reeds ervaring heeft opgedaan met de uitgifte van groene obligaties. Het gegeven dat groene obligaties hierbij enkel gebruikt zijn voor reeds geplande investeringen, betekent volgens de initiatiefnemers niet dat de uitgifte van groene obligaties zoals deze gedaan is, niet bevorderlijk is voor de markt voor groene financieringen. Het is allereerst een goede zaak dat het ministerie ervaring op doet met de uitgifte van financiële producten die aan bepaalde duurzaamheidsstandaarden dienen te voldoen. Daarnaast is het risico van groene obligaties laag doordat ze door de staat worden uitgegeven. Op de lange termijn betekent dit dat de financieringskosten van groene investeringen zullen dalen. Dit kan voor de overheid op de langere termijn een impuls vormen om groene investeringen te doen die anders niet gedaan zouden zijn.

<sup>111</sup> Zie TCFD: «2019 Status Report». Juni 2019.

<sup>112</sup> Zie Financial Times: «Bank of England to set up tough climate stress tests». 18 december 2019.

<sup>113</sup> Zie 32 013, nr. 220.



Tegelijkertijd zijn de initiatiefnemers van mening dat er een onbenut potentieel is om de impact van de uitgifte van obligaties op vergroening in de toekomst verder te vergroten. De initiatiefnemers hebben in dit licht twee specifieke voorstellen gedaan (het gebruiken van groene obligaties voor aanvullende investeringen en het uitgeven van transitionele obligaties).

#### *Invest-NL*

Een ander mechanisme waarmee de overheid positieve duurzaamheids-impact poogt te bewerkstelligen is het zeer recent opgerichte Invest-NL. De kapitaalstorting voor Invest-NL bedraagt € 2,5 miljard en wordt jaarlijks aangevuld met € 10 miljoen subsidie. Hiermee wordt gepoogd investeringen in bedrijven en projecten mogelijk te maken die anders vanwege terugverdientijden of een hoger risicoprofiel onvoldoende financiering van de markt aan zouden kunnen trekken. Daarbij wordt Invest-NL opgezet als revolverend fonds (zij heeft in principe als uitgangspunt onder aan de streep geen verlies te lijden op haar portefeuille), onder andere om te waarborgen dat haar investeringen niet meegeteld worden voor het EMU-saldo. De verantwoordelijkheid voor het (staats)aandeelhouderschap van Invest-NL ligt bij de Minister van Financiën, zwaarwegende besluiten worden gezamenlijk genomen door de ministers van Financiën, EZK en BuHa-OS. Invest-NL wil zich bij het «opvangen» van financieringen die nu niet marktgeschikt zouden zijn, nadrukkelijk richten op investeringen die de «maatschappelijke transitie» kunnen versnellen, bijvoorbeeld via het opwekken van duurzame energie en de verduurzaming van de land- en tuinbouw.

Er is veel debat geweest over de missie en focus van Invest-NL. Invest-NL komt in principe in de buurt van het model van een groene investeringsbank, maar leek daar aanvankelijk niet helemaal op. Zo werd aangegeven dat Invest-NL zich niet alleen op vergroening zou richten, maar bijvoorbeeld ook zou gaan investeren in de groei van start- en scale-ups en de internationale vermarkting van Nederlandse producten.<sup>114</sup> Naar aanleiding hiervan hebben de Raad van State en de Algemene Rekenkamer gesteld dat er meer helderheid zou moeten komen ten aanzien van de doelstellingen, taken en criteria van Invest-NL.<sup>115</sup> De focus is zowel van belang voor de effectiviteit van Invest-NL zelf als voor het goed kunnen verantwoorden en controleren van hetgeen Invest-NL doet.

Inmiddels is meer bekend over de daadwerkelijke invulling van de rol van Invest-NL. Deze stemt de initiatiefnemers positief. Uit bijvoorbeeld het rondetafelgesprek verduurzaming financiële sector van december jl. blijkt dat er met name met betrekking tot transitionele investeringen vanuit de financiële sector, vraag is naar gezamenlijke investeringen waarin de overheid dat stukje risico kan nemen dat de markt nu nog niet kan nemen. Deze rol lijkt Invest-NL nu te gaan vervullen, daar zij zich de komende jaren expliciet zal richten op het mogelijk maken van financieringen die de energietransitie aanjagen. Invest-NL zal daarbij veel investeren via *partnerships*, waardoor grotere financieringsprojecten doorgang kunnen vinden juist door het extra risico dat Invest-NL bereid is te nemen. Invest-NL kan geleidelijk terugtreden op het moment dat de markt het zelf aankan om een transitie te financieren en kan op dat moment haar bakens verzetten richting nieuwe transitionele domeinen. Door het doel om aanvullend te zijn te operationaliseren, wordt gewaarborgd dat de

<sup>114</sup> Zie 32 013, nr. 220 en 28 165, nr. 281.

<sup>115</sup> Zie 35 123, nr. 4 en de Algemene Rekenkamer: «Brief overleg op grond van art. 7.40 CW 2016 over oprichting Invest-NL».

thematische focus van Invest-NL aansluit bij maatschappelijke prioriteiten en haar rol goed aansluit bij waar de markt nu tekortschiet.

De initiatiefnemers vinden het een goede zaak dat er investeergeld vrijkomt om projecten en bedrijven te ondersteunen die een belangrijke rol hebben in de transitie naar een duurzame economie. Richting de komende jaren is voor de initiatiefnemers van blijvend belang dat Invest-NL (i) daadwerkelijk aanvullend blijft, (ii) de eis om revoluerend te zijn deze aanvullende rol niet teveel in de weg zit en (iii) Invest-NL aanvullend is op bestaande hoogrisicofinanciers, zoals *venture capitalists*.

#### *Overig*

Een laatste manier waarop het Ministerie van Financiën invloed heeft op de markt is via de Regeling Groenprojecten. Deze regeling heeft tot doel groene doch laagrenderende beleggingen aantrekkelijker te maken door deze vrij te stellen in Box III en een heffingskorting op inkomstenbelasting op deze beleggingen van toepassing te laten zijn. Daarmee kunnen ondernemers een project dat voldoet aan de regelingscriteria tegen lagere rente financieren. De regeling wordt op dit moment geëvalueerd.

### **De toezichthouders: eigen initiatieven en activiteiten**

#### *DNB*

Zoals uiteengezet heeft DNB een prudentiële rol. Wat duurzaamheid betreft is zij daarom primair gericht op risico's en niet op het aanjagen van vergroening.

DNB heeft in de afgelopen jaren op een aantal manieren actief aandacht besteed aan duurzaamheidsrisico's in haar toezicht. Op het meest basale niveau heeft DNB in het kader van de discussie over brede welvaart sinds een aantal jaren het bijdragen aan «duurzame welvaart» in haar kernmissie opgenomen. DNB geeft hier op verschillende manieren invulling aan.

Allereerst analyseert DNB het karakter van duurzaamheidsrisico's en hoe deze zich vertalen naar prudentiële risico's. Over deze analyses rapporteert DNB. Bovendien zal DNB ten aanzien van duurzaamheidsrisico's signalementen maken als vanuit prudentieel oogpunt kritische grenzen bereikt worden. Om duurzaamheidsrisico's te analyseren maakt DNB gebruik van algemene onderzoeken naar duurzaamheidsrisico's, impactanalyses en stresstesten. Deze dienen recht te doen aan de eerder besproken onzekerheid waarmee de transitie omgeven is. In impactanalyses wordt gekeken naar de effecten van mogelijke beleidsmaatregelen op financiële instellingen. In stresstesten wordt financiële weerbaarheid onder verschillende scenario's getest.

In 2016 heeft DNB een onderzoek gepubliceerd naar duurzaam beleggen in de pensioensector. Uit dit onderzoek blijkt dat de groei van duurzame beleggingen door pensioenfondsen door zal zetten, waarbij zowel het aantal pensioenfondsen dat duurzaam belegt als het aanbod in duurzame beleggingsproducten groeit en de manier waarop pensioenfondsen invulling geven aan duurzaam beleggingsbeleid is verbreed.<sup>116</sup> In 2017 heeft DNB een klimaatstresstest uitgevoerd die gericht is op de fysieke risico's die schadeverzekeraars lopen door extremere weersomstandigheden. Daarnaast heeft DNB in 2017 een meer algemeen verkennend onderzoek gedaan naar de manier waarop fysieke- en transitierisico's de

<sup>116</sup> DNB: «Duurzaam beleggen in pensioensector groeit door». 23 september 2016.

soliditeit van de Nederlandse financiële sector beïnvloeden. Onderdeel van dit onderzoek is een inzicht in de omvang van CO<sub>2</sub>-intensieve portefeuilles van financiële instellingen. Daarnaast legt dit onderzoek een sterke nadruk op de fysieke duurzaamheidsrisico's voor verzekeraars, waarmee het een aanzet heeft gevormd voor de hiervoor genoemde stresstest.<sup>117</sup> Tegelijkertijd is het onderzoek, in de kwantificering van duurzaamheidsrisico's, niet zo vergaand als de eerste op de volledige Nederlandse financiële sector toegespitste klimaatstresstest die DNB in 2018 uitgevoerd en gepubliceerd heeft.<sup>118</sup> In deze stresstest heeft DNB verschillende scenario's uiteengezet die mogelijke klimaatontwikkelingen representeren. Vervolgens heeft DNB in kaart gebracht wat de financiële stabiliteitseffecten voor de Nederlandse financiële sector zijn in elk van de vier scenario's. De scenario's richten zich op transitierisico's, meer specifiek op mogelijke verlopen van de energietransitie, die uiteindelijk meer maar zeker ook minder geleidelijk zou kunnen plaatsvinden. De vier scenario's zijn uitgewerkt aan de hand van de variabelen «actief overheidsbeleid» en «technologische doorbraken» (waarbij beide aan- en afwezig kunnen zijn of één van beide aanwezig kan zijn). De verliezen voor de financiële sector zijn vervolgens geschat door te analyseren welke macro- en meso-economische schokken welke investeringen van financiële instellingen raken.

De algemene stresstest is in methodologische opzet wezenlijk anders dan de eerder besproken aangekondigde stresstest van de Bank of England. Centraal verschil hierbij is dat DNB aan de hand van data over uitzettingen van instellingen *zelf* een risicobeoordeling heeft gemaakt onder verschillende scenario's van transitie, terwijl de BoE van banken zal vragen om hun weerbaarheid ten aanzien van duurzaamheidsrisico's te testen via scenario's – scenario's die bovendien niet het verloop van de energietransitie maar het aantal graden Celsius opwarming als uitgangspunt nemen.

In aanvulling op de verzekeraarsstresstest uit 2017 en de algemenere klimaatstresstest uit 2018 heeft DNB in 2019 een onderzoek («*Op waarde geschat?*» genaamd) gepubliceerd naar de samenhang tussen sociale en milieugerelateerde risico's (met de *Sustainable Development Goals* als uitgangspunt) enerzijds en de financiële soliditeit van de Nederlandse financiële sector anderzijds.<sup>119</sup>

Uit zowel de partiële als volledige klimaatstresstesten als de *Veilig achter de dijken?*- en *Op waarde geschat?*-onderzoeken blijkt dat de Nederlandse financiële sector – zoals besproken – significante duurzaamheidsrisico's loopt met haar uitzettingen. Hieruit voortvloeiend heeft DNB instellingen in algemene zin opgeroepen substantiële aandacht te besteden aan duurzaamheidsrisico's op alle niveaus van hun strategie, investeringen en bedrijfsvoering. Daarnaast heeft DNB duurzaamheidsrisico's waar relevant opgenomen in haar beoordelingskaders en geagendeerd bij gesprekken met onder toezicht staande instellingen.

In aanvulling op het in kaart brengen van de invloed van duurzaamheidsrisico's op de soliditeit van de Nederlandse financiële sector heeft DNB het streven een «thought leader» te zijn op het gebied van duurzaamheidsrisico's en haar invloed richting collega-toezichthouders in Nederland en

<sup>117</sup> DNB: «De Nederlandse financiële sector veilig achter de dijken? Een nadere verkenning naar klimaatgerelateerde financiële risico's». 5 oktober 2017.

<sup>118</sup> Zie voor een uitgebreide discussie hiervan Vermeulen, Schets, Lohuis, Kölbl, Jansen en Heeringa: «An energy transition risk stress test for the financial system of the Netherlands». 2018. Deze DNB Occasional Study gaat dieper in op de gebruikte methodologie en geeft meer gedetailleerde resultaten van de stresstest.

<sup>119</sup> DNB: «Op waarde geschat? Duurzaamheidsrisico's en -doelen in de Nederlandse financiële sector». 12 januari 2019.

internationaal aan te wenden om verdere integratie van duurzaamheidsrisico's in (internationaal) toezicht te bewerkstelligen. De twee meest substantiële initiatieven waar DNB bij betrokken is, zijn het *Network for Greening the Financial System* (NGFS) en het Platform voor Duurzame Financiering. Het NGFS is een wereldwijd netwerk van inmiddels tientallen centrale banken en internationale organisaties die onderzoek doet naar, kennis en best practices deelt over en aanbevelingen doet richting toezichthouders en beleidsmakers ten aanzien van de aanpak van duurzaamheidsrisico's. Als één van de acht *founding members* en met DNB-directeur Elderson als huidige voorzitter heeft DNB een voortrekkersrol in het NGFS. Het Platform voor Duurzame Financiering is in 2016 door DNB opgericht. Het platform – waar naast DNB de ministeries van Financiën en van EZK, de AFM, de NVB, het Verbond van Verzekeraars, de *Dutch Fund and Asset Management Association* (DUFAS), de Pensioenfederatie, Invest-NL en het *Sustainable Finance Lab* (SFL) in vertegenwoordigd zijn – heeft als doel samenwerking te stimuleren en aandacht voor duurzaamheid te vergroten, met nadruk op alle relevante ESG-factoren. Via het platform kunnen instellingen het initiatief nemen om een thematische werkgroep te starten die een onderwerp uitwerkt en deze presenteert aan het platform. Het platform bespreekt de bevindingen elk halfjaar en publiceert de eindrapporten nadien. Naast het NGFS en het Platform voor Duurzame Financiering is DNB in het recente verleden betrokken geweest bij de eerdergenoemde HLEG. Ook is DNB – net als het Ministerie van Financiën overigens – sinds begin 2017 lid van de *G20 Green Finance Study Group* (GFSG), een internationale coalitie die als doel heeft om mogelijkheden te onderzoeken om vergroening via private investeringen aan te jagen.

Ten vierde brengt DNB in kaart op welke manier financiële instellingen mogelijk hinder ondervinden in het vergroenen en duurzaamheidsrisico-bestendig maken van hun portefeuille. DNB heeft in dit kader eerder (in 2015 en 2018) onderzoek gedaan naar welke stappen pensioenfondsen zouden kunnen zetten om aan de vereiste standaarden te voldoen met betrekking tot vergroening en weerbaarheid ten aanzien van duurzaamheidsrisico's.<sup>120</sup>

Tenslotte zal DNB komende jaren onderzoeken hoe duurzaamheidsrisico's systematischer geïntegreerd kunnen worden in de toezichtspraktijk. Daarbij zal zij onder andere aandacht besteden aan duurzaamheidsrisico's in het opleiden van toezichthouders.<sup>121</sup>

#### AFM

Net als DNB heeft de AFM het element «duurzaam» geïncorporeerd in haar kernmissie.<sup>122</sup> Vanuit deze kernmissie raakt het werk van de AFM op verschillende manieren aan duurzaamheidsimpact en -risico's. Zo houdt de AFM toezicht met betrekking tot de transparantiestandaarden zoals uiteengezet via de nationale implementatie van Europese richtlijnen van MiFID II, IORP II en Solvency II en nationale wetgeving zoals de Wet toezicht financiële verslaggeving en de Pensioenwet. Daarnaast zijn initiatieven als de groene taxonomie van belang voor de AFM wegens de effecten en risico's die het wel of niet voldoen aan de taxonomie kan hebben voor financiële partijen. Aanvullend aan haar kerntaak toezicht te houden op de naleving van (Europese) wet- en regelgeving, doet de AFM

<sup>120</sup> Zie link naar beide documenten via <https://www.toezicht.dnb.nl/2/50-237865.jsp>

<sup>121</sup> Zie DNB: «Visie op Toezicht 2018–2022», p. 26.

<sup>122</sup> De kernmissie luidt: «De AFM maakt zich sterk voor eerlijke en transparante financiële markten. Als onafhankelijke gedragstoezichthouder dragen wij bij aan duurzaam financieel welzijn in Nederland».

onderzoek naar de toepassing van geïntegreerde verslaggeving onder beursgenoteerde bedrijven. Op dit vlak heeft de AFM ten eerste een verkennend consumentenonderzoek gedaan naar de mate waarin verwachtingen van de consument overeenkomen met de wijze waarop productproposities zijn ontwikkeld en in de markt worden gezet. De resultaten hiervan helpen de AFM het beslisproces van klanten inzichtelijk te maken en te monitoren hoe producten aansluiten bij wat klanten verwachten. Ten tweede heeft de AFM – in aanvulling op het reeds bediscussieerde onderzoek van eind 2018 – onderzoek gedaan naar de manier waarop instellingen rapporteren over niet-financiële informatie, waarbij zij aangegeven heeft dat bewustzijn over geïntegreerde stappen aan het groeien is, maar verdere stappen noodzakelijk zijn.<sup>123</sup>

Naast het doen van onderzoek inventariseert de AFM de risico's die gepaard gaan met de snel groeiende markt voor groene obligaties, is zij net als DNB lid van het Platform voor Duurzame Financiering en heeft zij, in het kader van de Europese beleidsontwikkelingen, samen met de Franse zusterorganisatie *Autorité des marchés financiers* (AMF) een internationaal samenwerkingsverband gericht op duurzaamheidsvraagstukken opgericht.<sup>124</sup>

#### *Internationaal toezicht en internationale standaarden*

De Europese supervisieautoriteiten (EBA, ESMA en EIOPA) geven primair aandacht aan verduurzaming door de uitwerking en naleving van relevante Europese regelgeving en richtlijnen, in het bijzonder het eerder besproken EU Actieplan duurzame financiering en thematisch aangelegen richtlijnen. De ESA's hebben in hun mandaat recentelijk dan ook expliciet de ruimte gekregen om rekening te houden met duurzaamheidsrisico's.<sup>125</sup> Vanuit dit mandaat houdt ESMA als onderdeel van MiFID II op dit moment bijvoorbeeld toezicht op de manier waarop over ESG-factoren gerapporteerd en over duurzaamheidsrisico's gecommuniceerd wordt.<sup>126</sup> EIOPA doet op dit moment hetzelfde voor Solvency II, onder andere door onderzoek uit te voeren naar en advies te geven over de manier waarop duurzaamheidsrisico's geïntegreerd kunnen worden in de kapitaalvereisten voor de verzekeringssector.<sup>127</sup> Daarnaast geven zowel EIOPA als DNB (als uitvoerend toezichthouder) invulling aan de Solvency II-vereisten niet alleen met betrekking tot transparantie (zoals reeds bediscussieerd) maar ook met betrekking tot kapitaalvereisten. Onder Solvency II zijn verzekeraars verplicht rekening te houden met extreem weer door hiervoor extra kapitaalreserves aan te houden. In totaal houden Nederlandse verzekeraars op dit gebied rekening met ongeveer € 5 miljard aan extra schade voor storm en € 500 miljoen voor hagel.<sup>128</sup>

Het meest recente Bazel-pakket met bancaire kapitaalstandaarden neemt duurzaamheidsrisico's niet expliciet mee in de risicogewichten voor verschillende soorten investeringen die banken moeten hanteren voor het berekenen van hun kapitaalvereisten. Aan een minder ambitieuze agenda op het gebied van kapitaalstandaarden wordt op dit moment invulling gegeven door de EBA. Meer specifiek heeft de EBA – naast de uitwerking van de groene taxonomie – met betrekking tot duurzaamheidsrisico's drie mandaten. Een van die mandaten betreft het ontwikkelen van harmoni-

<sup>123</sup> AFM: «Bewustzijn geïntegreerde verslaggeving groeit, verdere stappen nodig». 18 november 2016.

<sup>124</sup> AFM: «Aandacht voor duurzaamheid in de financiële sector». 2019.

<sup>125</sup> Zie artikel 23.1. van Verordening (EU) Nr. 1093/2010.

<sup>126</sup> Zie website ESMA, Policy Activities: «Sustainable Finance».

<sup>127</sup> EIOPA: «EIOPA issues opinion on sustainability within Solvency II». 30 september 2019.

<sup>128</sup> DNB: «De Nederlandse financiële sector veilig achter de dijken? Een nadere verkenning naar klimaatgerelateerde financiële risico's». 5 oktober 2017.

seerbare definities en criteria om ESG-factoren te integreren in het prudentiële supervisie kader van Europese toezichthouders. Het tweede mandaat betreft het uitwerken van technische standaarden voor niet-financiële rapportage-eisen die gesteld worden aan beursgenoteerde bedrijven. Het derde mandaat heeft in de toekomst mogelijk substantiële effecten en behelst een onderzoek naar de vraagstukken (i) of in de herziening van het kapitaaleisen raamwerk voor Europese banken duurzaamheidsrisico's een expliciete rol zou moeten krijgen, bijvoorbeeld door criteria te ontwikkelen om fysieke- en transitierisico's in te schatten, (ii) hoe zwaar deze risico's betrekking hebben op uitzettingen (dit betekent dat de EBA, net als DNB en de BoE nu al doen, klimaatgeoriënteerde stresstesten gaat uitvoeren), en (iii) wat de mogelijke effecten van op duurzaamheidsrisico gebaseerde kapitaaleisen zijn. Onderzoeksfase (i) zal naar verwachting tot medio 2021 duren, daarna zal de EBA aan de slag gaan met klimaatstresstesten. Naar verwachting zal het onderzoek naar de integratie van duurzaamheidsrisico's in het kapitaaleisen raamwerk medio 2025 voltooid zijn.<sup>129</sup> In deze nota is eerder uiteengezet dat de initiatiefnemers van mening zijn dat het mandaat van de EBA weinig ambitieus is. De initiatiefnemers hebben in dat licht een voorstel gedaan om duurzaamheidsrisico's nu al mee te laten wegen in de kapitaaleisen die toezichthouders aan banken stellen. Dit valt binnen het huidige mandaat dat toezichthouders vanuit pijler 2 van het Bazelse supervisie raamwerk hebben.

Naast het werk van de ESA's is een veelbesproken vraagstuk op internationaal niveau welke rol de ECB zou moeten spelen om niet alleen adequaat toezicht te houden op duurzaamheidsrisico's, maar ook actief bij te dragen aan vergroening. Op dit moment is de ECB op drie gebieden in meer of mindere mate actief als het gaat om duurzaamheidsimpact en -risico's.<sup>130</sup> Als het gaat om bancaire supervisie heeft de ECB nog geen verwachtingen of richtlijnen uitgewerkt met betrekking tot duurzaamheidsrisico's. Wel werkt ze op dit punt in de vorm van bijvoorbeeld kennisdeling (ook via het NGFS) samen met nationale centrale banken. Op deze manier is hetgeen de ECB doet aanvullend aan de eerder beschreven inzet van DNB. Op het gebied van financiële stabiliteit doet de ECB daarnaast (dit is het tweede gebied) onderzoek naar duurzaamheidsrisico's.

Ten derde is de ECB actief ten aanzien van duurzaamheid via haar monetaire operaties. Hier is de laatste maanden veel discussie over ontstaan. De ECB heeft als onderdeel van haar programma tot kwantitatieve verruiming groene obligaties opgekocht (onder andere via de EIB). De ECB geeft hierbij aan dat dit «groene opkopen» niet moet leiden tot marktverstoringen en aan marktneutraliteitseisen moet voldoen. Marktneutraliteit wordt bereikt als het opkopen van activa niet leidt tot het hinderen van het functioneren van het prijsvormingsmechanisme op financiële markten. Hiermee hangt samen dat het opkoopprogramma een cyclisch karakter heeft, hetgeen betekent dat de ECB niet alleen in staat zou moeten zijn om een opkoopprogramma te beginnen, maar deze ook af te ronden zonder dat dit een vergaande invloed heeft op bijvoorbeeld de markt voor obligaties en groene financieringen. Het duurzaamheidsprofiel van de op dit moment onder het verruimingsprogramma opgekochte activa is vervuilender dan het marktgemiddelde. Dit heeft een tweetal redenen. Ten eerste zijn de regels voor het opkopen van activa gebonden aan traditionele kredietwaardigheidseisen die duurzaamheidsrisico's niet meenemen.<sup>131</sup> Deze regels zijn bovendien streng, waardoor het

<sup>129</sup> Zie «Sustainable finance» op de website van de European Banking Authority.

<sup>130</sup> Zie website ECB, Over, Organisatie: «Climate change and the ECB» voor een overzicht.

<sup>131</sup> Bijv. Financial Times: «Lagarde's green push in monetary policy would be a huge step». 2 december 2019.



voor de ECB niet zomaar mogelijk is om meer risicovolle maar groenere activa op te kopen. Ten tweede blijkt uit onderzoek dat de investeringsgraad van CO<sub>2</sub>-intensieve bedrijven over het algemeen hoger is dan schonere bedrijven, omdat het eerste soort bedrijven in relatieve en absolute zin meer investeert in (vervuilende) machines en fabrieken dan schonere bedrijven (die minder kapitaalintensief zijn). De marktneutraliteit waar ECB aan hecht leidt daarom tot een zogenaamde «carbon bias». <sup>132</sup> Als dit zo blijft, zorgt het duurzaamheidsprofiel van de door de ECB opgekochte portefeuille ervoor dat de ECB handelt in strijd met haar mandaat zoals vastgesteld in Artikel 127 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie.

Dit jaar zal de ECB onder het presidentschap van Christine Lagarde een strategische herijking doorgaan – de tweede in haar twintigjarige geschiedenis en de eerste sinds ruim vijftien jaar. De rol van duurzaamheidsimpact en -risico's in zowel prudentieel toezicht als monetair beleid zullen onderdeel zijn van deze herijking. Lagarde heeft reeds aangegeven dat duurzaamheidsrisico's een veel prominenter plek («mission-critical») zouden moeten krijgen in de activiteiten van de ECB. <sup>133</sup> Wat de consequenties hiervan zijn voor de rol van de ECB ten aanzien van zowel duurzaamheidsrisico's als -impact (via monetaire operaties) is nog niet bekend. De initiatiefnemers hebben de ECB daarom opgeroepen binnen bepaalde randvoorwaarden en ter uitvoering van haar primaire en secundaire mandaat meer proactief aandacht te besteden aan verduurzaming.

### **Overige initiatieven vanuit de sector zelf**

Er is reeds een aantal initiatieven ten aanzien van duurzaamheidsimpact en -risico's vanuit de sector zelf besproken, zoals PCAF, PACTA, het Klimaatakkoordcommitment en de Spitsbergenambitie. Enkele andere initiatieven zullen nu kort genoemd worden.

In september 2019 werden tijdens de klimaatweek bij de Algemene Vergadering van de VN in New York door een wereldwijde groep van banken de *UN Principles for Responsible Banking* (UN PRI) ondertekend. Het ondertekenen van deze principes heeft voor Nederlandse financiële instellingen niet direct grootschalige materiële effecten; onderdeel van de principes is het streven duurzaamheidsimpact inzichtelijk te maken en over reductiedoelstellingen te publiceren. De ondertekenende instellingen – zoals ING, ABN Amro, Rabobank en Triodos Bank – hebben dit streven reeds geëxpliciteerd via de Spitsbergenambitie en het Klimaatakkoord. De waarde van het ondertekenen zit daarom vooral in het internationaal bestendigen van nationaal reeds verankerde ambities. Hetzelfde geldt voor bijvoorbeeld de intenties zoals uiteengezet onder de vlag van het *Principles for Responsible Investment* netwerk, ondersteund door de VN, waar een groot aantal Nederlandse vermogensbeheerders en pensioenfondsen bij aangesloten zijn.

Ook de *Institutional Investor Group on Climate Change* (IIGCC), de *Portfolio Decarbonization Coalition* (PDC), de Dutch SDGI Agenda (een cross-sectoraal initiatief van 18 Nederlandse financiële instellingen dat in 2016 een halfjaar lang de grondbeginselen voor een Nederlandse SDG-investeringsagenda heeft uitgewerkt), de Code duurzaam beleggen ondertekend door verzekeraars in 2012 (inclusief een *comply-or-explain*-element), de Contourenagenda 2016 van de Pensioenfederatie, het

<sup>132</sup> Schoenmaker: «Greening Monetary Policy». Februari 2019. Zie ook Matikainen, Campiglio en Zenghelis: «The climate impact of quantitative easing». 30 mei 2017.

<sup>133</sup> Zie noot 148.

Servicedocument Verantwoord Beleggen van de Pensioenfederatie, het Sustainable Pension Investment Lab (SPIL, vanuit het *Sustainable Finance Lab*), de *Global Alliance for Banking on Values* (GABV, een wereldwijd samenwerkingsverband van waardengedreven banken) en de *European Fund and Asset Management Association*-werkgroep (EFAMA) *Responsible Investment* onder voorzitterschap van DUFAS behoren tot deze categorie. Daarnaast bieden initiatieven als het Expertisecentrum Financiering Duurzame Energieprojecten ondersteuning aan de sector door onder andere kennis en expertise samen te brengen en partijen op die wijze te ondersteunen om aan duurzaamheidsambities invulling te geven.

Gebaseerd op een aantal van de bovenstaande initiatieven (zoals de IIGCC en het PRI-netwerk) hebben investeerders in december 2017 de *Climate Action 100+* coalitie opgezet. Climate Action 100+ is een vijfjarige coalitie van wereldwijde investeerders om de partijen die de grootste uitstoot hebben (in zowel scope 1, 2 als 3) ertoe te bewegen de Parijsdoelstellingen te halen. Specifiek roept de coalitie daarom op om (i) een sterk *governance* kader voor duurzaamheidsimpact en -risico's te ontwikkelen, (ii) emissies door waardeketens heen te reduceren en (iii) meer transparantie over verduurzaming te geven via het TCFD-raamwerk. Meer dan 450 partijen hebben zich inmiddels bij het initiatief aangesloten, waaronder grote vervuilers als Møller-Maersk, Bayer, Daimler, Engie, Philips, Nestlé en Shell. De aangesloten partijen hebben een opgeteld balanstotaal dat groter is dan € 40 biljoen.

Aanvullend aan internationale initiatieven hebben banken, pensioenfondsen en verzekeraars ieder voor hun eigen sector een IMVO-convenant. Deze convenanten zijn primair gericht op vormen van duurzaamheid die minder direct betrekking hebben op duurzaamheidsimpact en -risico's, zoals sociale inclusie, en blijven in deze nota daarom buiten beschouwing. Wel zijn er in de IMVO-convenanten voor de verzekerings- en pensioensector afspraken gemaakt over beleid, transparantie en rapportages ten aanzien van ESG-factoren. Deze afspraken zijn in lijn met de geldende wettelijke vereisten op het gebied van transparantie en rapportage zoals uiteengezet.

Niet geheel vanuit de sector zelf maar wel met eenzelfde soort karakter (en daarom hier genoemd) is het participeren van de Minister van Financiën in een internationale coalitie van 39 Ministers van Financiën (waaronder die van Duitsland, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk) die tot doel heeft de cohesie van nationale en internationale actie met betrekking tot klimaatverandering aan te jagen om zo de Parijsdoelstellingen te kunnen halen. Deze coalitie werd gevormd tijdens de jaarvergadering van de Wereldbank en het IMF in 2018 en noemt zich de *Coalition of Finance Ministers for Climate Action* (CAPE).

ABP	Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds
AFM	Autoriteit Financiële Markten
AMF	Autorité des Marchés Financiers
BIS	Bank for International Settlements
BoE	Bank of England
BFFI	Biodiversity Footprint Financials and Industry
BNG	Bank Nederlandse Gemeenten
BuHa-OS	Buitenlandse Handel en Ontwikkelingssamenwerking
CAPE	Coalition of Finance Ministers for Climate Action
CRD	Capital Requirements Directive
CRR	Capital Requirements Regulation
DNB	De Nederlandsche Bank
DUFAS	Dutch Fund and Asset Management Association
EBA	European Banking Authority
ECB	Europese Centrale Bank
EFAMA	European Fund and Asset Management Association
EIB	Europese Investeringsbank
EIOPA	European Insurance and Occupational Pension Authority
EP	Europees parlement
ESA	Europese Supervisieautoriteit
ESCF	Eurosystem Collateral Framework
ESG	Environmental, Social and Governance
ESMA	European Securities and Markets Agency
ESRB	European Systemic Risk Board
EU CTB	EU Climate Transition Benchmark
EU PAB	EU Paris-Aligned Benchmark
EZK	Economische Zaken en Klimaat
FMO	Financiering- Maatschappij voor Ontwikkelingslanden
FSB	Financial Stability Board
GABV	Global Alliance for Banking on Values
GFSG	G20 Green Finance Study Group
HLEG	High-Level Expert Group
IASB	International Accounting Standards Board
IEA	International Energy Association
IFRS	International Financial Reporting Standard
IIGCC	Institutional Investors Group on Climate Change
IMVO	Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen
IORP II	Institutions for Occupational Retirement Provision II
KPI's	Key Performance Indicators
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II
NACE	Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté Européenne
NCP	Nationaal Contactpunt
NFRD	Niet-financiële rapportagerichtlijn (Non-Financial Reporting Directive)
NGFS	Network for Greening the Financial System
NIO	Nederlandse Investeringsbank voor Ontwikkelingslanden
NLFI	NL Financial Investments
NN	Nationale Nederlanden
NWB	Nederlandse Waterschapsbank
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
OOB	Organisatie van Openbaar Belang
PACTA	Paris Agreement Capital Transition Assessment
PBL	Planbureau voor de Leefomgeving
PCAF	Partnership for Carbon Accounting Financials
PDC	Portfolio Decarbonization Initiative
PFZW	Pensioenfonds Zorg en Welzijn
PMT	Pensioenfonds Metaal
SER	Sociaal Economische Raad
SFL	Sustainable Finance Lab

SPIL	Sustainable Pension Investment Lab
SRM	Single Resolution Mechanism
SREP	Supervisory Review and Evaluation Process
TCFD	Taskforce on Climate-related Financial Disclosures
TEG	Technical Expert Group
UN PRB	UN Principles for Responsible Banking
UN PRI	United Nations Principles on Responsible Investment
VBDO	Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling
WRR	Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid