

Uw naam en organisatie

Rens van Tilburg namens het Sustainable Finance Lab

Consultatiedocument
ten behoeve van conceptpaper van de
Werkgroep Belemmeringen & Stimulansen
versie conceptpaper 7 juni 2017
Retour per 21 juli 2017

- Alle geïnteresseerde partijen worden vriendelijk gevaagd dit consultatiedocument in te vullen.
- Maak daarvoor gebruik van de relevante tekstboxen hieronder. Per tekstbox kunt u zo veel tekst kwijt als u wilt.
- Stuur uw feedback uiterlijk 21 juli COB retour naar m.vleeschhouwer@dnb.nl

<p>Algemene opmerkingen</p>	<p>Het SFL heeft veel waardering voor de inzet van DNB en AFM om een middels de werkgroep 'belemmeringen' een discussie over ook de eigen rol bij duurzame financiering te starten.</p> <p>Daarbij merken wij wel op dat het voor marktpartijen ingewikkeld kan zijn om met de toezichthouder een dergelijk gesprek te voeren. Zeker waar belemmeringen gelegen liggen in verschillende interpretaties, percepties en onduidelijkheden rondom regels. Dat aan de orde stellen kan voor een marktpartij ongewenste aandacht trekken van de toezichthouder ('geen slapende honden wakker maken').</p> <p>Op basis van onze eigen gesprekken in de sector van de afgelopen jaren concluderen wij dan ook dat problemen die vanuit de sector eerder naar voren zijn gebracht missen in het conceptrapport. Wij presenteren daarom graag deze punten hier alsnog en vullen die aan met eigen inzichten vanuit het SFL. Hierbij putten wij met name uit:</p> <ul style="list-style-type: none"> - 'SFL (2015) Input from the Netherlands to the UNEP Inquiry into the Design of a Sustainable Financial System' en - 'SFL en De Groene Zaak (2016) Samen sterker en sneller; Agenda Maatschappelijk Verantwoord Beleggen Pensioenfondsen'. <p>Het betreft dan met name de perceptie die er in de pensioensector, onder verzekeraars en banken bestaat, over wat de wet- en regelgeving nu precies vereist. Let wel: de perceptie, want in verschillende gevallen hebben wij kunnen vaststellen dat de regelgeving geen daadwerkelijke blokkade opwerpt (bv rond gebruik van duurzame benchmarks en geconcentreerde portefeuilles). Echter, het is de perceptie die gedrag stuurt.</p> <p>Door deze omissie in het conceptrapport krijgt een belangrijke oplossing geen/te weinig aandacht: het door DNB en AFM wegnemen van dergelijke misverstanden door zich hier expliciet over uit te spreken.</p> <p>Een belangrijk punt dat wij missen in de analyse is de korte termijn druk die uitgaat van de dekkingsgraad. Zeker nu die voor veel pensioenfondsen laag is. Een systeem van individuele potjes (met de mogelijkheid van gezamenlijk beleggen) zou hier een oplossing voor bieden. Uiteraard hangt de wenselijkheid hiervan ook af van andere factoren en is dit een politiek besluit. Maar het rapport zou hier in ieder geval aandacht aan kunnen besteden, zoals onlangs ook de WRR deed in haar rapport 'Samenleving en financiële sector in evenwicht' (2017): door "de dekkingsgraadeisen aan pensioenfondsen .. zijn pensioenfondsen in sterkere mate afhankelijk van de dynamiek op financiële markten... Dit geeft een korte termijnbias die meer productieve langetermijninvesteringen belemmert."</p> <p>Overigens heeft SFL eerder ('Schuldbewust land', 2014) gepleit voor een dergelijk 'actuaireel fair' pensioensysteem. Toen vanuit de wens om opgebouwd pensioenvermogen in te zetten om de hypotheekschulden te verminderen en pensioenpremies aan te kunnen wenden voor schuldaflossing. Hierdoor zullen de pensioensector en de bankensector kleiner worden, wat de gevoeligheid van de Nederlandse economie voor schokken op financiële markten vermindert. Ook dit, een stabielere financieel systeem, is van belang voor het financieren van de duurzaamheidstransitie.</p>
<p>1. Kernpunten</p>	
<p>Kernpunten</p>	<p>De titel van het rapport verwijst naar Duurzaamheid, echter de invulling die wordt gekozen is veelal klimaatverandering. Al worden ook de SDG's die breder zijn en andere thema's van natuurlijk kapitaal omvatten alsook sociale</p>

	<p>doelstellingen wel genoemd.</p> <p>Hoewel klimaatverandering sterk verbonden is met veel andere milieuthema's (zoals droogte en verlies van biodiversiteit, grondstoffenschaarste) vereisen deze een geheel eigen aanpak (circulaire economie), ook vanuit de financiële sector. Ze mogen daarom niet buiten beschouwing blijven. Net zo de sociale dimensie.</p>
2. Aanleiding	
Aanleiding	
3. Bevindingen	
Inleiding	
Financiële instellingen, risico en rendement	<p>Hier wordt het kader geschetst van de overwegingen van financiële instellingen. Dat is echter te beperkt. 'Impact overwegingen' doen ertoe, ook als deze ook op de lange termijn geen financiële gevolgen hebben. Zie de pensioenfondsen die de wensen van hun pensioeneelnemers moeten inventariseren en waarbij blijkt dat deze een eigenstandige waarde toekennen aan de sociale en milieu impact van de beleggingen.</p> <p>Dit is in toenemende mate ook relevant voor banken en verzekeraars, te meer daar deze ook bij hun klanten dergelijke overwegingen herkennen en mede daarom ook op dit terrein beloftes doen, ook aan de samenleving in den brede (zie bv. NVB (2014) 'Maatschappelijk Statuut' en meer recent een klimaatoproep aan de formerende politieke partijen door de CEO's van banken, verzekeraars en pensioenuitvoerders). Ook dergelijke toezeggingen moeten worden nagekomen en ook dit is een zaak van toezichthouders. Getuige de DNB missie, die stelt dat DNB werkt aan "financiële instellingen die hun verplichtingen en toezeggingen" nakomen. Met de verbreding van de toezeggingen van financiële instellingen verbreedt zo ook het toezichtsveld van DNB.</p> <p>Een overweging die wij hier missen is dat het brede bewustzijn van de financiële impact van duurzaamheid en de beloftes rond impact van financiële instellingen vrij recente ontwikkelingen zijn. Onbekend maakt onbemind, nieuwe kennis en vaardigheden zijn nodig in de sector. Ook hier kan de toezichthouder een rol spelen om deze omschakeling te versnellen.</p>
Rendementsperspectief	<p>De overheid heeft meer instrumenten dan enkel beprijzing middels subsidies en belastingen en heffingen. Denk aan bv. regulering door overheden (bv. een verbod op brandstofmotoren vanaf een bepaald jaar), maar ook een coördinerende functie, aankoopbeleid en het (mee)investeren. Instrumenten die uiteindelijk ook hun doorwerking hebben op prijzen, en zo de huidige externaliteiten verminderen.</p>
Risicoperspectief	<p>Er ligt al veel onderzoek dat terugkijkend concludeert dat duurzamere beleggingen een (licht) gunstiger risicoperspectief hebben (zie bv overzicht in SPIL (2017) 'De financiële prestatie van verantwoord beleggen'). Echter,</p>

	<p>belangrijker is om naar de toekomst te kijken. De komende jaren zal op verschillende milieuthema's een veel scherpere trendbreuk moeten plaatsvinden dan de afgelopen decennia is gebeurd. De invloed op de economie en daarmee financiële waarderingen zal navenant groter zijn.</p> <p>Het is daarom heel wel denkbaar dat het risico van onduurzame assets daarom wordt onderschat daar deze niet passen binnen het vigerende overheidsbeleid, de internationale afspraken rond bijvoorbeeld klimaat en biodiversiteit.</p> <p>Terecht wordt geconstateerd dat de verslaggeving van klimaatgerelateerde data door bedrijven verre van voldoende is. Dit punt is echter net zo relevant, en de beschikbaarheid van data zelfs nog veel minder goed, als het gaat om andere natuurlijk kapitaal thema's als biodiversiteit, landgebruik, water, chemicaliën etc. (zie bv. MacLaughlin, van der Kruijf & van Dijk (2015) 'Biodiversity in the Spotlight? Assessing the coverage and quality of reporting on the issues of land use, biodiversity, water and product sustainability by companies worldwide', Sustainalytics, Amsterdam).</p>	
<p>Toezicht/regelgevings- perspectief</p>	<p>.</p>	
	<p>Solvabiliteit</p>	<p>Ook zonder het uitgangspunt te doorbreken dat solvabiliteitseisen beogen het eigen vermogen in lijn te brengen met risico's en verplichtingen kan er een ratio zijn deze aan te passen aan de nieuwe inzichten rond de impact van duurzaamheid op financiële risico's en rendementen. Immers, de nu gehanteerde modellen (intern en het standaardmodel) zijn opgesteld in een tijd dat er nog niet of nauwelijks aandacht was voor deze doorwerking.</p> <p>Eerder concludeerde DNB zelf nog dat na stresstests gericht op klimaatrisico's 'de toezichthouder waar nodig kapitaalseisen of blootstellingslimieten' kan stellen (DNB (2016) 'Tijd voor transitie' p.81).</p> <p>Eerder is dit ook door SFL leden Wijffels en van Tilburg bepleit vanuit een macro-prudentieel perspectief (met Schoenmaker (2015) 'What role for financial supervisors in addressing systemic environmental risks?').</p> <p>Meer recent is deze richting opgebracht door de EU HLEG Sustainable Finance. Daarbij geldt dat hogere buffers voor de hogere risico's van 'bruine' financieringen per saldo leiden tot meer eigen vermogen en zo een meer stabiele bankensector. Iets waarvoor SFL, los van duurzaamheidsoverwegingen, eerder en herhaaldelijk heeft gepleit om de stabiliteit van het systeem te vergroten.</p> <p>Een eerste stap zou zijn om in de tweede pijler (toezicht) van Basel III/CRDIV een beoordeling te maken van de relatieve gevoeligheid van de desbetreffende bank voor duurzaamheid gerelateerde risico's en indien passend de kapitaalsvereisten, als verwoord in de SREP, daarop aan te passen om het eigen vermogen in lijn te brengen met risico's en verplichtingen.</p> <p>Op termijn kan wellicht ook de eerste pijler (minimum kapitaalseisen) worden aangepast zodat het eigen vermogen in lijn blijft met risico's en verplichtingen als die in toenemende mate worden beïnvloedt door duurzaamheid.</p> <p>Voor de derde pijler (marktwerking) zie hieronder bij transparantie.</p>
	<p>Liquiditeit</p>	<p>Hoewel toezichthouder DNB pensioenfondsen uitdrukkelijk wijst op het belang van verantwoord beleggen, leeft in de sector de perceptie dat vanuit het toezicht bepaalde aspecten van verantwoord beleggen in de praktijk worden geremd.</p>

		<p>Zoals de nadruk op liquiditeit, die het in Nederland lastig zou maken om een groter deel van het pensioenvermogen te beleggen in grond, infrastructurele projecten (waaronder hernieuwbare energie), vastgoed of in private equity. Allemaal vermogensklassen die zich in principe goed lenen voor het soort lange termijn investeringen die de duurzaamheidstransitie behoeft en die goed passen bij de lange termijn verplichtingen van de Nederlandse pensioenfondsen. Pensioenfondsbestuurders kunnen tevens opzien tegen de vragen die zij zullen krijgen over het 'in control' zijn over beleggingen in deze vermogensklassen. Vragen die zij niet krijgen als zij het pensioengeld beleggen in indexfondsen die in duizenden beursgenoteerde bedrijven beleggen. Beleggingen waarover de mate van controle uiteindelijk toch ook maar heel beperkt is. Bijvoorbeeld als er een bubbel vormt in de markt, dan wordt die automatisch gevolgd. Net als hun liquiditeit, die in geval van crisis enkel beschikbaar is tegen de hoge prijs van een snel gedaalde marktprijs.</p> <p>Waar de eis van 'in control' een terechte en belangrijke is, is niet altijd scherp waar deze eis een terechte hindernis opwerpt om meer in illiquide beleggingen te gaan en een meer geconcentreerde portfolio te krijgen danwel dat hier vooral een kennisprobleem speelt tussen pensioenfondsen, hun uitvoerders en de toezichthouder.</p> <p>Het gevolg hiervan is dat pensioenfondsen de beleggingen, ook die voor jongeren, veelal beleggen in financiële activa, waaronder aandelen van bedrijven die de beurs vooral gebruiken om kapitaal uit te keren.</p> <p>Dat het anders kan laat Denemarken zien, waar meer dan helft van het durfkapitaal afkomstig is van pensioenfondsen. Pensioenfondsen beleggen daar volgens een levenscyclusmodel, waarbij jongeren meer risico kunnen dragen dan ouderen die een kortere tijdshorizon hebben.</p> <p>Een systeem van individueel sparen en gezamenlijk beleggen, zoals de Sociaal Economische Raad heeft uitgewerkt, maakt dat ook hier mogelijk.</p> <p>Opmerkelijk is verder dat de werkgroep belemmeringen geen aandacht besteedt aan de geringe investeringen van Nederlandse (net als andere Europese) verzekeraars in bedrijven, via aandelen, en al helemaal in private equity, project financiering. Dit terwijl zij net als pensioenfondsen langlopende verplichtingen hebben. Zoals de EU HLEG constateert spelen verzekeraars in de VS, waar zij onder een ander toezichts- en verslagleggingsregime vallen, een veel grotere rol in het financieren van de reële economie. De vraag is daarom in hoeverre verdere aanpassingen van Solvency II passend zijn.</p>
	<p>Transparantie</p>	<p>De transparantie vereiste aan financiële instellingen zou aanzienlijk verder moeten gaan dan hier voorgesteld. Niet alleen aangeven 'hoe ze er mee omgaan', maar ook zelf data (footprinting) en een forward looking risico inschatting maken (scenario analyses). Vergelijk het raamwerk dat de FSB Taskforce on climate related financial disclosures (TCFD 2017) heeft opgesteld, waar naast governance, strategy en risk management ook 'metrics and targets' gerapporteerd moeten worden, van een kwaliteit die aanzienlijk hoger is dan nu het geval is, waarbij scenario's een cruciale rol vervullen.</p> <p>Uiteraard kunnen financiële instellingen dit enkel doen als eerst de bedrijven die zij financieren de cijfers aanleveren voor hun operaties. Hier zijn zij, waar materieel, ook toe verplicht volgens de vigerende verslaggevingsrichtlijnen. Daar zijn de EU guidelines voor non-financial reporting (2014) bijgekomen die komend jaar van kracht worden. Recent heeft de Europese Commissie een eerste guidance gepubliceerd. Deze is echter nog dermate opsommend van aard dat deze slechts beperkt richting geeft. Een volgende, meer concrete en aangescherpte versie van deze guidance is wellicht de beste manier om binnen</p>

		<p>de EU concrete verbeteringslagen te maken, die vervolgens internationaal navolging kunnen krijgen.</p> <p>Wij constateren nu een discrepantie tussen enerzijds de brede erkenning van de materialiteit van veel milieu thema's (breder dan klimaat) voor veel sectoren (zie bv. SASB materiality map) en anderzijds het gebrek aan data hierover (zie Maas et al 2017 Investors and Companies' Biodiversity and Natural Capital Reporting and Performance). Hierdoor komt het ultieme doel van de jaarverslaglegging, het geven van een betrouwbaar beeld over de gezondheid van de onderneming, in het nauw.</p>
	Diversificatie	<p>Het vraagstuk van diversificatie speelt ook op en andere manier. Namelijk de vraag wat een vereist minimaal aantal bedrijven is waar een portefeuille uit moet bestaan. Nu belegt de overgrote meerderheid van Nederlandse pensioenfondsen in een index van duizenden bedrijven. Dat leidt weliswaar tot een grote mate van diversificatie, maar betekent ook dat de individuele bedrijven niet gekend kunnen worden en dat met slechts een klein deel van de portfolio een betekenisvolle engagement gevoerd kan worden. De blootstelling aan brede 'marktrisico's' zoals de overwaardering van ICT bedrijven voor 2000 en banken voor 2007 en nu mogelijk carbon intensieve bedrijven ('carbon bubble' scenario) is daarmee ook groot.</p> <p>Een alternatief is een risicobenadering die juist uitgaat van het kennen van de specifieke risico's en het managen daarvan (stewardship). Dit gebeurt in de Nederlandse pensioensector ook al langer en in toenemende mate, maar toch nog slechts op beperkte schaal (zie SPF Beheer dat voor de pensioenfondsen van de spoorwegen en het openbaar vervoer een substantieel deel van hun vermogen voor de lange termijn belegt in een beperkt aantal bedrijven. Bedrijven die ze goed kennen en kunnen monitoren. O.a. het Pensioenfonds van de Metalektro (PME) werkt momenteel aan een vergelijkbaar fonds).</p> <p>De perceptie in de sector is veelal dat de toezichthouder een voorkeur heeft voor de brede spreiding. Om 'lastige vragen' te voorkomen kan daarom daar de voorkeur aan worden gegeven. Dat lijkt ons een onwenselijke invloed van de regelgevingspraktijk, of die nu zo bedoeld is door de toezichthouder of niet.</p>
	Mededinging	
	Loan orgination	
Marktperspectief		
Ontbrekende zaken		<p>In het algemeen zien wij een te geringe aandacht voor de prikkels in met name het vermogensbeheer. Zie SFL&DGZ (2016 p.13) voor een korte opsomming van literatuur over de korte termijn geneigdheid van de vermogensbeheerders, zie ook het EU HLEG tussenrapport.</p>

	<p>Wij vragen daarom aandacht voor het HLEG initiatief voor lange termijn en duurzame/ESG mandaten. Deze kunnen in de sector veel koudwatervrees voor het handen en voeten geven aan een lange termijn/duurzame beleggingsstrategie- en praktijk wegnemen. De toezichthouder kan vervolgens deze mandaten (inclusief benchmarks en fees/pay structure) gebruiken om de bestaande mandaten aan te toetsen. Immers, 56% van de Nederlandse pensioenfondsen stelt duurzaamheid een rol te willen geven in het beleggingsbeleid (DNB (2016) 'Duurzaam beleggen in de Nederlandse pensioensector', p.9). Dat zou dan ook te zien moeten zijn in de contracten die met vermogensbeheerders worden afgesloten.</p> <p>Zie ook Dijkstra et al (2015) 'Beleggen met oog voor de lange termijn is veel beter', in Het Financieele Dagblad, 2 november waarin de CIO's van een 14-tal institutionele partijen bepleitten om lange termijn gedrag meer te bevorderen via asset management fees die teruglopen naarmate een mandaat langer uitgevoerd wordt, performance fees die pas na vijf jaar uitgekeerd worden, een langjarig georiënteerde beloning van medewerkers, kwartaal- of halfjaarlijkse rapportage in plaats van dagelijks, wekelijks of maandelijks rapporteren en naast de financiële informatie meer aandacht voor kwalitatieve en ESG zaken.</p> <p>Ook missen wij aandacht voor de diversiteit van het financieel systeem zelf. Voor de duurzaamheidstransitie is er in het bijzonder noodzaak aan meer risicodragend vermogen. Dat is des te relevanter voor het sterk bank-based NLse systeem. Deels zouden verzekeraars en pensioenfondsen dit meer kunnen doen. In andere landen doen zij dat ook aanzienlijk meer.</p> <p>Een belangrijk punt hierbij is ook de afbouw van de fiscale bevoordeling van schuldfinanciering voor bedrijven. Hier is de afgelopen jaren in verschillende Europese landen een begin mee gemaakt. In Nederland is dat nog niet het geval. Nederland zou hier zelfstandig actie op kunnen ondernemen en tegelijkertijd dit in Europees verband aankaarten.</p> <p>Specifiek voor de circulaire economie zijn er vraagstukken over de (interpretatie) van verslaggevingsregels. Een belangrijk principe in verslaggevingsregels is dat de "economische realiteit weergegeven moet worden". Deze economische realiteit is anders in de circulaire economie. We krijgen te maken met (oneindige) restwaarde en balansverlenging, waardoor solvabiliteits ratio's veranderen, en de "gezondheid" van een bedrijf (wellicht) niet meer juist weergeeft. Deze gezondheid van een bedrijf kan wellicht niet meer worden afgelezen van de balans, maar van cash flows. Daarnaast worden assets opgesplitst in componenten, of zelfs materialen met allemaal verschillende technische- en economische levensduren. Hoe waardeer je deze onderdelen als ze een oneindige productiecycclus hebben? Off-balans structureren lijken een oplossing voor het probleem van balansverlenging, maar hoe voorkomen we dat er non-transparantie ontstaat, en praktijken als schaduwbankieren? Voor de circulaire economie is het belangrijk dat op dergelijke vragen antwoorden worden gevonden.</p>
<h4>4. Vervolg en interim aanbevelingen</h4>	
<p>Vervolg en interim aanbevelingen</p>	<p>De aanbeveling dat 'meer duurzaamheidsdata beschikbaar komt en dat deze zo veel als mogelijk gestandaardiseerd wordt om onderling vergelijkbaar te zijn' Zou niet alleen klimaat moeten betreffen, maar alle materiële milieu thema's. Deze moet ook voor financiële instellingen zelf gelden. Een expliciete transparantie vereiste voor banken en verzekeraars zoals de pensioenfondsen al hebben kan daar dienstbaar aan zijn, maar is eigenlijk overbodig, gezien de</p>

	<p>vigerende wetgeving en de breed erkende financiële materialiteit van natuurlijk kapitaal en de beloftes rond impact/SDG's. Daarmee is deze transparantie vereiste er feitelijk al. Al mist de uitvoering hiervan in de praktijk nog vaak.</p> <p>Tot slot, uitgaande van een probleem van korte termijn geneigdheid van financiële markten kan ook gedacht worden aan het stimuleren/beschermen van lange termijn beleggers, bijvoorbeeld met een loyaliteitsdividend of extra stemrecht.</p>
5. Proces	
Proces	