

FINANCIERING IN TRANSITIE

NAAR EEN ACTIEVE ROL
VAN DE FINANCIËLE
SECTOR IN EEN DUURZAME
ECONOMIE

DECEMBER 2022



Raad voor de leefomgeving en infrastructuur

De Raad voor de leefomgeving en infrastructuur (Rli) is het strategische adviescollege voor regering en parlement op het brede domein van duurzame ontwikkeling van de leefomgeving en infrastructuur. De raad is onafhankelijk en adviseert gevraagd en ongevraagd over langetermijnvraagstukken. Met een integrale benadering en advisering op strategisch niveau wil de raad bijdragen aan de verdieping en verbreding van het politiek en maatschappelijk debat en aan de kwaliteit van de besluitvorming.

Raad voor de leefomgeving en infrastructuur

Bezuidenhoutseweg 30
Postbus 20906
2500 EX Den Haag
info@rli.nl
www.rli.nl

Samenstelling Rli

Ir. J.J. (Jan Jaap) de Graeff (voorzitter)
Drs. P. (Pallas) Agterberg
Drs. J.A. (Jeanet) van Antwerpen
Prof. mr. N.S.J. (Niels) Koeman
J. (Jantine) Kriens
Drs. E.M.J. (Emmy) Meijers
Drs. K.J. (Krijn) Poppe
Ir. C.M. (Karin) Sluis
Prof. dr. E.T. (Erik) Verhoef
Em. prof. dr. A.N. (André) van der Zande

Junior-raadsleden

J. (Joris) van den Boom MSc
Y. (Yourai) Mol BPhil

Algemeen secretaris

Dr. R. (Ron) Hillebrand



INHOUD

SAMENVATTING	5	3.2 Inspanningen van de toezichthouders	26
		3.3 Inspanningen van de rijksoverheid	27
DEEL 1: ADVIES	9	4 BARRIÈRES DIE DUURZAME FINANCIERING IN DE WEG STAAN	30
1 INLEIDING	9	4.1 Kortetermijnrendement dominant in businessmodel financiële instellingen	30
1.1 Onderwerp en vraagstelling	10	4.2 Regels en toezicht op financiële sector weinig gericht op verduurzaming	33
1.2 Verbondenheid financiële sector met duurzame ontwikkeling	12	4.3 Oververtegenwoordiging van staatsobligaties in portefeuilles van pensioenfondsen	34
1.3 Afbakening: focus op Nederlandse overheid	13	4.4 Versnipperd overheidsaanbod van financiering en projectondersteuning	35
1.4 Leeswijzer	14	5 CONCLUSIES	38
2 UITGANGSSITUATIE: VEEL GELD, MAAR WEINIG DUURZAME FINANCIERING	15	6 AANBEVELINGEN	40
2.1 Te weinig aanbod van (hoog)risicokapitaal voor innovaties	16	6.1 Veranker duurzame ontwikkeling in het businessmodel van financiële instellingen	40
2.2 Te weinig aanbod van langlopende financieringen	17	6.2 Geef verduurzaming een grotere rol in regels voor en toezicht op financiële sector	42
2.3 Complexiteit belemmert projectvorming en opschaling	18	6.3 Stimuleer duurzame beleggingen in het nieuwe pensioenstelsel	44
2.4 Beschikbaarheid van duurzame financiering bij huidige economische ontwikkeling	20	6.4 Creëer een volwaardige nationale investeringsinstelling	45
3 INSPANNINGEN IN HET FINANCIËLE DOMEIN VOOR MEER VERDUURZAMING	21		
3.1 Inspanningen van de financiële instellingen	21		



DEEL 2: TOELICHTING EN VERDIEPING	47
1 TRANSITIE NAAR EEN DUURZAME ECONOMIE	47
2 BESCHIKBAARHEID VAN GELD: RELATIE TUSSEN VRAAG EN AANBOD	49
3 BLOOTSTELLING AAN DUURZAAMHEIDSRISICO'S	53
4 SAMENVATTING RLI-ADVIES 'NAAR EEN DUURZAME ECONOMIE' (2019)	55
LITERATUUR	56
BIJLAGEN	62
TOTSTANDKOMING ADVIES	62
OVERZICHT PUBLICATIES	65





SAMENVATTING

Nederland staat voor grote verduurzamingsopgaven. We zullen niet alleen onze leefomgeving, maar ook onze economie moeten aanpassen in het licht van de klimaatverandering, het biodiversiteitsverlies en de grondstofuitputting die de aarde in toenemende mate bedreigen. Nieuwe economische activiteiten zullen moeten worden opgebouwd, terwijl andere activiteiten worden afgebouwd of omgebouwd. Dit veranderingsproces, oftewel de transitie naar een duurzame economie, brengt aanzienlijke investeringen met zich mee. De beschikbaarheid van voldoende financiering is dus essentieel. Financiële instellingen zoals banken, pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders zijn dan ook belangrijke spelers in de transitie. Dit advies gaat over de mogelijkheden die de rijksoverheid heeft om deze financiële instellingen zodanig te sturen, dat zij financiering voor niet-duurzame activiteiten gaan afbouwen, sterker gaan anticiperen op de transitie naar een duurzame economie en versneld gaan bijdragen aan de realisatie van deze transitie.

In een eerder advies uit 2019 hebben wij vastgesteld dat er behoefte is aan consistent overheidsbeleid, geformuleerd vanuit een eenduidige visie op de transitie naar een duurzame economie (Rli, 2019). Wij hebben de overheid toen aanbevolen om over te gaan tot het beprijzen en reguleren van negatieve duurzaamheidseffecten van economische activiteiten. Ook in dit advies bevelen wij de overheid aan om maatregelen te treffen – nu gericht op de financiële sector. Deze maatregelen vormen een aanvulling op – en dus

geen vervanging van – de maatregelen die wij eerder hebben voorgesteld. Alleen reguleren en beprijzen van negatieve duurzaamheidseffecten zijn namelijk niet voldoende om de financiële sector de noodzakelijke snelheid te laten maken. De maatregelen die wij in dit advies voorstellen hebben tot doel ervoor te zorgen dat dit wél gebeurt en dat de financiële sector zijn rol in de transitie naar een duurzame economie optimaal gaat vervullen.

Veel geld, maar weinig duurzame financiering

De afgelopen tien jaar was er onder andere door het stimuleringsbeleid van centrale banken in de Europese Unie (EU) veel geld beschikbaar op de financiële markten. Financiële instellingen konden zodoende gemakkelijk geld verstrekken. Dit geld vond helaas door verschillende oorzaken maar zeer beperkt zijn weg naar duurzame economische activiteiten. Er was te weinig aanbod van (hoog)risicokapitaal voor innovaties en te weinig aanbod van langlopende financiering. Duurzame economische activiteiten kwamen mede daardoor maar beperkt van de grond. Het valt te verwachten dat deze situatie de komende jaren, wanneer er geen maatregelen worden getroffen, verder zal verslechteren. De macro-economische situatie verandert anno 2022 immers snel. Er is sprake van hoge inflatie en stijgende rentes. Onze zorg is dat de gebrekkige aansluiting tussen de vraag naar duurzame financiering en het aanbod ervan, zal toenemen. Het is belangrijk om deze negatieve spiraal te doorbreken, want er gaat op dit moment nog veel te veel financiering naar bedrijven die met hun activiteiten de biodiversiteit aantasten of bijvoorbeeld veel fijnstof uitstoten. De financiering van zulke niet-duurzame economische activiteiten zal moeten worden afgebouwd gedurende de transitieperiode. Het is zaak dat de geldstromen

van banken, pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders zich versneld gaan verplaatsen naar duurzame economische activiteiten zoals de bouw van windturbines, de aanleg van infrastructuur voor waterstoftransport en de opslag van duurzaam opgewekte energie.

Barrières staan duurzame financiering in de weg

Wij zien vier barrières binnen de financiële sector die de afbouw van niet-duurzame financiering en de benodigde groei van duurzame financiering in de weg staan.

In de eerste plaats blijven, ondanks groeiende aandacht voor duurzaamheid, verreweg de meeste partijen in de financiële sector georiënteerd op kortetermijn financieel rendement. Dit businessmodel is problematisch, omdat het geen goed zicht biedt op de risico's die niet-duurzame investeringen hebben in het licht van de toekomstige duurzame economie. Het ontbreekt financiële instellingen vaak aan de benodigde deskundigheid en instrumenten om de rendementen van duurzame investeringen op waarde te schatten. Er worden rekenmodellen gebruikt die zijn afgestemd op gangbare bedrijfsmodellen en die niet overweg kunnen met de kosten- en batedynamiek van duurzame projecten.

In de tweede plaats zijn de regels voor de financiële sector, en ook het bijbehorende toezicht, onvoldoende gericht op verduurzaming.

In de derde plaats zijn staatsobligaties oververtegenwoordigd in de portefeuilles van Nederlandse pensioenfondsen. Daardoor blijven kansen onbenut,



bijvoorbeeld op het gebied van langetermijnbeleggingen in duurzame energie-infrastructuur en duurzaam vastgoed. Dit is nadelig voor de transitie naar een duurzame economie en uiteindelijk ook voor pensioendeelnemers, want dergelijke beleggingen dragen bij aan een waardevast pensioen.

In de vierde plaats is er sprake van een versnipperd overheidsaanbod van financiering en ondersteuning voor duurzame economische projecten. De Nederlandse overheid heeft een groot aantal organisaties en fondsen opgericht om innovatie en duurzame activiteiten te stimuleren. Nederland beschikt niet – anders dan bijvoorbeeld Duitsland, Frankrijk en Canada – over een daadkrachtige nationale investeringsinstelling die als betrouwbare partner kan optreden voor private partijen die duurzame activiteiten willen ontplooiën of financieren.

Aanvullend overheidsbeleid nodig

De afgelopen jaren zijn in het financiële domein eerste stappen gezet om te komen tot meer duurzame financiering. De financiële sector spant zich in om transparantie te bieden over het gevoerde duurzaamheidsbeleid. En de minister van Financiën heeft samen met de minister voor Klimaat en Energie de *Beleidsagenda verduurzaming financiële sector* uitgebracht. Deze inspanningen zijn echter nog niet voldoende. Wij zijn van mening dat de overheid een nog actievere rol moet vervullen. Wij doen de rijksoverheid daarvoor vier aanbevelingen:

1. *Veranker duurzame ontwikkeling in het businessmodel van financiële instellingen.* Wij pleiten onder andere voor aanpassing van de rekenmodellen die financiële instellingen gebruiken en voor verbreding van

de verantwoording die zij afleggen over het door hen gevoerde duurzaamheidsbeleid. Deze rapportages beperken zich tot nu toe vooral tot de mate van CO₂-uitstoot.

2. *Geef verduurzaming een grotere rol in de regels voor en toezicht op de financiële sector.* Wij bevelen aan om te expliciteren dat duurzaamheid onder het bestaande mandaat valt van de instanties die toezicht houden op de financiële sector. Aanvullend pleiten wij voor een verduurzaming van kapitaaleisen voor financiële instellingen, verduurzaming van de bankenbelasting en een vernieuwde Tante Agaath-regeling¹ om particuliere investeringen in duurzame innovatie te stimuleren.
3. *Stimuleer duurzame beleggingen in het nieuwe pensioenstelsel.* Wij bevelen aan om de vernieuwing van het pensioenstelsel te benutten om te bewerkstelligen dat pensioenfondsen kiezen voor meer duurzame beleggingen, bijvoorbeeld in energie-infrastructuur en duurzaam vastgoed.
4. *Creëer een volwaardige nationale investeringsinstelling.* Een Nationale Investeringsinstelling moet worden gecreëerd om meer langlopende financiering beschikbaar te krijgen voor duurzame economische projecten, maar om ook regie te kunnen voeren op de samenwerking met private partijen bij de opschaling van de duurzaamheidstransitie. Wij pleiten niet voor het oprichten van een nieuwe organisatie, maar voor het bundelen en versterken van verschillende bestaande instellingen en instrumenten (waarbij Invest-NL en delen van het Nationale Groeifonds en het Klimaatfonds bijvoorbeeld het fundament van deze instelling kunnen vormen).

¹ Met deze regeling, die tot 2011 heeft bestaan, konden startende ondernemers geld lenen van een bekende. De rente die de investeerder ontving was tot een bepaald bedrag belastingvrij.



barrières



Wisselend overheidsbeleid



Ontbrekende regulering/beprijzing

voor hele economie



Kortetermijnrendement dominant in businessmodel



Regels en toezicht weinig gericht op verduurzaming

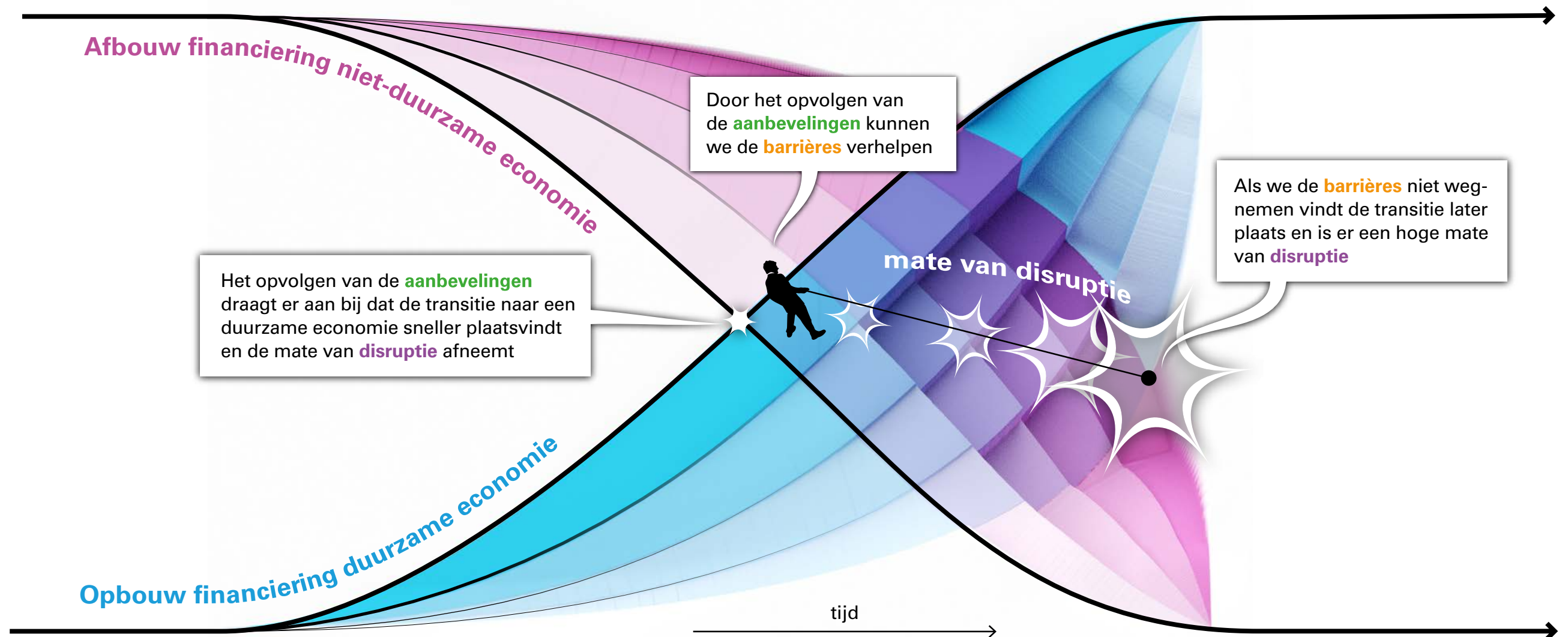


Oververtegenwoordiging van staatsobligaties in portefeuille pensioenfondsen



Versnipperd overheidsaanbod van financiering en projectondersteuning

voor de financiële sector



aanbevelingen



Samenhangend overheidsbeleid



Regulering/beprijzing

voor hele economie



Veranker duurzame ontwikkeling in het businessmodel



Geef verduurzaming een grotere rol in regels voor toezicht



Stimuleer duurzame beleggingen in het nieuwe pensioenstelsel



Creëer een volwaardige nationale investeringsinstelling

voor de financiële sector



1 INLEIDING

Nederland staat voor een grote verduurzamingsopgave. Klimaatverandering, afnemende biodiversiteit en toenemende uitputting van grondstoffen maken veranderingen noodzakelijk in onder meer onze energievoorziening, ons mobiliteitssysteem en ons voedselsysteem. Deze onvermijdelijke veranderingen zullen niet alleen onze fysieke leefomgeving ingrijpend beïnvloeden, maar ook onze economische structuur: onze manier van werken en onze manier van produceren en consumeren. Wij spreken daarom van een transitie naar een duurzame economie (Rli, 2019).

Deze transitie brengt nieuwe economische activiteiten met zich mee. Zo zal er een grote rol zijn weggelegd voor duurzame landbouw en de productie van groene waterstof met behulp van wind- of zonne-energie. Tegelijkertijd zullen er economische activiteiten moeten worden af- of omgebouwd. Denk aan de productie van brandstof en kunstmest, waarvoor vervuilende fossiele grondstoffen (aardolie en aardgas) nodig zijn. En denk aan de productie van kleding en voedingsmiddelen, die ten koste gaat van natuurlijke hulpbronnen zoals water en bodem.

Zowel voor de opbouw, de afbouw als de ombouw van economische activiteiten zijn aanzienlijke investeringen nodig. Financiële instellingen zoals banken, pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders spelen daarom een belangrijke rol in de transitie naar een duurzame economie

(UNEP, 2022). In dit advies gaan wij na hoe financiële instellingen invulling geven aan deze rol. Ook belichten we de (on)mogelijkheden van de Nederlandse overheid om deze instellingen, die vaak internationaal opereren, hierop aan te sturen.

Wij schrijven dit advies in een situatie van grote macro-economische onzekerheid. Mede als gevolg van de Russische inval in Oekraïne, de energiecrisis en de hoge inflatie is er een einde gekomen aan een periode waarin geld in relatief ruime mate aanwezig was tegen een lage (of zelfs geen) rente.² De nabije toekomst is ongewis. Nu banken en investeerders in het licht van een aanstaande recessie hun bereidheid tot het nemen van risico's terugschroeven, dreigt de beschikbaarheid van voldoende financiering voor de transitie naar een duurzame economie verder onder druk te komen.

1.1 Onderwerp en vraagstelling

Er is grote behoefte aan samenhangend transitiebeleid, dat gebaseerd is op een heldere visie op de economie van de toekomst en transitiepaden daarnaartoe. In een eerder advies hebben wij al opgeroepen tot het ontwikkelen van dergelijk beleid (Rli, 2019). Beprijzing van niet-duurzame activiteiten hebben wij in dat verband een belangrijke maatregel genoemd.³ Daarnaast hebben wij betoogd dat regulering onontkoombaar is. Kortom, een overheid die het voortouw neemt en een nieuw speelveld creëert.

² In hoofdstuk 2 gaan we nader op in op de huidige macro-economische situatie.

³ De introductie van het Europese Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM) is hierbij een essentiële ontwikkeling.

Maar gedurende de transitieperiode kunnen niet alle negatieve duurzaamheidseffecten volledig worden beprijsd of gereguleerd. Er is dus nog meer nodig.

Tegen deze achtergrond luidt de centrale vraagstelling van dit advies: *Welke mogelijkheden heeft de overheid om financiële instellingen zodanig te sturen dat zij anticiperen op een duurzame economie en bijdragen aan de transitie daarnaartoe?*

De maatregelen gericht op de financiële sector die wij in dit advies bepleiten, vormen geen vervanging van andere maatregelen die wij eerder hebben aanbevolen. Het gaat in dit advies om aanvullende (overheids)maatregelen die nodig zijn om ervoor te zorgen dat de financiële sector zijn rol in de transitie naar een duurzame economie optimaal gaat vervullen.

Onderdeel van de transitie naar een duurzame economie is dat duurzame financiering de norm wordt in plaats van de uitzondering. Onder 'duurzame financiering' wordt doorgaans financiering verstaan waarbij rekening gehouden wordt met:

- milieu- en klimaateffecten (bijvoorbeeld gerichte financiering van activiteiten die uitputting van grondstoffen en uitstoot van CO₂ tegengaan);
- sociaal-maatschappelijke aspecten (bijvoorbeeld gerichte financiering van activiteiten die armoede voorkomen en sociale inclusie bevorderen); en
- duurzaamheidsambities in de corporate governance (bijvoorbeeld gerichte financiering van organisaties met toegankelijke rapportages over het gevoerde duurzaamheidsbeleid).



Wij hanteren in dit advies een scherpere definitie van ‘duurzame financiering’. Wij beschouwen de financiering van economische activiteiten pas als duurzaam wanneer zij significant en aantoonbaar bijdraagt aan de duurzame ontwikkelingsdoelen van de Verenigde Naties (VN).⁴ Dit zijn zeventien samenhangende doelen die landen wereldwijd nastreven om te komen tot economische en maatschappelijke ontwikkeling die voorziet in de behoeften van huidige generaties, zonder de kansen van toekomstige generaties te schaden. De doelen hebben betrekking op het uitbannen van armoede, het vergroten van vrede en veiligheid, economische vooruitgang en verduurzaming.⁵ Daarbij is het van belang dat financiering die bijdraagt aan één van de duurzame ontwikkelingsdoelen geen negatief effect heeft op de andere doelen.

Het gaat ons in dit advies dus om het afbouwen van financiering voor activiteiten die evident niet-duurzaam zijn (zoals de productie van fossiele brandstoffen) en het uitbreiden van financiering voor economische activiteiten die juist evident duurzaam zijn (zoals de ontwikkeling van een duurzame energievoorziening). Bij economische activiteiten die zowel duurzaam als niet duurzaam kunnen worden uitgevoerd (denk aan woningbouw en landbouw) houdt duurzame financiering in dat alleen in deze activiteiten wordt geïnvesteerd wanneer ze duurzaam worden uitgevoerd.

⁴ In sommige van onze eerdere adviezen hebben wij in dit verband de uitdrukking ‘brede welvaart’ gebruikt. Gegeven het internationale karakter van de financiële sector kiezen we er nu voor om aan te sluiten bij de internationaal gehanteerde terminologie van de duurzame ontwikkelingsdoelen.

⁵ Zie SDG Nederland. Geraadpleegd op 21 november 2022, via <https://www.sdgnederland.nl/de-17-sdgs/>

Wij zijn ons ervan bewust dat de duurzame ontwikkelingsdoelen van de VN nog niet op alle onderdelen zo concreet zijn uitgewerkt dat ze in de praktijk kunnen worden toegepast in rekenmodellen of controleerbare rapportages binnen de financiële sector. Wij steunen daarom de ontwikkeling van instrumenten die de ‘meetbaarheid’ van duurzame activiteiten bevorderen, zoals de taxonomie voor duurzaamheid⁶ die op dit moment binnen de EU wordt ontwikkeld.

Wij richten ons in dit advies specifiek op drie groepen van actoren in het financiële domein:

- de financiële instellingen die tezamen de financiële sector vormen, te weten banken, pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders;
- de instanties die toezicht houden op deze financiële instellingen, te weten De Nederlandsche Bank (als onderdeel van het Eurosysteem⁷), de Autoriteit Financiële Markten en de Autoriteit Consument & Markt; en
- de rijksoverheid, zowel in haar hoedanigheid van beleidsbepaler als in haar hoedanigheid van ‘speler in de markt’ (bijvoorbeeld als investeerder via Invest-NL of als verzekeraar van geëxporteerde kapitaalgoederen via Atradius Dutch State Business).

⁶ Deze EU-taxonomie behelst een opsomming van economische activiteiten die als duurzame investering mogen gelden. Zie hierover ook hoofdstuk 3, § 3.1.

⁷ Het Eurosysteem is de monetaire autoriteit van het eurogebied en bestaat uit (a) de Europese Centrale Bank en (b) de nationale centrale banken van de EU-lidstaten die de euro als munt hebben.



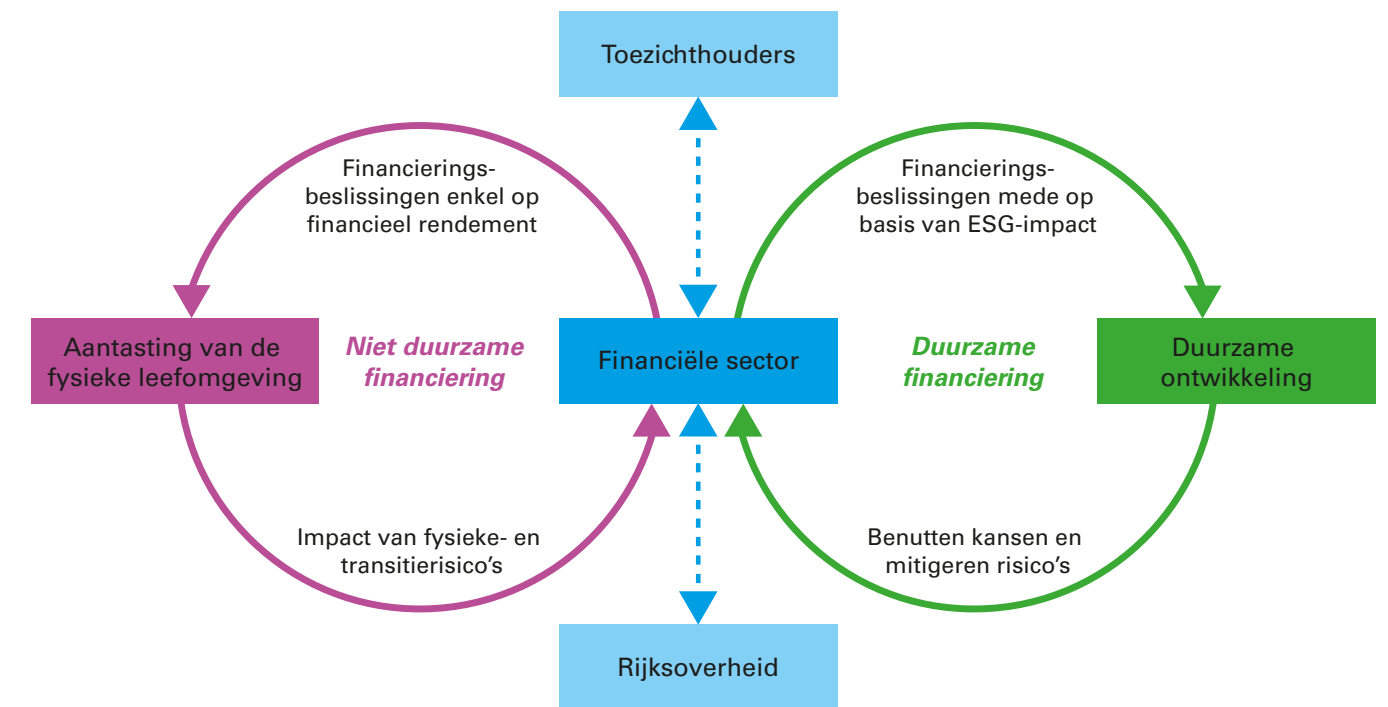
1.2 Verbondenheid financiële sector met duurzame ontwikkeling

De transitie naar een duurzame economie is van groot belang voor financiële instellingen.⁸ De gevolgen van de duurzaamheidsproblematiek kunnen immers aanzienlijke financiële risico's met zich meebrengen. Wanneer bijvoorbeeld overstromingen en droogtes als gevolg van klimaatverandering de agrarische keten verstoren, zullen verzekeraars te maken krijgen met fors meer schadeclaims.⁹ Banken kunnen in de problemen raken wanneer bedrijven die afhankelijk zijn van fossiele energie en niet op tijd meegaan in de transitie, op grote schaal hun leningen niet meer kunnen afbetalen (Gourdel et al., 2022). Tegelijkertijd brengen de nieuwe businessmodellen die moeten worden ontwikkeld in de transitie naar een duurzame economie kansen, maar ook onzekerheden en risico's met zich mee voor de kredietverlening door financiële instellingen.

⁸ Volgens het 'Overzicht Financiële Stabiliteit' van DNB vormen klimaatverandering en de onrust op de energiemarkten een groot risico voor de financiële stabiliteit in Nederland en Europa (DNB, 2022a).

⁹ Er is discussie over de vraag welke fysieke risico's verzekeraar zijn. De doorbraak van een primaire waterkering (bij de zee of een grote rivier) is bijvoorbeeld op dit moment niet verzekeraar, omdat de potentiële schade dusdanig groot is dat verzekeraars het risico niet kunnen dragen. Naarmate de klimaatverandering (inclusief zeespiegelstijging) doorzet en fysieke risico's zich vaker manifesteren, zal dit vraagstuk steeds belangrijker worden.

Figuur 1: Verbondenheid van de financiële sector en duurzame ontwikkeling



Bron: Rli

Figuur 1 laat zien dat financiële instellingen zowel in positieve als in negatieve zin de transitie naar een duurzame economie kunnen beïnvloeden. Ze kunnen bijdragen aan duurzame ontwikkeling, bijvoorbeeld door financiering aan te bieden aan bedrijven in de circulaire economie of aan bedrijven die inkomensongelijkheid tegengaan of toegang tot zorg en educatie bevorderen. Maar financiële instellingen kunnen ook bijdragen aan de aantasting van de (fysieke) leefomgeving, bijvoorbeeld door financiering aan te bieden aan bedrijven die de biodiversiteit aantasten of veel fijnstof

uitstoten. Om de transitie naar een duurzame economie te faciliteren zullen de geldstromen vanuit de financiële sector moeten gaan verschuiven van 'niet-duurzaam' (links in de figuur) naar 'duurzaam' (rechts in de figuur).¹⁰

1.3 Afbakening: focus op Nederlandse overheid

Financiële instellingen (banken, verzekeraars, pensioenfondsen en vermogensbeheerders) opereren in een internationaal speelveld. Geld kan letterlijk in milliseconden worden verplaatst van de ene naar de andere kant van de wereld. Veel van de wetten en regels voor de financiële sector worden daarom in internationaal verband ontwikkeld. Wij hebben met dit advies echter bewust gekozen voor een Nederlandse invalshoek. Dit doen wij omdat de Nederlandse overheid naar ons oordeel een partij is die, ook al is de financiële sector onderdeel van een internationaal netwerk, wel degelijk aan een aantal knoppen kan draaien om het handelen van de sector meer te richten op verduurzaming van onze nationale economie. Wij zien drie terreinen waarop nationale overheidssturing mogelijk is:

- Ten eerste kan de Nederlandse overheid een sturende rol vervullen bij de totstandkoming van het EU-beleid voor de financiële sector. Ze kan op die manier bijdragen aan de aandacht voor duurzaamheid in de doelen van de relevante Europese richtlijnen en -verordeningen.

¹⁰ In het verleden heeft de financiële sector een katalyserende rol gespeeld bij transities en grote technologische doorbraken. De kracht van de financiële sector is daarbij steeds geweest dat verwachtingen voor de toekomst werden omgezet in financiële prikkels in het heden. Het is zaak om deze kracht nu in te zetten voor de transitie naar een duurzame economie (Tilburg, 2016).

- Ten tweede kan de Nederlandse overheid met gericht beleid financiering aantrekken voor de ontwikkeling van sectoren die passen bij de toekomstige duurzame economie van Nederland.
- Ten derde beschikken Nederlandse pensioenfondsen over circa de helft van het totale pensioenvermogen dat beschikbaar is binnen de EU. Dit betekent dat Nederlands beleid gericht op verduurzaming van de investeringen van pensioenfondsen ook in Europees verband gewicht in de schaal legt.¹¹ Tevens geldt voor pensioenfondsen dat zij vallen onder nationale regulering en toezicht. Hierdoor kan Nederland voorwaarden voor pensioenfondsen hanteren die specifiek zijn toegesneden op de nationale context, waarin sociale partners en hun deelnemers opereren.

Het treffen van nationale beleidsmaatregelen voor sectoren met een sterke internationale verwevenheid is niet onomstreden. Het risico bestaat dat de overheid de internationale concurrentiepositie van bedrijven aantast wanneer in Nederland strengere regels gelden dan daarbuiten. Er zou dan geen sprake meer zijn van een 'gelijk speelveld'. Indien bijvoorbeeld de Nederlandse overheid de financiële sector voorwaarden zou opleggen die financiering van niet-duurzame economische activiteiten inperkt, bestaat het risico dat geldstromen zich verplaatsen naar landen waar soortgelijke voorwaarden niet gelden. En omgekeerd kan nationaal beleid dat duurzame financiering bevordert een concurrentievoordeel teweegbrengen, waarbij duurzame geldstromen gemakkelijker hun weg vinden naar Nederland.

¹¹ Wij gaan hierbij overigens niet voorbij aan de noodzaak van internationaal georiënteerde beleggingsportefeuilles, vanuit het belang van risicospreiding en risicoafdekking. In hoofdstuk 2 gaan wij hier nader op in.



Wij hebben al eerder in algemene zin betoogd dat de risico's van nationale beleidsmaatregelen voor de internationale concurrentiepositie van bedrijven soms worden overdreven (Rli, 2019). Nationale maatregelen binnen een internationaal georiënteerde sector moeten volgens ons dus niet op voorhand worden uitgesloten. Ze moeten per situatie worden geanalyseerd en afgewogen op reële effecten die zij opleveren (positief en/of negatief).

Als wij écht de transitie naar een duurzame economie willen maken, dan zullen we bovendien anders naar het 'gelijke speelveld' moeten kijken. Het huidige speelveld is in de eerste plaats al niet echt gelijk, onder andere door het bestaan van allerlei (indirecte) nationale subsidies. Daarnaast zijn tal van elementen uit onze nationale wet- en regelgeving op dit moment nog afgestemd op de 'oude' economie; denk aan regels die bepalen dat afval soms niet als grondstof mag worden gebruikt. Dergelijke voorschriften zullen hoe dan ook moeten worden aangepast. De transitie naar een duurzame economie zal dus onvermijdelijk raken aan het 'gelijke speelveld'. Sterker nog: de transitie vergt juist een volledige verandering van het speelveld. We zullen toe moeten naar een nieuwe balans.

1.4 Leeswijzer

Het vervolg van dit advies is als volgt opgebouwd.

In hoofdstuk 2 bespreken we drie factoren waardoor financiële instellingen de afgelopen tien jaar het ruim beschikbare geld maar zeer beperkt hebben aangewend voor duurzame financiering.

In hoofdstuk 3 beschrijven we de stappen die de financiële instellingen, de toezichthouders in de financiële sector en de rijksoverheid tot nu toe hebben gezet om verduurzaming van de economie te bevorderen.

In hoofdstuk 4 belichten we vier barrières die de groei van duurzame financiering desondanks nog steeds in de weg staan.

In hoofdstuk 5 formuleren we de conclusies van onze analyse.

In hoofdstuk 6 doen we de rijksoverheid een viertal concrete aanbevelingen, die erop zijn gericht de financiële instellingen nadrukkelijker te sturen in de richting van duurzame financiering.





2 UITGANGSSITUATIE: VEEL GELD, MAAR WEINIG DUURZAME FINANCIERING

Circa tien jaar geleden was er sprake van een wereldwijde financiële crisis. Om de economie te stimuleren heeft de Europese Centrale Bank toen een omvangrijk opkoopprogramma gelanceerd om liquiditeit in de markt te brengen in combinatie met lage of zelfs negatieve rentes.¹² Financiële instellingen konden mede daardoor gemakkelijk geld verstrekken.¹³ Helaas werd en wordt dit beschikbare geld maar zeer beperkt aangewend voor duurzame financiering (Polzin et al., 2017). Wij bespreken in dit hoofdstuk drie factoren die hierbij een rol spelen. Ze hebben alle drie te maken met een gebrekkige aansluiting tussen vraag en aanbod. We staan aan het slot van het hoofdstuk kort stil bij de veranderingen in macro-economische situatie die zich op dit moment voltrekken, en de gevolgen die dat mogelijk gaat hebben voor de beschikbaarheid van duurzame financiering.

¹² Dit opkoopprogramma werd ook na 2020 doorgezet, in het kader van de coronapandemie.

¹³ Door de historisch lage rente van de afgelopen jaren konden zowel overheden, bedrijven als particuliere huizenkopers goedkoop geld lenen. Aan deze situatie is in 2022 een einde gekomen als gevolg van (a) de renteverhogingen die de Europese Centrale Bank (ECB) heeft doorgevoerd en (b) de geleidelijke afbouw van programma's voor het opkopen van staatsobligaties door de ECB (DNB, 2022b; ECB, 2022a).

Vraag naar en aanbod van financiering

Wij kijken in dit advies naar de vraag naar en het aanbod van financiering. Het gaat daarbij zowel om kredietverlening als om vermogensbeheer en (her)verzekering van financiële risico's zoals stormschade en aardbevingsschade. Op de financiële markten komen vraag en aanbod rond deze vormen van financiering samen. Deels gebeurt dat op de beurzen, waar vrij kan worden gehandeld in financiële producten. Maar deels gebeurt dat ook in de sectoren waar niet-vrij verhandelbare financiële producten worden aangeboden en aangekocht, zoals langlopende leningen of verzekeringsproducten. In bijlage 2 gaan wij nader in op de vraag naar en het aanbod van geld.

2.1 Te weinig aanbod van (hoog)risicokapitaal voor innovaties

Voor de transitie naar een duurzame economie zijn innovaties van groot belang. Er zijn bijvoorbeeld nieuwe technieken nodig om windturbinebladen te recyclen, kweekvlees te ontwikkelen, accu's efficiënter te maken, synthetische vliegtuigbrandstoffen te produceren, nature-based solutions toe te passen of afvalwater te hergebruiken. Zulke innovaties en de (jonge) bedrijven die eraan werken trekken echter maar moeilijk financiering aan (DNB, 2019; SER, 2018). Dit komt doordat het risicoprofiel vaak hoog is: lang niet alle startende en groeiende bedrijven die nieuwe technieken ontwikkelen, zullen de eindstreep halen.

Het tekort aan (hoog)risicokapitaal speelt niet alleen bij duurzame innovatie. Uit kapitaalmarktonderzoek blijkt dat op diverse gebieden de vraag naar risicokapitaal bij startende en groeiende bedrijven groter is dan het aanbod (KplusV, 2020; Rebel, 2020; Panteia, 2019; KplusV 2019). Dit speelt bovendien niet alleen in Nederland. Slechts in enkele landen, zoals de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, is er een groot aanbod van risicofinanciering (Glasner, 2021). Dat heeft ermee te maken dat bedrijven in deze landen vaker gebruikmaken van niet-bancaire financiering, terwijl Nederlandse bedrijven juist vaker gebruikmaken van bancaire financiering.¹⁴ Niet-bancaire financiering brengt per definitie een grotere beschikbaarheid van (hoog)risicokapitaal met zich mee en bevordert zodoende technologische innovatie en opschaling (Brown et al., 2009). Daarnaast blijkt uit onderzoek dat dit type financiering efficiënter is dan bankfinanciering als het gaat om het toewijzen van financiering aan energie-efficiënte sectoren (Haas & Popov, 2022).

Om in Nederland het aantal opkomende innovatieve bedrijven te doen groeien, is het essentieel dat er meer aanbod van (hoog)risicokapitaal beschikbaar komt. Er zijn de afgelopen jaren vanuit de overheid verschillende initiatieven in gang gezet om het aanbod van (hoog)risicokapitaal te vergroten (Eveleens & Vogelaar, 2022). Denk hierbij aan de oprichting van Invest-NL (met een publiek gefinancierd investeringsfonds dat zich richt op duurzame innovaties) en 'TechLeap' (een netwerkorganisatie die

¹⁴ Ook het feit dat in veel van deze landen durfkapitaalinvesteringen worden bevorderd met fiscale maatregelen draagt hieraan bij. Binnen de VS is evenwel debat over nut-en-noodzaak van (generieke) fiscale voordelen voor risicoinvesteringen (Metinko, 2021).



ondersteuning biedt aan startende en groeiende ondernemers). Daarnaast beschikt Nederland sinds 2021 over een landelijk dekkend netwerk van Regionale Ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's) die samen met private partijen innovatieve ondernemingen in het midden- en kleinbedrijf (mkb) financieren. Verder heeft de EU verschillende programma's voor de beschikbaarstelling van financiering met een hoog risicoprofiel.

Ondanks al deze maatregelen blijft in ons land het aanbod van (hoog)risicokapitaal tot op heden achter bij de vraag. Hierbij is opvallend dat de grote pensioenfondsen in Nederland relatief weinig van hun kapitaal beschikbaar stellen voor investeringen met een hoog risico (Atomico, 2022; Techleap & NVP, 2021). Dit in tegenstelling tot bijvoorbeeld pensioenfondsen in Scandinavië, de Verenigde Staten, Canada, Australië en Singapore, die meer oog hebben voor durfkapitaalinvesteringen.¹⁵

Risicokapitaal aantrekken moeilijk voor duurzame startups

Topsector Energie merkt dat startende ondernemers in de klimaatsector moeite hebben om ander kapitaal aan te trekken dan subsidies. Het gaat dan bijvoorbeeld om bedrijven die mobiele generatoren ontwikkelen op basis van hernieuwbare energie, ter vervanging van dieselgeneratoren. De ervaring leert dat subsidies nooit de volledige financieringsbehoefte van zulke startups dekken. De rest moet dan worden gedekt met eigen geld, met kleinschalige private investeringen van bijvoorbeeld vrienden

¹⁵ We zien dat Europese startende en groeiende bedrijven regelmatig worden opgekocht door durfkapitalisten uit Azië of Noord-Amerika. Dit brengt het risico met zich mee dat technologie en innovatiekracht 'weglekken'.

of familie of met extern risicokapitaal, bijvoorbeeld via crowdfunding. Startende bedrijven hebben moeite om dergelijk extern risicokapitaal aan te trekken (McDonald, 2022).

2.2 Te weinig aanbod van langlopende financieringen

Niet alleen startende ondernemers die zich bezighouden met innovatieontwikkeling hebben behoefte aan meer financiering: ditzelfde geldt voor bedrijven die zich richten op het opschalen en operationeel maken van reeds ontwikkelde duurzame concepten. Ook hier is sprake van een tekort aan financiering (PWC, 2022). Dit probleem speelt bijvoorbeeld bij de bouw van elektrolyzers voor de productie van groene waterstof en bij de bouw van fabrieken voor de (massa)productie van bioplastic. Dat dit soort meer volgroeide verduurzamingsinitiatieven moeite heeft met het aantrekken van voldoende financiering, heeft onder andere te maken met de looptijd van de financiering en de beperkte mogelijkheden voor de kredietverstrekker om de lening tussentijds over te dragen aan een andere financiële instelling (de zogenaamde illiquide financieringen) of in de markt te plaatsen.¹⁶ De looptijd en/of de verhandelbaarheid van de leningen sluiten vaak onvoldoende aan bij het businessmodel van banken en pensioenfondsen (zie ook hoofdstuk 4).

¹⁶ Een financiële instelling die aandelen op de beurs koopt, kan deze op elk moment weer (met winst of verlies) verkopen. Een financiële instelling die een langlopende lening verstrekt voor de bouw van een windpark weet niet op voorhand of er een koper is als ze tussentijds de financiering wil overdragen.



Projecten voor productie van groene waterstof: lange en onzekere doorlooptijd

Het wordt steeds duidelijker dat groen geproduceerde waterstof een belangrijke rol gaat spelen in het energiesysteem van de toekomst.¹⁷ Niettemin lopen projecten die zich richten op de productie van groene waterstof tegen financieringsobstakels op. Het financieringsprobleem zit hem deels in het feit dat een waterstofproject een meerjarige en onzekere doorlooptijd heeft; kapitaal zou dus lang vast kunnen zitten. Dit is wat in de financiële sector een illiquide belegging wordt genoemd. Alleen al de realisatie van een elektrolyse-installatie zou naar schatting tussen de vijf en acht jaar kunnen duren, exclusief eventuele vertragingen elders in de keten zoals de verzwaring van elektriciteitsnetten of aansluiting op een windturbinepark. De doorlooptijd van de gehele keten zou zomaar dertien jaar kunnen bedragen (CE Delft, 2021).

Verder maken Nederlandse beleggingen slechts een bescheiden deel uit van de beleggingsportefeuilles van Nederlandse pensioenfondsen. Dit is deels verklaarbaar uit de noodzaak om het beleggingsrisico te spreiden over de thuismarkt (Europa) en de markten daarbuiten (zoals Noord-Amerika en Azië).¹⁸ Maar deels is in de portefeuilles van de Nederlandse pensioenfondsen eenvoudigweg sprake van een beperkt aandeel Nederlandse

¹⁷ Getuige onder andere het Nederlandse Nationaal Waterstof Programma en de Europese waterstofstrategie (Europese Commissie [EC], 2020).

¹⁸ Kenmerkend voor de Nederlandse pensioensector is dat men geen zogeheten 'home market bias' wil hanteren. Dit houdt in dat pensioenfondsen beleggingskansen niet overwegend binnen de nationale grenzen willen zoeken. Zie o.a. APG (2022).

beleggingen.¹⁹ Verschillende experts geven aan dat pensioenfondsen in bijvoorbeeld Scandinavië en het Verenigd Koninkrijk een andere werkwijze hanteren. Zij beleggen aanzienlijk meer in hun thuisland. De grote Nederlandse pensioensector is daarmee maar beperkt ondersteunend aan de transitie naar een duurzame economie in Nederland.

2.3 Complexiteit belemmert projectvorming en opschaling

De rode draad in de beide hiervoor besproken verklaringen voor het gebrek aan duurzame financiering is dat de beschikbaarheid van geld voor duurzame activiteiten vaak niet toereikend is om te voorzien in de vraag. Er zijn echter ook potentieel duurzame projecten die niet van de grond komen ondanks voldoende aanbod van passende financiering. Dit beschikbare geld blijft vervolgens niet op de plank liggen, maar gaat in meerderheid naar niet-duurzame projecten of naar projecten die geen positieve impact hebben.

De hier bedoelde duurzame projecten die niet van de grond komen (ondanks voldoende aanbod van passende financiering) zijn doorgaans initiatieven met een beperkt risicoprofiel, zoals het plaatsen van zonnepanelen op daken van woongebouwen of het isoleren van woningen. Hoewel zulke projecten elk afzonderlijk kleinschalig zijn, vormt de optelsom ervan noodzakelijke massa in de transitie naar een duurzame economie. Dat er in de praktijk minder vraag is naar geld voor dit soort activiteiten dan er

¹⁹ Dit kwam bijvoorbeeld aan de orde tijdens de technische briefing van Invest-NL aan de Tweede Kamer d.d. 5 oktober 2022 (Tweede Kamer, 2022).



beschikbaar is, komt onder andere doordat de betrokkenen veelal onervaren zijn en/of doordat er veel partijen bij betrokken zijn. Ze beschikken veelal niet over de benodigde expertise om de complexe coördinatie en regie te voeren en het lastige besluitvormingsproces goed te doorlopen. Daarnaast is het perspectief op de baten van verduurzaming niet altijd voor alle betrokkenen duidelijk.

Verduurzamen van woningen te complex voor particuliere woningeigenaren

Voor particuliere eigenaren, al dan niet verenigd in een Vereniging van Eigenaren (VvE) is de uitvoering van verduurzamingsinitiatieven zoals het plaatsen van zonnepanelen op het dak of het verbeteren van de isolatie vaak complex. Ze durven daardoor de stap om te starten met een project niet te zetten – ook niet als er financiering beschikbaar is en de investering zich binnen afzienbare termijn zou terugverdienen. Er ligt hier een kans om met gerichte ondersteuning van bijvoorbeeld VvE's de realisatie van de nationale verduurzamingsdoelen een flinke impuls te geven. Maar liefst 1,5 miljoen woningen maken namelijk deel uit van een VvE. Ook financiële instellingen zoals banken zouden hierbij een proactieve rol kunnen vervullen.²⁰

²⁰ Hierbij valt te denken aan een vorm van *business development* met activiteiten als: het identificeren van zonnepaneellocaties op daken en velden aan de hand van satellietfoto's, het inspecteren van de netcapaciteit via open data en/of het beschikbaar stellen van subsidies aanvullend op bancaire financiering. Een en ander vraagt ook een actieve rol van de overheid (zie hoofdstuk 4).

Soms speelt ook het zogenoemde *split incentive*-dilemma een rol. Dit is het verschijnsel dat de belangen van bijvoorbeeld een gebouweigenaar (de verhuurder) en bewoners (de huurders) uiteenlopen: de eigenaar moet de kosten van verduurzamingsmaatregelen betalen, terwijl de huurders profiteren van het resultaat, in de vorm van een lagere energierekening. Deze belangentegenstelling kan tot gevolg hebben dat verduurzamingsmaatregelen achterwege blijven.

Split incentive kan ook voorkomen binnen één en dezelfde organisatie, als gevolg van verkoking. Als bijvoorbeeld een financiële instelling krediet verleent voor klimaatadaptatiemaatregelen in de vastgoedsector, slaan de financiële voordelen daarvan met name neer bij de verzekeringstak van de instelling (in de vorm van een verlaagd risico op klimaatgerelateerde schade), terwijl de kosten en de risico's voor rekening komen van de hypotheekstak van de instelling.

Een andere factor die het van de grond komen van kleinschalige duurzame projecten belemmert, is dat ze niet aantrekkelijk zijn voor grote financiële instellingen, zoals pensioenfondsen. Kleinschalige projecten gaan voor zulke instellingen gepaard met relatief hoge uitvoeringskosten, die vanuit het perspectief van efficiëntie en het belang van de pensioendeelnemer een barrière kunnen vormen. De overheid zou hier op basis van publiek-privaat partnerschap een rol kunnen vervullen: zij zou kunnen bewerkstelligen dat de kleinschalige projecten nationaal worden gebundeld in programma's die qua schaalgrootte beter passen bij grote pensioenfondsen, verzekeraars en beleggingsfondsen. Dit bundelen van kleinschalige



projecten kan een belangrijke bijdrage leveren aan de opschaling van de duurzaamheidstransities.

2.4 Beschikbaarheid van duurzame financiering bij huidige economische ontwikkeling

We hebben hiervoor een aantal factoren besproken die verklaren waarom het vele geld dat – mede dankzij de stimuleringsprogramma's van centrale banken in de EU – de afgelopen tien jaar in de markt beschikbaar was, zo beperkt is aangewend voor duurzame financiering. We hebben vastgesteld dat er op diverse vlakken sprake is geweest van een gebrekkige aansluiting tussen het aanbod van en de vraag naar duurzame financiering.

Inmiddels is de macro-economische situatie in de wereld (en dus ook in Nederland) sterk aan het veranderen. De inflatie is hoger dan we ons tot voor kort konden voorstellen. De rente wordt stapsgewijs verhoogd en de eisen voor consumenten en bedrijven om een lening aan te vragen worden verder aangescherpt (Boer, 2022a). Wat zal dit gaan betekenen voor de beschikbaarheid en de afbouw van niet-duurzame financiering? De exacte gevolgen zijn op dit ogenblik nog niet goed in te schatten. Wij signaleren echter het risico dat de gebrekkige aansluiting tussen de vraag naar en het aanbod van duurzame financiering in de nabije toekomst verder zal toenemen.





3 INSPANNINGEN IN HET FINANCIËLE DOMEIN VOOR MEER VERDUURZAMING

In het vorige hoofdstuk hebben we beschreven dat er bij de financiering van de transitie naar een duurzame economie sprake is van een gebrekkige aansluiting tussen vraag en aanbod. Deze situatie vraagt om een oplossing. In dit hoofdstuk brengen we in beeld welke stappen er in het financiële domein tot nu toe zijn gezet om verduurzaming te bevorderen. We belichten de inspanningen van achtereenvolgens de financiële instellingen, de toezichthouders en de rijksoverheid.

3.1 Inspanningen van de financiële instellingen

De laatste jaren hebben tal van financiële instellingen eerste stappen gezet om zich voor te bereiden op en bij te dragen aan de transitie naar een duurzame economie.²¹ Deze stappen behelzen zowel het aanbieden van meer duurzame financiering als het afbouwen van financiering van niet-duurzame activiteiten. Daarnaast zet de financiële sector zich in voor het bieden van transparantie over het gevoerde duurzaamheidsbeleid. Ook

²¹ Verschillende banken zijn daarnaast gaan werken met klimaatstresstesten. De ECB heeft echter onlangs gesignaleerd dat banken de klimaatrisico's nog onvoldoende verankerd hebben in hun stresstesten en interne modellen (ECB, 2022b).

zijn er sectorbreed afspraken gemaakt over de te leveren bijdrage aan de klimaatambities.

Nieuwe vormen van financiering en aanpassingen in beleggingsbeleid

Verscheidene banken hebben specifieke investeringsfondsen ingesteld voor duurzame projecten.²² Ook zijn her en der teams opgezet die duurzame projecten kunnen beoordelen. Verder hebben banken bijvoorbeeld zogenaamde sustainability linked loans geïntroduceerd, waarbij de hoogte van de rente afhankelijk is van de mate van duurzaamheid van de aanvrager (Boer, 2022b).

Publiek-private samenwerking bij duurzame financiering

Een vorm van financiering die internationaal steeds meer wordt gebruikt om bij te dragen aan de duurzame ontwikkelingsdoelen is blended finance. Daarbij wordt publiek geld benut om privaat geld dat anders niet zou worden geïnvesteerd, te mobiliseren (Pereira, 2017). Het gaat hier dus om publiek-private samenwerking om een vliegwieleffect tot stand te brengen. Voorbeelden zijn: het Investeringsfonds Duurzame Landbouw, BespaarGarant, Nationaal Warmtefonds en Stimuleringsfonds Volkshuisvesting. Deze financiering wordt veelal ook revolverend ingezet. Dat betekent dat (een deel van) de financiering aan het eind van de looptijd c.q. bij een succesvol project weer wordt terugbetaald aan de verstrekker.

²² Recente voorbeelden zijn het Dutch Future Fund, de impactfondsen van Triodos Bank, het Sustainable Impact Fund van ABN-AMRO en het Duurzaam Investeringsfonds van ING.

In Nederland maken ook de ROM's succesvol gebruik van deze vorm van cofinanciering. Hun activiteiten richten zich op diverse transitiegebieden, zoals hernieuwbare energieproductie en energiebesparing, circulaire economie, duurzame landbouw en meer. Elke geïnvesteerde euro van een ROM levert gemiddeld tussen de 3 tot 6 euro aan private cofinanciering op (Buck Consultants International, 2022).

Daarnaast hebben verschillende pensioenfondsen het besluit genomen om niet langer te beleggen in olie en gas (zie bijvoorbeeld ABP, 2021). Zij zijn op zoek naar alternatieve, duurzamere beleggingen (zie bijvoorbeeld ABP, 2022).

Klimaatplannen van pensioenfondsen: een voorbeeld

Een van de grote pensioenfondsen in ons land heeft in een recent klimaatplan uiteengezet hoe het wil inspelen op en bijdragen aan de duurzaamheidstransitie. Het fonds kiest voor een stapsgewijze strategie. De doelstelling voor 2030 is om minimaal 30% van het fondsvermogen duurzaam te beleggen, waarvan ten minste de helft (dus 15% van het fondsvermogen) in klimaatoplossingen. Aanvullend gelden er voorwaarden voor de gehele portefeuille. Uitgesloten zijn bijvoorbeeld beleggingen in controversiële wapens, tabak en staatsobligaties van landen die onderworpen zijn aan VN- of EU-sancties. Waar de feitelijke duurzame beleggingen van pensioenfondsen zich vaak nog beperken tot specifieke fondsen of een beperkt deel van de totale beleggingen, maakt dit fonds



dus plannen om stap voor stap (een groot deel van) de portefeuille te verduurzamen. Een geleidelijke aanpak is volgens het klimaatplan van het fonds nodig omdat er nog veel onbekend is en de wereld niet stilstaat.

Met deze initiatieven maken de financiële instellingen een begin met het vergroten van (a) het aanbod van risicokapitaal, (b) het aanbod van langetermijnfinanciering en (c) de ondersteuning van initiatiefnemers bij complexe projecten. Hiermee spelen zij in op de in hoofdstuk 2 gesignaleerde gebrekkige aansluiting tussen vraag en aanbod. Tegelijkertijd moeten wij vaststellen dat deze initiatieven relatief kleinschalig zijn als we de financiële omvang ervan afzetten tegen het totale vermogen van de instellingen. De meeste aandacht binnen de financiële sector richt zich op dit moment nog op het bieden van transparantie; zie hierna.

Transparantie over duurzaamheidsbeleid

Financiële instellingen spannen zich de laatste jaren in om te komen tot meer transparantie over het duurzaamheidsbeleid dat zij voeren. Ze stellen bijvoorbeeld niet-financiële rapportages op die duidelijk moeten maken hoe duurzaam het bedrijf in kwestie is. Deze rapportages toetsen het bedrijf als geheel of een bepaald product (een verzekering of een beleggingsfonds) aan de zogenoemde ESG-indicatoren:²³ milieu- en klimaatimpact, sociale impact en governance. Belangrijk hierbij is dat het doen van valse

²³ ESG staat voor 'Environment', 'Social' en 'Governance'.

duurzaamheidsclaims (greenwashing) wordt voorkomen. Desondanks komt geenwashing nog veel voor.

De toenemende transparantie bij instellingen in de financiële sector over hun duurzaamheidsbeleid komt voor een groot deel voort uit (bestaande en aangekondigde) EU-voorschriften op dit punt:

- *De Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)*. Deze EU-richtlijn is op dit moment in voorbereiding. Zij moet de huidige Non-Financial Reporting Directive (NFRD) gaan vervangen. Beide richtlijnen verplichten grote bedrijven (waartoe ook financiële instellingen behoren) om te rapporteren over hun beleid ten aanzien van onder andere milieu, mensenrechten en corruptiebestrijding. Als de CSRD-richtlijn wordt goedgekeurd, moeten vanaf 2024/2025 méér ondernemingen over hun duurzaamheidsbeleid gaan rapporteren dan voorheen. Bovendien zullen de rapportages méér aspecten van duurzaamheid moeten omvatten.
- *De Sustainable Finance Disclosure-richtlijn (SFDR)*. Deze richtlijn trad in 2021 in werking. Ze verplicht financiële instellingen te rapporteren over hoe zij omgaan met duurzaamheidsrisico's en negatieve gevolgen van hun activiteiten. Het doel is om klanten inzicht te geven in de duurzame impact van diensten die zij afnemen van financiële instellingen.²⁴
- *De EU-taxonomie*. Deze lijst, die op dit moment wordt uitgebreid, bevat een opsomming van economische activiteiten die als duurzame investering mogen gelden. Bedrijven en financiële instellingen kunnen deze lijst gebruiken bij het nemen van investeringsbeslissingen en ook bij

²⁴ De Europese Rekenkamer is kritisch over de invoering van de verordening. De AFM heeft (in een onderzoek van 2021) vraagtekens geplaatst bij de naleving (AFM, 2022).



het opstellen van hun rapportages over hun duurzaamheidsbeleid. De huidige taxonomie toont welke economische activiteiten volgens de EU 'klimaatvriendelijk' zijn. Andere duurzaamheidsaspecten, zoals biodiversiteit en circulariteit, worden nog uitgewerkt en zullen worden meegenomen in de uitgebreide versie van de lijst.

- *De Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD)*. Deze EU-richtlijn, die op dit moment nog in voorbereiding is, richt zich op de aanpak van de negatieve impact die de activiteiten van grote bedrijven en hun toeleveranciers hebben op mensenrechten en milieu.

Kwalitatief goede niet-financiële rapportages, die op basis van voldoende data transparantie geven over het duurzaamheidsbeleid van financiële instellingen, zijn volgens ons van belang. Om zulke rapportages te kunnen opstellen zullen er voldoende en betrouwbare data beschikbaar moeten komen én zal er overeenstemming moeten worden bereikt over de te hanteren meetmethoden. Dat zijn forse opgaven, zeker voor rapportages over andere duurzaamheidsthema's dan klimaat. Internationaal wordt aan duurzaamheidsrapportagestandaarden gewerkt door onder andere de Task Force for Climate-related Financial Disclosure (TCFD), de Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (TNFD), de International Sustainability Standards Board (ISSB) en de International Financial Reporting Standards Foundation (IFRS).²⁵

²⁵ Zie TCFD Task Force on Climate-related Financial Disclosures: <https://www.fsb-tcfd.org/>, TNFD Task Force on Nature-related Financial Disclosures: <https://tnfd.global/> en IFRS - International Sustainability Standard: <https://www.ifrs.org/groups/international-sustainability-standards-board/>

Dubbele materialiteit

Bij het rapporteren over duurzaamheid moeten financiële instellingen zowel kijken naar de effecten die hun eigen handelen heeft op duurzaamheid (inside-out-perspectief) als naar de effecten die de duurzaamheidstransities hebben op hun organisatie (*outside-in-perspectief*). Dit wordt 'dubbele materialiteit' genoemd (Berenschot, 2022). Bij het *inside-out-perspectief* gaat het over de mogelijke positieve en negatieve impact die een organisatie kan hebben op het milieu (bijvoorbeeld door het vergroten van biodiversiteit), en de maatschappij (bijvoorbeeld door het verminderen van armoede). Bij het *outside-in-perspectief* gaat het over het effect van duurzaamheidsgerelateerde risico's (bijvoorbeeld als gevolg van water- of droogteschade), maar ook over de impact van duurzaamheidsgerelateerde kansen kunnen hebben op de organisatie (bijvoorbeeld als gevolg van nieuwe investeringsmogelijkheden). De vraag is in hoeverre het berekenen van dit soort materiële effecten ooit volledig mogelijk is. Duurzaamheid kent complexe dynamieken die nooit volledig gekwantificeerd en zeker niet volledig voorspeld kunnen worden (Kedward et al., 2020). Aanvullend op het berekenen van risico's zou de financiële sector naar ons oordeel moeten werken met onzekerheid. Dat impliceert dat financiële instellingen ook gebruik moeten maken van een meer kwalitatieve aanpak op basis van het voorzorgsprincipe (Tilburg et al., 2022).



De waarde van transparantie moet echter ook niet worden overschat. De rapportages worden geacht een verduurzamende werking te hebben, maar in de praktijk leiden transparantie en verantwoording lang niet automatisch tot echte verduurzaming (Gupta, Boas & Oosterveer, 2020). Wij signaleren in dit verband het risico dat de financiële sector zich in de toekomst zal blijven beperken tot het uitsluitend rapporteren over ESG-indicatoren, zonder waardevernietiging te beëindigen en waardecreatie te vergroten.²⁶

Klimaatcommitment van de financiële sector

Een belangrijke mijlpaal was er in 2019: vijftig Nederlandse banken, pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders ondertekenden toen het 'Klimaatcommitment van de financiële sector'. Daarin werd afgesproken (a) dat de financiële instellingen voortaan zouden gaan rapporteren over de klimaatimpact van hun investeringen en (b) dat zij uiterlijk in 2022 met een actieplan zouden komen om de financiering van economische activiteiten met veel CO₂-uitstoot te verminderen. Uit de eerste voortgangsrapportage over de uitvoering van het commitment blijkt dat 89% van de financiële instellingen inmiddels rapporteert over de CO₂-uitstoot die gemoeid is met (een deel van) de volgens hen relevante financieringen en investeringen (KPMG, 2021). Verder heeft 51% van de deelnemende financiële instellingen

enige vorm van actieplan gepubliceerd, waarvan enkelen streven naar klimaatneutraliteit in 2030 of 2050.²⁷

De afspraken in het Klimaatcommitment gaan verder dan tal van vergelijkbare internationale akkoorden (bijvoorbeeld de 'Glasgow Alliance for Net Zero'). Toch plaatsen wij enkele kanttekeningen bij de reële betekenis van het Klimaatcommitment voor de transitie naar een duurzame economie. De deelnemende partijen bepalen namelijk zelf welke financieringen en beleggingen relevant zijn en moeten worden meegenomen in de klimaat-impactrapportage. Zodoende rapporteren op dit moment de meeste financiële instellingen slechts over de CO₂-uitstoot van een (klein) deel van hun activa. Ook zijn de gemaakte afspraken in het Klimaatcommitment niet afdwingbaar. En last but not least: het uitbrengen van rapportages over de impact die investeringen en financieringen van de instellingen hebben op andere duurzaamheidsaspecten, zoals biodiversiteit en circulariteit van de economie, moet nog op gang komen.²⁸

²⁶ Ook in de eerste voortgangsrapportage over het Klimaatcommitment Financiële Sector (KPMG, 2021) wordt op dit risico gewezen. Vooral de indicator 'klimaatimpact' krijgt in de rapportages onevenredig veel aandacht. Dit kan deels, maar niet volledig, worden verklaard uit datagebrek. Er is meer kant-en-klaar aanbod van data over broeikasgasemissies dan bijvoorbeeld over biodiversiteit, watervervuiling of gevaarlijk afval. Tegelijkertijd staat het vermeende gebrek aan data over deze andere indicatoren op gespannen voet met de explosieve groei van satellietobservaties en biodiversiteitsdatabases. Het is mogelijk meer een probleem van operationalisatie (Haahr, 2021).

²⁷ Bij publicatie van dit advies kan op ieder moment de tweede voortgangsrapportage over het Klimaatcommitment Financiële Sector verschijnen. Deze zal meer actuele cijfers over de voortgang bevatten.

²⁸ Zie bijvoorbeeld de aanbevelingen van de internationale Task Force on Climate-related Financial Disclosure (2017).



3.2 Inspanningen van de toezichthouders

Ons nationale financiële systeem kent drie toezichthouders: De Nederlandsche Bank (DNB), de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en de Autoriteit Consument en Markt (ACM).²⁹

- DNB heeft – als onderdeel van het Eurosysteem - tot taak om te waken over de stabiliteit van het financiële stelsel. Onderdeel van die taak is het toezicht op de soliditeit en integriteit van financiële instellingen, een evenwichtige macro-economische ontwikkeling, prijsstabiliteit en een goed werkend betalingsverkeer.
- De AFM is verantwoordelijk voor het zogenoemde gedragstoezicht. Dit houdt in dat de AFM erop toeziet dat de processen die de financiële instellingen verzorgen (zoals het verstrekken van hypotheek en het aanbieden van verzekeringen) ordelijk en transparant verlopen, dat er sprake is van zuivere verhoudingen tussen de financiële instellingen en dat zij hun cliënten zorgvuldig behandelen (Financiën, 2019). De AFM zorgt dus voor eerlijke en transparante financiële markten.
- De ACM ziet toe op de concurrentie- en consumentenbeschermingsregels in de meeste sectoren van de economie. In enkele specifieke sectoren waar concurrentie niet vanzelfsprekend is (telecom, post, vervoer en energie), reguleert de ACM ook de tarieven voor consumenten. Daarnaast helpt de ACM consumenten met voorlichting en advies om hun recht te halen.

²⁹ Een belangrijke toezichtsrol is er ook voor de Europese Centrale Bank, die verantwoordelijk is voor prijsstabiliteit op Europees niveau. Sinds 2014 staan de grootste Nederlandse (systeem)banken onder direct toezicht van de ECB.

Aandacht voor transparantie in financiële markt

Ook toezichthouders besteden de laatste jaren meer aandacht aan transparantie over het door hen gevoerde duurzaamheidsbeleid. Het beter in beeld krijgen van risico's en het bevorderen van betere informatievoorziening staan daarin centraal.

DNB kondigde enige tijd geleden aan klimaatrisico's verder te zullen verankeren in haar toezichtsaanpak voor financiële instellingen, door deze risico's op te nemen in beoordelingskaders, door de omgang met deze risico's aan te kaarten in gesprekken met de instellingen en door in samenspraak met de instellingen klimaatstresstesten te ontwikkelen (DNB, 2017). Begeleiding ('guidance') van financiële instellingen staat hierbij centraal.

De AFM richt zich op enkele aandachtsgebieden binnen de financiële sector waar risico's spelen voor duurzaamheid: schokken in de waardering van financiële instrumenten, gebrek aan informatie en informatie die niet betrouwbaar is en greenwashing (AFM, 2020). Gegeven deze prioriteiten staan in het duurzaamheidstoezicht van de AFM de beschikbaarheid, kwaliteit en begrijpelijkheid van informatie voor particuliere beleggers centraal.

De AFM houdt verder bij de uitvoering van haar gedragstoezicht nadrukkelijk in de gaten dat financiële instellingen moeten rapporteren over niet-financiële aspecten van het gevoerde beleid (AFM, 2019). Ze concludeerde in het verleden meermaals dat de EU-voorschriften op dit punt niet goed werden nageleefd en dat de financiële instellingen hierin verbetering dienden te brengen. De aanpak van de AFM was vervolgens om in gesprek



te gaan met de instellingen over het belang van een betere naleving, waarbij handhaving in de toekomst niet werd uitgesloten. De AFM houdt verder ook toezicht op implementatie van de Europese Shareholder Rights Directive II-richtlijn in Nederland, die erop is gericht duurzaam aandeelhoudersbetrokkenheid te bevorderen.

Net als de AFM hecht ook de ACM – in dit geval vanuit het oogpunt van consumentenbescherming – veel belang aan het tegengaan van *greenwashing* (ACM, 2020).

Andere inzet ten aanzien van duurzaamheid

Zowel DNB als AFM richten zich dus vooralsnog vooral op beter geïntegreerd risicomanagement (door financiële instellingen) om de risico's van klimaatverandering en biodiversiteitsverlies te beheersen. DNB is de enige partij die de ambitie uitspreekt om daarnaast ook 'positieve impact' te hebben op duurzame welvaart (DNB, 2021a). Ze is nog zoekende naar manieren om dit te doen. De inzet van DNB is vooralsnog (afgezien van risicomanagement) gericht op analyses en rapportages over de risico's van klimaatverandering en biodiversiteitsverlies en het instellen van werkgroepen om praktische oplossingen te vinden (DNB, 2021a). Ook neemt DNB klimaatrisico's mee in de geschiktheidstoets van (beoogd) bestuurders en commissarissen van banken, verzekeraars en pensioenfondsen (DNB, 2021b). DNB is bij de uitvoering van het toezicht op de financiële

instellingen relatief actief op het gebied van duurzaamheid, zeker vergeleken met de centrale banken in de ons omringende landen.³⁰

3.3 Inspanningen van de rijksoverheid

Inzet voor transparantie over duurzaamheidsbeleid

Ook voor de rijksoverheid geldt dat zij zich de laatste jaren nadrukkelijker inspant om te zorgen voor meer transparantie over het duurzaamheidsbeleid van financiële instellingen. Zo heeft zij in EU-verband bijgedragen aan het tot stand brengen van de in § 3.1 besproken EU-voorschriften. Daarnaast heeft de rijksoverheid de afgelopen jaren een medebepalende rol gehad bij de totstandkoming van de controleprotocollen van de toezichthouders in de financiële sector, zoals beschreven in § 3.2.

Inzet voor startende en innovatieve bedrijven

De afgelopen jaren heeft de rijksoverheid bijgedragen aan de realisatie van een landelijk netwerk van ROM's (zie ook § 3.1), die zich richten op het ondersteunen van startende en innovatieve mkb-ondernemers met kennis en geld. Dat doen de ROM's als regionale zusterorganisaties van Invest-NL op maatschappelijke thema's zoals gezondheid, duurzaamheid, voeding en digitalisering.

³⁰ Het toezicht van DNB bestaat vooral uit prudentieel toezicht (gericht op de financiële gezondheid van instellingen) en uit toezicht op de governance, het gedrag en de cultuur bij instellingen en hun bestuurders. Het systemische risico bij financiële instellingen wordt door DNB wel onderkend, maar dit is nog niet vertaald in toezichtbeleid.



Financiering van startende en innovatieve bedrijven door ROM's

In 2021 investeerden de ROM's vanuit hun eigen fondsen € 143,7 miljoen in 250 startende en groeiende innovatieve mkb-bedrijven. Het blijkt dat ruim 50% van de bedrijven die financiering met een hoog risico aantrekken, dit mede doen met een investering vanuit een ROM (ROM, 2022). Dit illustreert dat een goede wisselwerking tussen landelijke en decentrale instrumenten van belang is voor de economische transitie.

Inzet voor nationaal beleid gericht op duurzame financiering

In verschillende landen om ons heen zijn de afgelopen jaren vanuit de nationale overheden beleidsmaatregelen en strategieën ontwikkeld om duurzame financiering te stimuleren. Zo hebben Luxemburg en Duitsland sinds 2021 een uitgebreide strategie voor duurzame financiering (Luxembourg Sustainable Finance Initiative, 2021; Bundesministerium der Finanzen et al., 2021), heeft het Verenigd Koninkrijk in hetzelfde jaar klimaatneutraliteit in 2050 als doel opgenomen in het mandaat van de centrale bank (HM Treasury, 2021) en verplichtte Frankrijk al per 2015 haar financiële instellingen om te rapporteren over klimaatgerelateerde risico's (République Française, 2015, artikel 173) en per 2019 ook over de risico's van biodiversiteitsverlies.³¹

³¹ Ook moeten Franse financiële instellingen strategieën opstellen voor het verminderen van hun biodiversiteitsimpact en vooruitgang ten opzichte van internationale doelen (République Française, 2019). Verder moeten zij sinds een update van artikel 29 van deze wet in mei 2021 rapporteren op basis van het dubbele materialiteits-concept (République Française, 2021).

Tot voor kort ontbrak dergelijk beleid in Nederland, maar daar is in juni 2022 verandering in gekomen. De minister van Financiën en de minister voor Klimaat en Energie hebben toen de *Beleidsagenda verduurzaming financiële sector* uitgebracht (Financiën, 2022), waarin zij het belang onderstrepen van duurzame financiering en benadrukken dat de financiële sector hierin een actieve rol dient te vervullen. De agenda schetst een drietal ambities:

- financiële instellingen moeten als vliegwiel fungeren voor verduurzaming;
- transitiegerelateerde (financiële) risico's moeten voldoende worden beheerst; en
- rapportagestandaarden moeten (a) inzicht bieden in alle relevante duurzaamheidsfactoren en (b) voorkomen dat bedrijven zich duurzamer voordoen dan ze in werkelijkheid zijn (*greenwashing*).

De agenda brengt vooral de samenhang in beeld tussen reeds lopende trajecten. Zo wordt ondersteuning betuigd aan het hiervoor besproken Klimaatcommitment (zie § 3.1) vanuit de financiële sector. Daarnaast vermeldt de agenda dat Nederland voorstander is van EU-beleidstrajecten om de kapitaaleisen voor banken te koppelen aan de mate waarin de kredietportefeuille (onvoldoende) duurzaam is en om de transparantie over het gevoerde duurzaamheidsbeleid te vergroten.

Het zwaartepunt van de agenda ligt op (het beheersen van) klimaatgerelateerde risico's voor financiële instellingen. Daarbij wordt maar beperkt een relatie gelegd met (de breedte van) de duurzame ontwikkelingsdoelen van



de VN. De agenda bevat geen dwingende maatregelen voor de financiële instellingen. Het document vermeldt dat de overheid pas verplichtende maatregelen gaat verkennen als de sector onvoldoende voortgang boekt. Al met al komt uit de huidige inspanningen van de rijksoverheid het beeld naar voren van een volgende en faciliterende overheid die het initiatief (grotendeels) overlaat aan de financiële sector. Voor de transitie naar een duurzame economie is naar ons oordeel echter een overheid nodig die het voortouw neemt.

Inzet voor duurzaamheidsfinanciering vanuit EU

De rijksoverheid wil er voorts aan bijdragen dat Nederland maximaal gebruikmaakt van geld dat beschikbaar is in de EU, onder meer via de European Investment Bank (EIB) en het European Investment Fund (EIF); zie kader.

European Investment Bank en European Investment Fund

De EIB en het EIF zijn belangrijke publieke financiële instellingen. Deze EU-organen financieren, altijd samen met private partijen, projecten en ondernemingen waarmee de doelstellingen van de EU kunnen worden gerealiseerd. Deze instellingen verstrekken onder gunstige voorwaarden financiering aan zowel banken als bedrijven. Tevens hebben zij vaak een rol bij het opzetten en uitvoeren van speciale EU-fondsen zoals het Europees Fonds voor Strategische Investerings (EFSI).

Voor partijen als de EIB en het EIF is het van belang dat de financieringen die zij doen voldoende omvang hebben. Ze leunen daarbij vaak op nationale investeringsinstellingen in EU-lidstaten om projecten van voldoende schaal voor te bereiden. Soms zijn deze nationale investeringsinstellingen historisch gegroeid, zoals de Duitse Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) met een breed mandaat om financieel bij te dragen aan de maatschappelijke opgaven van het land. Soms zijn ze nieuw opgericht, zoals de Green Investment Bank in het Verenigd Koninkrijk met een specifieke focus op duurzaamheid. In Nederland ontbreekt het op dit moment aan een dergelijke nationale investeringsinstelling.





4 BARRIÈRES DIE DUURZAME FINANCIERING IN DE WEG STAAN

In het vorige hoofdstuk hebben we de stappen beschreven die financiële instellingen, toezichthouders en de rijksoverheid tot nu toe hebben gezet om verduurzaming van de economie te bevorderen. De vraag naar en het aanbod van de benodigde financiering sluiten echter niet op elkaar aan, zo hebben we in hoofdstuk 2 uiteengezet. Vier barrières spelen hierbij een rol; ze staan de groei en de afbouw van niet-duurzame financiering in de weg. We beschrijven deze barrières in dit hoofdstuk.

4.1 Kortetermijnrendement dominant in businessmodel financiële instellingen

Oriëntatie op de korte termijn

Bij verreweg de meeste de partijen die actief zijn in de financiële sector is, ondanks de toenemende aandacht voor duurzaamheid, kortetermijnrendement leidend (Henderson, 2020; Schoenmaker & Schramade, 2019; Loorbach et al., 2020; McDonald, 2022b). De financiële aandeelhouderswaarde van beleggingen vormt in de praktijk de belangrijkste maat voor succes en resultaten moeten vooral op de korte termijn worden gerealiseerd

(Hart & Zingales, 2017). Deze oriëntatie op de korte termijn ontnemt het zicht op (a) de risico's die niet-duurzame investeringen op de (middel)lange termijn hebben en (b) de rendementen van duurzame investeringen die juist voorbij de korte termijn zichtbaar worden.³²

In de transitie naar een duurzame economie zullen er (veel) meer projecten en activiteiten zijn die vragen om relatief hoge investeringen vooraf. Die investeringen worden gedurende de looptijd geleidelijk terugverdiend, omdat de exploitatielasten dan relatief laag zijn. Dit geldt bijvoorbeeld voor de aanleg van windturbineparken. De kosten zitten hier vooral in de bouw van windturbines. De energieproductiekosten zijn vervolgens laag. Het doen van hoge investeringen vooraf verhoudt zich echter lastig tot de kortetermijnhorizon van financiële instellingen.³³ Daar zit dus een complicatie. Het businessmodel van de meeste financiële instellingen is nog ingericht op de bestaande ('oude') economie, waarin financieringsvragen dominant zijn met een omgekeerde uitgavencurve: beperkte investeringen vooraf en relatief hoge exploitatielasten gedurende de looptijd. Zo zijn aardgascentrales goedkoop om te bouwen, maar duurder om te laten draaien – vanwege de brandstofkosten.

De tijdshorizon die financiële instellingen hanteren bij hun investeringsbeslissingen verschilt overigens wel per type instelling (zie ook bijlage 2).

³² Een aanvullend probleem is dat banken al een aanzienlijke leningenportefeuille hebben gecreëerd in niet-duurzame sectoren van de bestaande economie. Deze *legacy*-leningen plaatsen banken voor een dilemma: financiering van nieuwe duurzame sectoren is op zichzelf aantrekkelijk, maar succes van deze nieuwkomers zou kunnen leiden tot waardeverlies in de bestaande leningenportefeuille (CEPR, 2022).

³³ Gelet op de veelal hogere investeringen bij de start hebben duurzame projecten relatief veel last van de stijgende rentekosten.

Zo werken pensioenfondsen met een langere tijdshorizon dan bijvoorbeeld banken. Maar ook bij pensioenfondsen zien we in de beleggingsportefeuille een oververtegenwoordiging van direct verhandelbare beleggingen, zoals staatsobligaties en indexen. Pensioenfondsen leggen een voorkeur aan de dag voor dit soort direct verhandelbare beleggingen boven illiquide beleggingen in bijvoorbeeld infrastructuur voor waterstoftransport, warmtenetten en de opslag van duurzaam opgewekte energie, die vaak niet direct verhandelbaar zijn.

Gehanteerde rekenmodellen niet ingericht op de termijn van de duurzaamheidstransitie

Op basis van de uitkomsten van rekenmodellen beslist een financiële instelling of zij een bepaalde economische activiteit met financiering ondersteunt en tegen welke voorwaarden. Afhankelijk van het veronderstelde risico kunnen financiële instellingen een renteopslag of -korting toekennen op de lening die aan het bedrijf in kwestie wordt verstrekt. Ook de risicograad wordt op basis van interne modellen bepaald.

Het gebruik van deze rekenmodellen werkt in het nadeel van bedrijven die financiering nodig hebben voor duurzame economische activiteiten. De modellen kijken namelijk hoofzakelijk terug: hoe groot was in het verleden de kans dat een bepaalde financiering wel of niet werd terugbetaald (EC, 2016)? Daarnaast zijn de rekenmodellen vooral ingesteld op gangbare bedrijfsmodellen. Een duurzaam bedrijfsmodel, dat bijvoorbeeld



werkt volgens het circulaire concept 'product-als-dienst',³⁴ heeft vaak andere inkomsten- en risicoprofielen. Daardoor is het niet goed binnen gangbare kaders te beoordelen. Voor innovatieve duurzame projecten en bedrijfsmodellen ontbreken dus vaak de gewenste gegevens, wat dan als een risico wordt beschouwd (PBL, 2015; SER, 2018).

De huidige indicatoren die geldverstrekkers hanteren vormen, kortom, een serieuze barrière voor het tot stand komen van de financiering voor duurzame economische activiteiten. Soms kan dit betekenen dat duurzame activiteiten niet van de grond komen.

Beperkte capaciteit voor beoordeling duurzame projecten

De deskundigheid die de instellingen in huis hebben beperkt zich veelal tot kennis over bestaande economische activiteiten. Bij financiële instellingen ontbreekt het daardoor vaak aan de benodigde capaciteit om het verdienmodel van duurzame ondernemingen op waarde te schatten. Bovendien zijn veel duurzame activiteiten sectoroverschrijdend, wat het extra lastig maakt om risico's en groeikansen in te schatten.³⁵ De instellingen beschikken bijvoorbeeld niet over specialisten met kennis over de afzetmarkt van een circulair product of over de meerprijs die mensen bereid zijn daarvoor te betalen (Tilburg et al., 2018).

³⁴ In het concept 'product-als-dienst' keren producten na afloop van een abonnementsperiode weer terug bij de leverancier. Ze worden dan vernieuwd en opnieuw in het economisch verkeer gebracht.

³⁵ Dit probleem van informatieasymmetrie en ontbrekende 'track records' is al enige tijd geleden gesignaleerd; zie bijvoorbeeld PBL (2015).

Microdata vaak niet beschikbaar

Er komen steeds meer data beschikbaar waarmee de CO₂-effecten van financiering in beeld te brengen zijn. Over de impact van financiering op andere duurzaamheidsaspecten zijn echter nog maar weinig data beschikbaar. Bovendien moeten deze data vaak gedetailleerder zijn, omdat – anders dan bij de berekening van het effect dat economische activiteiten hebben op de mondiale CO₂-uitstoot – bij de berekening van het effect dat economische activiteiten hebben op biodiversiteit, luchtkwaliteit en uitputting van ecosysteemdiensten rekening moet worden gehouden met lokale, gebiedspecifieke omstandigheden. Pogingen om te werken met reële data en validatie nemen de laatste jaren en grote vlucht, maar zijn nog niet op alle onderdelen op het gewenste niveau. De landbouwsector heeft op dit punt al een sterke informatiebasis: de zogeheten 'kwantitatieve informatie' die al sinds jaar en dag wordt verzameld door Wageningen University & Research en het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS). Toch ontbreekt er nog veel informatie die de financiële sector nodig heeft.

Slotom: het niet-gangbare moet gangbaar worden

De kortetermijnnoriëntatie van financiële instellingen, de door hen gehanteerde rekenmodellen, de beperkte capaciteit die zij hebben voor de beoordeling van duurzame projecten en het gebrek aan goede data over hun duurzaamheidsimpact – dit alles heeft veel te maken met gangbaarheid. De financiële sector is logischerwijs sterk ingesteld op het financieren van gangbare activiteiten in de bestaande economie en gangbare processen in financiële markten.



De overgang van niet-duurzame naar duurzame financiering zal voor een deel gelijk opgaan met algemene verduurzaming van de bestaande economie. De omslag naar duurzame financiering gaat wat dat betreft om het gangbaar maken van het niet-gangbare. Immers, zodra bijvoorbeeld duurzame landbouw de norm is, zal financiering voor deze sector per definitie óók duurzaam zijn. Gedurende de transitie zal duurzame financiering de normalisering van duurzame economische activiteit versnellen.

4.2 Regels en toezicht op financiële sector weinig gericht op verduurzaming

Mandaat voor toezicht op duurzaamheid beperkt toegepast

Het primaire toezichtsmandaat van centrale banken zoals DNB is om toe te zien op de stabiliteit van het financiële stelsel.³⁶ Er is discussie over de vraag of verduurzaming valt, of zou moeten vallen, onder dit primaire mandaat. Diverse (internationale) organisaties vinden van wel (WWF, 2022; DNB, 2021ac). Maar sommigen wijzen op het gevaar dat de primaire taak van toezichthouders hierdoor kan verwateren.³⁷ Wij onderschrijven de staande praktijk van de DNB en ook de ECB dat (on)duurzaamheid, gelet op de financiële risico's, een integraal onderdeel vormt van hun mandaat.

³⁶ Dit is vastgelegd in artikel 1:24 van de Wet op het financieel toezicht (Wft).

³⁷ De discussie over het mandaat van de centrale bank van het Verenigd Koninkrijk is in dit verband illustratief. Het mandaat werd in 2021 uitgebreid om het regeringsdoel 'netto geen CO₂-uitstoot in 2050' te ondersteunen. Er volgde een ingezonden brief in de Financial Times waarin een voormalig gouverneur van diezelfde centrale bank scherpe kritiek uitte op de verbreding van het mandaat. De centrale banken zouden, na alle onconventionele ingrepen in de nasleep van de bankencrisis, opnieuw te ver afwijken van het inflatiemandaat als centrale doelstelling (Skidelsky, 2021).

Desondanks signaleren wij dat toezicht op duurzaamheid in de financiële sector beperkt wordt toegepast. Dat komt tot uiting in:

- een te beperkte focus op klimaat (en dus niet op de breedte van de duurzame ontwikkelingsdoelen van de VN);
- een te beperkte focus op beheersing van financiële risico's (en dus niet op positieve impact);
- een te beperkte focus op agenderen (en dus niet op handhaven).

De bestaande mandaten volstaan in de praktijk om met sectorpartijen in gesprek te gaan, maar bieden slechts beperkt grond om te handhaven. Immers, een toezichthouder kan pas handhaven als de overheid daarvoor een wettelijke basis schept.

Huidige kapitaaleisen aan financiële instellingen ongunstig voor duurzame investeringen

Binnen de EU zijn na de financiële crisis van 2008-2011 afspraken gemaakt over de risicobuffers die banken en verzekeraars moeten aanhouden om bestand te zijn tegen onverwachte verliezen. Voor de banken zijn deze afspraken vastgelegd in het zogenoemde Basel III-akkoord. Voor verzekeraars geldt het Solvency II-toezichtregime, dat een vergelijkbaar karakter heeft. Kort gezegd gelden er voor banken en verzekeraars kapitaaleisen die bepalen hoeveel geld zij als buffer moeten aanhouden.

In EU-verband wordt inmiddels gekeken naar de mogelijkheid om de kapitaaleisen voor niet-duurzame investeringen te verzwaren en de



kapitaaleisen voor groene investeringen te verlichten.³⁸ Dat zou recht doen aan het feit dat niet-duurzame investeringen op de langere termijn verhoogde risico's met zich meebrengen voor het financiële systeem, terwijl duurzame investeringen juist op langere termijn zorgen voor een verkleining van de systeemrisico's (Schoenmaker & Tilburg, 2016). Echter, zolang deze beleidswijziging nog niet van kracht is, zijn niet-duurzame investeringen relatief gunstig voor banken en verzekeraars. Immers, de negatieve milieueffecten zijn nog niet geprijsd én de duurzaamheidsrisico's leiden niet tot hogere kapitaaleisen.

Relatie tussen kapitaaleisen en bankenbelasting

Tijdens de financiële crisis van 2008-2011 bleek de overheid garant te staan voor risico's in het financiële systeem: banken werden met overheidssteun overeind gehouden omdat zij te belangrijk waren om failliet te gaan. In 2012 is een bankenbelasting geïntroduceerd om deze impliciete staatsgarantie te 'beprijzen'. Ook kwamen er strengere kapitaaleisen voor banken.

De introductie van deze instrumenten werd destijds vooral ingegeven door de afwezigheid van voldoende financiële buffers bij banken. De situatie is inmiddels echter veranderd. Er ligt nu een andere vraag voor:

³⁸ De ECB heeft in 2020 toezichtsverwachtingen gedefinieerd met betrekking tot de klimaat- en milieurisico's van financiële instellingen. Op basis daarvan is in 2022 een 'thematic review' van 186 banken uitgevoerd, om te zien in hoeverre de risicoprofielen en het beleid van de banken in lijn zijn met de gestelde toezichtsverwachtingen. In de eindrapportage meldt de ECB dat een klein aantal instellingen dusdanig achterloopt, dat dit gevolgen heeft voor de kapitaaleisen die aan hen worden gesteld. Bovendien moeten alle instellingen uiterlijk in 2024 volledig voldoen aan de toezichtsverwachtingen, om soortgelijke maatregelen te voorkomen (ECB, 2022c).

zijn de beprijzing van impliciete staatsgaranties en de voorgeschreven omvang van de buffers voldoende, gelet op de systeemrisico's die niet-duurzame kredietportefeuilles met zich meebrengen voor zowel banken als de overheid?

4.3 Oververtegenwoordiging van staatsobligaties in portefeuilles van pensioenfondsen

Met het oog op de transitie naar een duurzame economie zou het wenselijk zijn als pensioenfondsen langetermijnbeleggingen doen in bijvoorbeeld duurzaam vastgoed en in infrastructuur voor bijvoorbeeld waterstoftransport, warmtenetten of energieopslag. Daarnaast zouden beleggingen in aandelen van duurzame bedrijven de transitie ondersteunen. Pensioenfondsen en pensioenverzekeraars hebben, zoals we in hoofdstuk 3 hebben beschreven, soms ambitieuze plannen om verder te verduurzamen. Maar ze ervaren hierin aanzienlijke barrières.³⁹ Eén zo'n barrière is de rol die staatsobligaties vervullen binnen het Nederlandse pensioenstelsel (inclusief de daaraan gekoppelde renteafdekking).

De huidige portefeuilles van Nederlandse pensioenfondsen zijn rentegevoeliger dan gebruikelijk is in veel andere pensioenstelsels, zoals die van Canada en Australië. Dit komt doordat Nederlandse pensioenfondsen in het huidige stelsel werken met pensioengaranties. Staatsobligaties sluiten hier

³⁹ Denk bijvoorbeeld ook aan hoge organisatiekosten om complexe infrastructuurprojecten op te zetten én een gebrek aan aantrekkelijke beleggingsmogelijkheden in Nederland (die in andere landen bijvoorbeeld wel beschikbaar komen dankzij het werk van de daar aanwezige nationale investeringsinstellingen).



goed op aan, omdat zij op praktisch elk moment kunnen worden verkocht en bovendien veilige inkomsten bieden. Het grote gewicht van dergelijke beleggingen in de portefeuilles van Nederlandse pensioenfondsen brengt echter ook nadelen met zich mee. Staatsobligaties bieden een weliswaar zeker, maar vaak niet voor inflatie gecorrigeerd rendement én ze dragen minder bij aan de opbouw van een duurzame economie dan gerichte beleggingen.

In het nieuwe pensioenstelsel, dat naar verwachting in 2023 in werking treedt, zullen deze regels worden aangepast.⁴⁰ De pensioengarantie vervalt dan en pensioenuitbetalingen kunnen jaarlijks gaan fluctueren. Gegarandeerde inkomsten die worden verkregen met staatsobligaties worden in theorie dan van minder groot belang. Daarmee ontstaat in principe meer ruimte voor pensioenfondsen om te kiezen voor langetermijnbeleggingen in de duurzaam vastgoed en kerninfrastructuur. Bovendien kunnen juist deze langetermijnbeleggingen ook stabiele inkomsten opleveren, die vaak ook nog eens oplopen met de inflatie, in tegenstelling tot staatsobligaties.

Niettemin achten wij de kans groot dat staatsobligaties oververtegenwoordigd zullen blijven in de portefeuilles van pensioenfondsen. Wij verwachten namelijk dat de pensioenfondsen voor het overgrote deel zullen overgaan op *lifecycle investing*, waarbij rekening wordt gehouden met de levensfase

⁴⁰ In juni 2019 hebben het kabinet en werkgevers- en werknemersorganisaties in het Pensioenakkoord afspraken gemaakt over een nieuw pensioenstelsel. De hieruit voortgekomen Wet toekomst pensioenen zal in juli 2023 in werking treden, onder voorbehoud van goedkeuring van het wetsvoorstel door de Tweede en Eerste Kamer.

van deelnemers. Deelnemers hebben (naarmate zij ouder worden) behoefte aan een voorspelbaar pensioen, wat naar verwachting zal worden gerealiseerd met staatsobligaties. Daarnaast wordt de mogelijkheid geïntroduceerd om bij het bereiken van de pensioenleeftijd 10% van het pensioen op te nemen. Pensioenfondsen zullen hiervoor buffers moeten aanhouden. Ook hiervoor bieden staatsobligaties een uitkomst. Onze zorg is dat dit in de praktijk ten koste zal gaan van niet-liquide beleggingen in duurzaam vastgoed en duurzame kerninfrastructuur, hoewel deze een relatief stabiel rendement opleveren.

4.4 Versnipperd overheidsaanbod van financiering en projectondersteuning

Indien financiële instellingen geen financiering beschikbaar stellen voor verduurzaming van de economie, kan de overheid ervoor kiezen die rol op zich te nemen. Zij kan op die manier het marktfalen (deels) opheffen. Het ligt met name voor de hand om dit als overheid te doen wanneer de (financiële) risico's te groot zijn voor financiële instellingen of wanneer er geen financieel maar wel een maatschappelijk rendement te behalen is.

De afgelopen jaren heeft de Nederlandse overheid een groot aantal investeringsorganisaties en financieringsfondsen opgericht om innovatieve ontwikkelingen en duurzame economische activiteiten te stimuleren. Op die manier is de overheid een speler geworden binnen de financiële sector. Soms rechtstreeks, door financieringen of verzekeringen te verstrekken aan bedrijven. Soms meer indirect, door financiering te verstrekken aan



financiële instellingen die het kapitaal op hun beurt doorgeleiden naar eindgebruikers. Veel – zo niet de meeste – van deze investeringsorganisaties die de overheid heeft opgericht hebben als doelstelling om samen met private partijen investeringen te doen. Invest-NL mag bijvoorbeeld geen meerderheidsbelang nemen in de bedrijven die zij ondersteunt.

De aanpak van de overheid heeft tot gevolg gehad dat er door de jaren heen een grote diversiteit is ontstaan van organisaties en fondsen.⁴¹ Denk aan Invest-NL, Invest-Internationaal, de Nederlandse Financieringsmaatschappij voor Ontwikkelingslanden (FMO) en het Stimuleringsfonds Volkshuisvesting.

Anders dan veel andere landen in de EU beschikt Nederland niet over één grootschalige nationale investeringsinstelling die kan optreden als herkenbare partner voor private partijen en pensioenfondsen bij het opzetten en financieren van grootschalige investeringen in de transitie naar een duurzame economie (Mazzucato & Penna, 2016). Duitsland en Frankrijk hebben bijvoorbeeld wél zo'n nationale investeringsinstelling; zie kader.

Doordat het overheidsaanbod van financiering en ondersteuning voor duurzame economische activiteiten versnipperd is, moeten private partijen in Nederland die op zoek zijn naar kapitaal, zakendoen met een groot aantal semipublieke entiteiten op de financiële markt. In de praktijk vormt dit een drempel voor de initiatieven van innovatieve en duurzaam opererende

⁴¹ Ook de Algemene Rekenkamer constateert dit in haar onderzoek naar revolverende fondsen (Algemene Rekenkamer, 2019).

ondernemingen. Bovendien ontbreekt het door de veelheid aan instellingen aan de nodige regie en slagkracht, zoals die er in het buitenland wel is, met nationale investeringsinstellingen als centrale partijen die kapitaal in de richting van publieke transitieopgaven kunnen sturen.

Aanvullend op het brede palet van organisaties en financieringsfondsen heeft de Nederlandse overheid de afgelopen jaren ook nog afzonderlijke subsidiefondsen geïntroduceerd voor specifieke maatschappelijke opgaven. Denk aan het Nationaal Groeifonds, het Stikstoffonds en het Klimaatfonds. Deze fondsen vergroten de versnippering van het financieringsaanbod. Er zitten bovendien nog twee andere nadelen aan vast. In de eerste plaats worden de subsidiefondsen door de ministeries zelfstandig beheerd. Dit betekent dat er geen gebruik wordt gemaakt van de kennis en ervaring die financiële instellingen hebben als het gaat om financiële ondersteuning van economische activiteiten. In de tweede plaats mist de overheid met de keuze voor subsidiefondsen een kans om eventueel rendement van de ondersteunde projecten te verzilveren. Daarmee zijn de lasten en risico's voor rekening van de overheid, terwijl de winst naar private partijen gaat.

Inspiratie uit het buitenland

Buitenlandse overheden dragen met de inzet van uiteenlopende maatregelen bij aan het beschikbaar komen van gerichte financiering voor verduurzaming van de economie. We beschrijven hieronder zeven inspirerende voorbeelden. Ze tonen aan dat actief nationaal beleid voor duurzame financiering – ondanks de internationale verwevenheid van het financiële systeem – mogelijk is.



1. *Opzetten duurzame investeringsbank.* In het Verenigd Koninkrijk heeft de nationale overheid in 2012 de Green Investment Bank opgericht. Deze groene investeringsbank was aanvankelijk een staatsbank, met een kapitalisatie van 3 miljard pond. De investeringsbank is in 2017 geprivatiseerd. De Britse regering heeft echter aangegeven het instrument te missen en heeft daarom in 2021 opnieuw een groene staatsbank opgericht, de UK Infrastructure Bank.
2. *Inzetten van nationale investeringsinstelling voor duurzaamheids transitie.* De Duitse Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) is oorspronkelijk door de nationale overheid opgericht als onderdeel van het Marshallplan. De KfW haalde in 2021 € 83 miljard op uit de internationale kapitaalmarkt. Bovendien gaat de overheidsbank de samenwerking versterken met de financiële sector om innovatie in duurzame financiële producten te bevorderen.
3. *Oprichting openbare investeringsbank.* In 2013 heeft de Franse overheid een openbare investeringsbank opgericht, Bpifrance. De investeringsbank is ontstaan uit een fusie van de Caisse des dépôts et consignations en EPIC BPI-Groupe. Bpifrance is bedoeld als een one-stop-shop voor Franse ondernemers die op zoek zijn naar risico-dragend of langlopend kapitaal. De organisatie presenteert zich als financiële instelling met een private cultuur, die het collectieve belang dient.
4. *Nationale coördinatie van duurzame financiering.* Singapore heeft de afgelopen jaren sterk ingezet op coördinatie tussen alle partijen die betrokken zijn bij de financiële sector: de centrale bank (MAS), het Sovereign Wealth Fund (GIC), de nationale investeringsinstelling

(Temasek) en het Wealth Management Institute (WMI) alsmede de effectenbeurs (SGX). Deze samenwerking leidt onder andere tot grootschalige investeringen in de transitie naar de duurzame economie in samenwerking met (private) beleggers en (buitenlandse) pensioenfondsen.

5. *Verankering van duurzaamheid in mandaat centrale bank.* In het Verenigd Koninkrijk heeft de nationale overheid de taakstelling van de centrale bank in 2021 in overeenstemming gebracht met de doelstelling om in 2050 netto geen CO₂ uit te stoten.
6. *Instellen van nationale transparantiewetgeving voor financiële instellingen.* In 2015 heeft de Franse nationale overheid financiële instellingen wettelijk verplicht om strategieën op te stellen voor klimaatrisico's en te rapporteren over de beheersing van deze risico's. Deze verplichtingen gelden sinds 2021 ook voor biodiversiteitsrisico's.
7. *Investering in durfkapitaalfondsen door pensioenfondsen.* In Scandinavië beleggen pensioenfondsen zeven keer meer in durfkapitaalfondsen dan gemiddeld in de EU. Zweden scoort in dit opzicht het hoogst (Atomico, 2021). Dit toont dat pensioenfondsen een belangrijke rol kunnen spelen in de transitie naar een duurzame economie, waar innovaties van groot belang zijn.





5 CONCLUSIES

De afgelopen jaren zijn in het Nederlandse financiële domein eerste stappen gezet om te komen tot (meer) duurzame financiering. Voorbeelden zijn:

- het *Klimaatcommitment van de financiële sector* uit 2019, waarin vijftig Nederlandse banken, pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders met elkaar afspraken om voortaan te rapporteren over de klimaatimpact van hun investeringen en een actieplan te maken voor het terugschroeven van de financiering van activiteiten met veel CO₂-uitstoot;
- publicaties van de toezichthouders in de financiële sector (DNB, AFM en ACM), waarin zij meer aandacht vragen voor verbetering van het risicomanagement bij financiële instellingen, gericht op beheersing van de risico's van met name klimaatverandering; en
- de *Beleidsagenda verduurzaming financiële sector* van de minister van Financiën en de minister voor Klimaat en Energie, met daarin onder meer de ambitie om financiële instellingen als vliegwiel te laten fungeren voor verduurzaming en hen via rapportagestandaarden inzicht te laten geven in hun inzet voor verduurzaming.

Ons valt op dat de partijen in het financiële domein zich vooralsnog hoofdzakelijk richten op het bieden van transparantie. Dat is belangrijk, maar niet voldoende in het licht van de onvermijdelijke transitie naar een duurzame economie. De financiële sector zal sterker moeten anticiperen op

de totstandkoming van deze duurzame economie en een grotere bijdrage moeten leveren aan de concrete stappen die nodig zijn voor de daadwerkelijke transitie.

Verder valt ons op dat de meeste partijen in de financiële sector hun inzet grotendeels beperken tot de klimaatopgave. Ook hier geldt: dat is belangrijk, maar niet voldoende. De transitie naar een duurzame economie vereist dat financiële instellingen daarnaast nadrukkelijk werken aan de andere duurzaamheidsopgaven, zoals biodiversiteit, behoud van natuurlijk kapitaal, circulariteit en inclusie.

We hebben in dit advies vastgesteld dat er in de financiële sector vier barrières zijn voor de transitie naar een duurzame economie: (1) een focus op kortetermijnrendement bij de financiële instellingen, (2) regels en toezicht die te weinig gericht zijn op verduurzaming, (3) een oververtegenwoordiging van staatsobligaties in de beleggingen van pensioenfondsen en (4) een versnipperd overheidsaanbod van duurzame financieringen en projectondersteuning.

Gegeven deze vier barrières achten wij het niet waarschijnlijk dat de financiële sector in ons land de benodigde stappen zelfstandig kan zetten. Wij denken dat daarvoor aanvullend overheidsbeleid nodig is: niet alleen stimulerend en faciliterend, maar ook dwingend. Oftewel: een wortel-en-stokbenadering. De *Beleidsagenda verduurzaming financiële sector* vermeldt echter dat de Nederlandse overheid pas verplichtende maatregelen gaat

verkennen als de financiële sector onvoldoende voortgang boekt. Wij zijn van oordeel dat hiermee niet kan worden gewacht.





6 AANBEVELINGEN

De Nederlandse overheid heeft diverse mogelijkheden om financiële instellingen zodanig te sturen dat zij (a) anticiperen op de totstandkoming van een duurzame economie en (b) actief bijdragen aan de transitie daar-naartoe. Hiertoe heeft de overheid met de *Beleidsagenda verduurzaming financiële sector* de eerste stappen gezet. Wij denken echter dat de overheid een nog actievere rol moet nemen; we doen daarvoor in dit hoofdstuk vier aanbevelingen. Deze vier aanbevelingen vormen een aanvulling op de aanbevelingen die wij eerder hebben gedaan om met de inzet van beprijzing, regulering en normering van niet-duurzame economische activiteiten te komen tot een samenhangend beleid voor de transitie naar een duurzame economie (Rli, 2019). Juist in combinatie kunnen onze oude en nieuwe aanbevelingen het tempo van de (onvermijdelijke) transitie naar een duurzame economie versnellen.

6.1 Veranker duurzame ontwikkeling in het businessmodel van financiële instellingen

Het bestaande businessmodel van de financiële instellingen in ons land vormt een barrière voor de bijdrage die zij moeten leveren aan de transitie naar een duurzame economie. Het businessmodel beschrijft de instrumenten waarmee een organisatie waarde kan creëren, leveren en

behouden. Het gaat daarbij bijvoorbeeld om de gebruikte reken- en beslismodellen en de manier van werken.

Het is naar ons oordeel belangrijk dat er bij financiële instellingen meer inzicht ontstaat in de positieve en negatieve impact van hun financieringen en hun afhankelijkheden van de transitie. De minister van Financiën zal daartoe van de partijen die het *Klimaatcommitment* hebben ondertekend moeten vragen om in hun voortgangsrapportages, vooruitlopend op EU-regels zoals de CSRD- en de CSDDD-richtlijn, ook over andere duurzaamheidsaspecten dan alleen klimaatimpact te rapporteren. De rijksoverheid zou de capaciteitsopbouw voor het opstellen van voortgangsrapportages over deze andere duurzaamheidsaspecten de eerste jaren kunnen ondersteunen, om te voorkomen dat het uitbreiden van de rapportage ten koste gaat van de voortgang op het klimaatcommitment.

Verder is het naar ons oordeel belangrijk dat de traditionele rekenmodellen waarmee op dit moment financieringsbesluiten tot stand komen, worden omgezet naar toekomstgerichte modellen die zijn afgestemd op de (transitie naar een) duurzame economie. Toezichhouders en financiële instellingen zullen hierbij samen moeten optrekken. Concreet stellen wij voor om de benodigde herziening van de rekenmodellen aan te jagen met pilotprojecten waarin niet alleen de wetenschap, planbureaus en pensioenfondsen zijn vertegenwoordigd, maar ook koplopers uit de duurzame economie met praktische ervaring. Aanvullend stellen wij voor dat deze partijen samen een 'klimaateconomisch' scenario ontwikkelen dat kan worden gebruikt als basis voor de rekenmodellen. Hiervoor zouden de macro-economische

verkenningen van het CPB en de klimaatscenario's van het PBL in combinatie als vertrekpunt kunnen dienen. De volgende stap is om het 'klimaateconomisch' scenario te verbreden, zodat deze ook de andere duurzaamheidstransities omvat.

De hier bepleite voortgangsrapportage en nieuwe rekenmodellen zullen eraan bijdragen (a) dat er meer geld wordt ingezet voor de financiering van een duurzame economie (b) dat er minder geld wordt ingezet voor de niet-duurzame economie. Dat is echter niet genoeg om te komen tot echt duurzaam handelen. Aanvullend doen wij daarom de volgende aanbevelingen:

- De minister van Onderwijs, Cultuur en Wetenschap (OCW) zou meer aandacht moeten geven aan duurzame ontwikkeling in de financieel-economische opleidingen. Hij zou daartoe de WO-raad, de HBO-raad en de MBO-raad moeten vragen om in beeld te brengen hoe het transitiedenken kan worden verankerd in de financieel-economische opleidingen.
- De minister van Financiën zou in samenwerking met de minister van OCW de financiële sector moeten aansporen om een opleidingsprogramma 'duurzame financiering' op te zetten. Wij denken daarbij niet aan een heel nieuw programma, maar aan het bundelen en breder ontsluiten van bestaande trainingen en opleidingen, toegesneden op de kennisbehoefte van bestuurders, leden van raden van commissarissen, financieel adviseurs en accountants.
- In de Corporate Governance Code zijn principes opgenomen voor een goede governance die ook van toepassing zijn op de meeste financiële instellingen in Nederland. De code is recent herzien. Een nieuw element is dat bestuurders van vennootschappen bij het bepalen van de



strategie en het nemen van beslissingen de houdbaarheid en duurzaamheid op de lange termijn centraal moeten stellen. Dit is een positieve ontwikkeling. De minister van Economische Zaken en Klimaat (EZK) zou in de aanstaande kabinetsreactie voorstellen moeten doen om de naleving van de code te borgen. Wij pleiten er in dat kader voor dat het beloningsbeleid mede gekoppeld wordt aan duurzaamheidsprestaties.

- De minister van Financiën zou, in afstemming met de betreffende vakministers, ondersteuning moeten bieden bij de ontwikkeling van microdata voor het bepalen van de effecten op duurzaamheid van financieringen. In dit verband onderschrijven wij de ambities uit de *Beleidsagenda verduurzaming financiële sector* en pleiten wij ervoor om pilots en onderzoek op dit terrein krachtig te ondersteunen.
- De minister van Financiën zou van staatsdeelnemingen de hoogste standaard voor niet-financiële rapportages moeten vragen. Dit geldt bijvoorbeeld voor de BNG Bank, de Nederlandse Waterschapsbank en financiële instellingen waarin de Staat aandeelhouder is. De rijksoverheid moet volgens ons bovendien als aandeelhouder van staatsdeelnemingen een voorbeeldfunctie vervullen door de betreffende organisaties niet alleen aan te spreken op financieel rendement, maar ook op maatschappelijk rendement.

6.2 Geef verduurzaming een grotere rol in regels voor en toezicht op financiële sector

A. *Expliciteer de scope van het duurzaamheidsbegrip binnen het bestaande mandaat van toezichthouders*

Duurzaamheid valt gelet op de financiële risico's die verbonden zijn aan financiering van niet-duurzame activiteiten nadrukkelijk onder de bestaande toezichtsmandaten van DNB, AFM, ACM. Er is evenwel discussie over de scope van het duurzaamheidsbegrip binnen de bestaande mandaten. Duurzaamheid moet daarom volgens ons worden geëxpliciteerd in ondermeer de Bankwet. Hierbij kan de wetgever aansluiten op de eerdere ervaring met de Pensioenwet waarbij duurzaamheid (vertaald in ESG-indicatoren⁴²) is opgenomen als fiduciaire plicht van bestuurders. Een expliciet mandaat voor het houden van toezicht op de gevolgen van de duurzaamheidstransities geeft democratische legitimering aan verduurzamingsinspanningen van toezichthouders in de financiële sector. En het stelt hen in staat hier effectiever op te handhaven. Voor bepaalde onderdelen van de toezichtstaak van DNB (het banktoezicht) zal dat op Europees niveau moeten worden verankerd.

Belangrijk bij dit alles is dat de toezichthouders handelen op basis van een eenduidig duurzaamheidsbegrip. Dat voorkomt wisselvalligheid in het toezicht en schept heldere verwachtingen in de sector. Wij stellen voor om op dit punt het begrip 'dubbele materialiteit' te hanteren en om aan

⁴² ESG staat voor 'Environment', 'Social' en 'Governance'.



te sluiten bij de duurzame ontwikkelingsdoelen van de VN. Het concept 'dubbele materialiteit', waarbij zowel wordt gekeken naar de financiële risico's voor de financiële instellingen als naar de maatschappelijke effecten die veroorzaakt worden door hun handelen, wordt steeds meer omarmd in de financiële sector en is bijvoorbeeld in Frankrijk al opgenomen in wetgeving. Daar waar de duurzame ontwikkelingsdoelen onvoldoende houvast bieden, zal de EU-taxonomie van duurzame investeringen op korte termijn uitkomst bieden. Deze taxonomie wordt immers de komende jaren stapsgewijs volledig geoperationaliseerd en is voor klimaat reeds toepasbaar.

B. Verduurzaam de kapitaaleisen voor financiële instellingen

Wij onderschrijven de opvatting van de rijksoverheid, zoals verwoord in de *Beleidsagenda verduurzaming financiële sector*, dat het nodig is om op EU-niveau de kapitaaleisen aan financiële instellingen zodanig aan te passen, dat ze de risico's (op instellingniveau maar ook systemisch) van duurzame versus niet-duurzame investeringen beter weerspiegelen. Met andere woorden, hogere duurzaamheidsrisico's bij financiële instellingen moeten leiden tot hogere kapitaaleisen. Dat maakt het voor banken en verzekeraars gunstig om minder niet-duurzame activiteiten te financieren en méér geld te steken in duurzame activiteiten. Hogere kapitaaleisen zorgen er bovendien voor dat instellingen, als financiële risico's zich daadwerkelijk manifesteren, beter in staat zijn om deze zelf op te vangen.

Wij roepen de rijksoverheid in dit verband op om, als inbreng voor het EU-debat over de actualisatie van de Basel-III- en Solvency-II-kapitaaleisen, proactiever voorstellen te ontwikkelen. Verder ondersteunen wij de

suggestie van DNB om meer aandacht te besteden aan de risico's van complexe concentratie van duurzaamheidsrisico's (DNB, 2022c). Deze aanpassingen ten aanzien van de kapitaal- en concentratie-eisen dragen bij aan zowel de afbouw van financiering voor de niet-duurzame economie als aan het beschikbaar krijgen van meer langlopende financiering, ook vanuit de bancaire instellingen.

C. Verduurzaam de bankenbelasting zodra meetinstrumenten beschikbaar zijn

Na de financiële crisis van 2008 tot 2011 is de bankenbelasting ingevoerd om de overheidsgarantie voor systeemrisico's te beprijzen. Het onderliggende probleem was het ontbreken van voldoende financiële buffers bij banken. Zoals wij hebben aangegeven in hoofdstuk 3, hebben de banken inmiddels buffers opgebouwd.

Wij zijn er voorstander van dat de bankenbelasting zodanig wordt aangepast, dat zij rekening houdt met de risico's die een niet-duurzame kredietportefeuille met zich meebrengt en wordt toegesneden op de risico-problematiek van vandaag én morgen. Concreet betekent dit dat er volgens ons ook moet worden gekeken naar het *type* leningen dat banken hebben uitstaan. Als een bank veel geld heeft uitstaan bij risicovolle bedrijven en weinig bij toekomstbestendige bedrijven, dan is in de transitieperiode het totale risico waaraan zo'n bank blootstaat, heel groot. Dat zou tot uiting moeten komen in de vormgeving van de bankenbelasting. Hiermee blijft niet alleen de impliciete overheidsgarantie beprijsd, maar vormt de bankenbelasting ook een stimulans voor de transitie naar een duurzame economie.



Op dit moment is het nog niet haalbaar om de negatieve impact van uitstaande financieringen onomstotelijk vast te stellen als belastinggrondslag. Maar met de EU-taxonomie en andere rapportagestandaarden komt dat moment steeds dichterbij. Wij adviseren daarom de bankbelasting te verduurzamen zodra het meetinstrumentarium beschikbaar is.

D. Tante Agaath-regeling nieuwe stijl: toegespitst op duurzaamheid

Beschikbaarheid van voldoende risicokapitaal is een belangrijke voorwaarde om te komen tot duurzame innovaties die vervolgens kunnen worden opgeschaald. Ook particulieren spelen een grote rol in het beschikbaar stellen van deze vorm van financiering. Wij pleiten er daarom voor te verkennen of met fiscale maatregelen kan worden gestimuleerd dat meer particulieren hun vermogen aanwenden voor duurzame innovaties. Wij denken daarbij bijvoorbeeld aan een Tante Agaath-regeling nieuwe stijl: toegespitst op duurzaamheid. Deze maatregel levert een bijdrage aan het in hoofdstuk 2 gesignaleerde tekort aan financiering met een hoog risicoprofiel.

6.3 Stimuleer duurzame beleggingen in het nieuwe pensioenstelsel

Wij bevelen de minister voor Armoedebeleid, Participatie en Pensioenen (APP) aan om de vernieuwing van het pensioenstelsel te benutten om pensioenfondsen meer actieve beleggingen te laten doen in de transitie naar een duurzame economie. De fondsen zouden bijvoorbeeld meer van hun fondsvermogen kunnen beleggen in energie-infrastructuur en duurzaam vastgoed. Cruciaal daarbij is dat het verwachte

langetermijnrendement van dit type stabiele en aan de inflatie gekoppelde beleggingen⁴³ op waarde wordt geschat in de door de overheid gereguleerde rekenregels en -modellen.

Tot op heden zijn er geen signalen dat de door ons bepleite duurzame niet-liquide beleggingen, op basis van de rekenregels en -modellen in het nieuwe pensioenstelsel een groter aandeel zullen krijgen binnen de portefeuilles van pensioenfondsen. Dit is volgens ons een gemiste kans, omdat beleggingen in infrastructuur en duurzaam vastgoed cruciaal zijn voor de transitie naar een duurzame economie. Het goed op waarde schatten van het verwachte langetermijnrendement van dit type beleggingen in de door de overheid gereguleerde rekenregels en -modellen zou daarmee een stevige bijdrage leveren aan de in hoofdstuk 2 gesignaleerde tekort aan langlopende financiering. Bovendien levert dit type beleggingen relatief stabiele inkomsten op die vaak gekoppeld zijn aan de Nederlandse of Europese inflatie. Daarmee dragen ze, meer dan staatsobligaties, bij aan de sociale doelstelling van het pensioenstelsel: een waardevast pensioen.

Vanzelfsprekend zullen staatsobligaties een belangrijk onderdeel blijven van de beleggingsportefeuilles, maar een beperkte verschuiving kan, gelet op de omvang van de Nederlandse pensioenpotten, al een groot verschil maken.

⁴³ Dit type beleggingen zijn een middel om kasstromen te generen die goed aansluiten bij de pensioenambitie van een waardevast pensioen waarbij de inflatie wordt goedge maakt door middel van indexatie.



Wij roepen de minister voor APP voorts op om de Commissie Parameters te vragen om bij de volgende herziening van de (wettelijke) parameters voor pensioenfondsen in te gaan op financiële risico's van de transitie. Op 30 november 2022 is het jongste advies van de commissie verschenen. Daarin wordt aangegeven dat de duurzaamheidsrisico's nog niet meegenomen kunnen worden gelet op de onzekerheden en beschikbare data. Wij adviseren, gelet op de snelle ontwikkelingen op het gebied van data en meetmethoden, om na de invoering van het nieuwe pensioenstelsel, maar nog wel binnen de huidige kabinetsperiode, opdracht te verlenen voor een volgende herziening, waarbij de duurzaamheidsrisico's wel worden meegenomen.

6.4 Creëer een volwaardige nationale investeringsinstelling

Wij bevelen de rijksoverheid aan om een nationale investeringsinstelling in het leven te roepen. Deze instelling moet echter geen nieuwe toevoeging worden aan het huidige versnipperde aanbod van overheidsfinanciering. Het zou moeten gaan om een bundeling en versterking van bestaande instellingen en instrumenten. Wij denken dat het fundament voor deze instelling gevormd kan worden door Invest-NL en delen van het Nationale Groeifonds en het Klimaatfonds. De BNG Bank en de Nederlandse Waterschapsbank (NWB) houden hun zelfstandige positie in de financieringsketen.

De nationale investeringsinstelling zal een centrale positie moeten kunnen innemen op de markt, met een sterke kapitaalbasis en een breed mandaat.

Vanuit deze positie kan zij zorgdragen voor meer publiek-private investeringen in de transitie naar een duurzame economie: zogenoemde *blended finance* dus, die bovendien vaak (deels) revolverend is. De instelling levert daarmee een belangrijke bijdrage aan het wegnemen van het in hoofdstuk 2 gesignaleerde tekort aan hoogrisicofinanciering én langlopende financiering.

De nationale investeringsinstelling zal bovendien een sterke basis kunnen bieden voor het aantrekken van kennis en capaciteit en het voeren van regie. De instelling moet wat ons betreft een breed mandaat krijgen, waarbinnen langetermijnfinanciering voor het opschalen van de duurzaamheidstransities en ondersteuning bij het opzetten van duurzame projecten een belangrijk onderdeel is. Juist in het ondersteunen van het opzetten en opschalen van complexe projecten, met meer mensen en slagkracht dan het huidige Invest-NL, kan de nationale investeringsinstelling een belangrijke bijdrage leveren aan de in hoofdstuk 2 gesignaleerde problematiek rond opschaling.

Landen om ons heen beschikken over nationale investeringsinstellingen die als voorbeeld kunnen dienen. Deze instellingen, bijvoorbeeld de KfW in Duitsland, Bpifrance in Frankrijk en de UK Infrastructure Bank in het Verenigd Koninkrijk, kunnen grootschalig investeren in de nationale maatschappelijke opgaven. Zij doen dit als private instelling, maar vanuit een publieke missie. De omvang en centrale positie van deze organisaties zorgt ervoor dat zij een krachtige samenwerkingspartner zijn voor financiële instellingen.



Met een stevige centrale nationale investeringsinstelling op gepaste afstand van de overheid wordt grootschalig investeren in de economische transitie gemakkelijker. Zo'n instelling kan bovendien zorgen voor een effectievere inzet van publieke middelen, want:

- anders dan bijvoorbeeld Invest-NL kan een nationale investeringsinstelling zelf geld aantrekken met het eigen vermogen als hefboom, waardoor ze met relatief beperkte inbreng van kapitaal een veel groter bedrag aan leningen kan verstrekken aan bedrijven en projecten;
- anders dan bijvoorbeeld het Nationale Groeifonds, dat subsidies uitgeeft, ontvangt een nationale investeringsinstelling bij succesvolle financieringen haar geld terug (soms zelfs met een positief financieel rendement).

Een ander voordeel van een nationale investeringsinstelling boven de bestaande diversiteit aan publieke fondsen en staatsdeelnemingen betreft de samenbundeling van kennis en expertise. Hiermee ontstaat de mogelijkheid om een professionele beoordeling te maken van uiteenlopende investeringsvoorstellen. De nationale investeringsinstelling kan doorbouwen op de recent door Invest-NL ingezette samenwerking met het Nationaal Groeifonds en het Klimaatfonds en op de voorgenomen samenwerking met de Nederlandse pensioenfondsen (Tweede Kamer, 2022). Voorwaarden voor een succesvolle doorontwikkeling van Invest-NL zijn wel: (a) verruiming van het mandaat (waaronder zelf geld mogen aantrekken) en (b) ruime mogelijkheden om de benodigde kennis en capaciteit aan te trekken voor de verzwaarde taak.



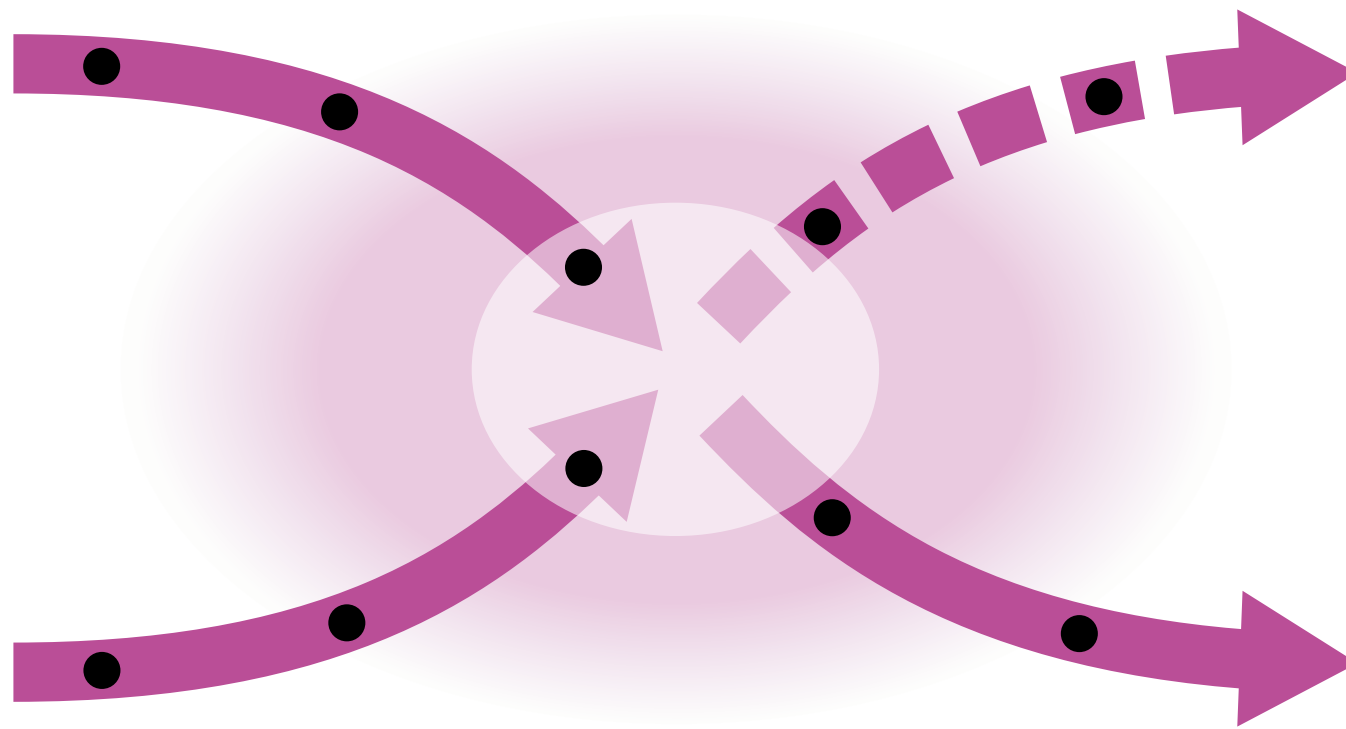
1 TRANSITIE NAAR EEN DUURZAME ECONOMIE

In dit advies hanteren wij een 'transitieperspectief' op verduurzaming, net als in ons advies Naar een duurzame economie (Rli, 2019). Dit houdt in dat wij ervan uitgaan dat een duurzame economie alleen realiseerbaar is als we structurele, wezenlijke veranderingen doorvoeren in onze manier van werken, onze manier van produceren en consumeren, onze eetpatronen en de wijze waarop we ons verplaatsen, enzovoort. Sommige onderdelen van de economie zullen verouderd blijken en zullen worden afgebouwd. Nieuwe onderdelen van de economie zullen worden opgebouwd – deels als 'omgebouwde' duurzame varianten van bestaande economische processen. Dit transitieproces wordt vaak weergegeven als een X-curve (Loorbach et al., 2017).

De transitie zal naar verwachting met de nodige instabiliteit gepaard gaan. De nieuwe, duurzame onderdelen van de economie zullen opkomen vanuit kleine niches. Vanuit daar zullen ze langzaam maar zeker de markten gaan veranderen. Een duurzame startup zal met een innovatief concept en een experimentele technologie een onzekere beginfase kennen, vervolgens opschalen en gestaag een stabiele plek in een nieuwe markt veroveren. Tegelijkertijd zullen er activiteiten zijn, bijvoorbeeld in de fossiele energie-industrie, die door actief overheidsbeleid of door concurrentie zullen

worden uitgefaseerd. Het is moeilijk te voorspellen welke onderdelen van de economie precies verouderd zullen blijken en welke niches succesvol, en wanneer de transitie per onderdeel precies zal gaan plaatsvinden. Het X-curve model en het transitieperspectief zijn dan ook niet bedoeld om voorspellingen te doen, maar om inzichtelijk te maken volgens welk mechanisme grote complexe veranderingen verlopen.

Figuur 2: X-curve van een transitie: de dynamiek van een zich herhalend proces van destabilisatie, opbouw en uitfasering



Origineel uit Loorbach et al., 2017

De transitie naar een duurzame economie zal zich deels 'vanzelf' voltrekken: afgedwongen door problematiek als klimaatverandering en biodiversiteitsverlies. Maar de transitie zal deels ook om actieve sturing van de overheid vragen (Rli, 2019).

Ook de financiële sector zal niet ontkomen aan de dynamiek van destabilisatie, opbouw en uitfasering. Alleen optimalisatie van bestaande werkwijzen zal niet volstaan; er is op termijn een nieuw financieel systeem nodig. Dat zal een systeem moeten zijn dat niet alleen draait om financiële waarde, maar dat zich ook richt op het leveren van een bijdrage aan duurzame ontwikkeling (zie bijvoorbeeld Loorbach et al., 2020).



2 BESCHIKBAARHEID VAN GELD: RELATIE TUSSEN VRAAG EN AANBOD

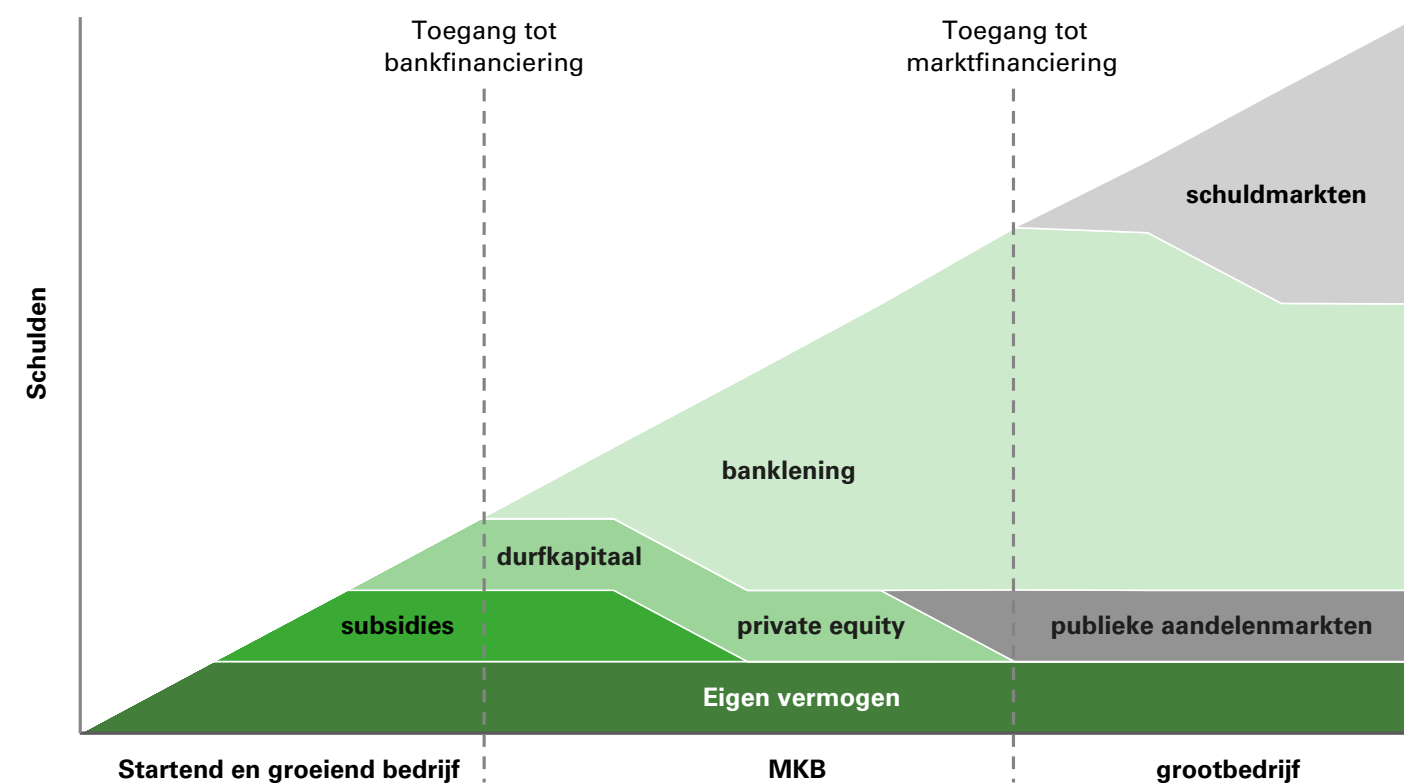
Verschillende financieringsvormen voor verduurzaming

Om te kunnen verduurzamen hebben bedrijven en projecten geld nodig. Bijvoorbeeld om hun bedrijfspand te isoleren, zonnepanelen te plaatsen of een nieuwe machine te kopen die gerecyclede grondstoffen kan verwerken.

De beschikbaarheid van geld hangt af van veel factoren. Zo zal een aanbieder van financiering willen weten welke (technologische) risico's er zijn, hoe lang de financiering nodig is én wat de verwachte opbrengsten zijn. Het gaat in het perspectief van de geldverstrekker dus om risico's, looptijd en rendement. De aanvrager van financiering zal op zijn beurt van de geldverstrekker willen weten welke kosten deze in rekening brengt of welke voorwaarden deze hanteert.

Figuur 3 geeft weer wat voor financiering bedrijven in verschillende stadia kunnen aantrekken. Vanzelfsprekend is dit een wat versimpeld beeld. De stijgende diagonale lijn duidt erop dat grotere, gevestigde bedrijven gemakkelijker grote financieringsvolumes aantrekken dan nieuwkomers en kleinere bedrijven.

Figuur 3: Financieringsmogelijkheden voor bedrijven, per stadium van hun ontwikkeling. Gestileerde weergave van een ontwikkeld en innovatievriendelijk financieringslandschap



Bron: Oliver Wyman (2017)

Behalve eigen geld (bijvoorbeeld spaargeld of winst uit de eigen onderneming) en subsidie (vanuit de overheid of een goedgevoelorganisatie) is vaak ook private financiering nodig. Er zijn op de financiële markten verschillende private financieringsvormen beschikbaar (in figuur 34 weergegeven door middel van groen- en grijstinten):



- risicokapitaal (durfkapitaal en private equity);
- bankleningen;
- aandelenkapitaal (equity market) en/of bedrijfsobligaties.

Risicokapitaal voor innovatieve projecten

Innovatieve projecten kennen veel risico's. Maar ze kunnen, als ze succesvol zijn, ook een hoog rendement opleveren. Het gaat veelal om jonge bedrijven die werken met een technologie die nog niet eerder is toegepast; bijvoorbeeld een in-dak-zonnepaneel waarbij zonnepanelen worden geïntegreerd in het dak. Bedrijven die aan zo'n innovatief project beginnen hebben nog weinig eigen inkomsten. Ze zoeken daarom geld van externe geldverstrekkers. Het bedrijf kan vervolgens in korte tijd groeien en veel winst maken als de technologie succesvol blijkt. Maar het bedrijf kan ook snel failliet gaan als dat niet het geval is.

Aanbieders van risicokapitaal richten zich specifiek op dit soort financiering.⁴⁴ Zij hebben doorgaans veel technologische kennis in huis, zodat ze de jonge bedrijven goed kunnen beoordelen. In ruil voor hun financiering krijgen de verstrekkers van risicokapitaal vaak aandelen. Ze worden dan

⁴⁴ Denk hierbij aan 'angel investors' (vermogende personen die hun eigen geld in bedrijven investeren), 'durfkapitaalfondsen' (fondsen die geld ophalen bij bedrijven en financiële instellingen om te investeren in innovaties met een hoog risicorendementprofiel) of 'corporate venturing'-fondsen (grote bedrijven die via een fonds hun geld investeren in innovaties van startende en groeiende ondernemingen). Ook door middel van crowdfunding of via goededoelenorganisaties kunnen jonge bedrijven hoogrisicokapitaal verwerven. Incidenteel komt risicokapitaal ook wel van financiële instellingen zoals pensioenfondsen en verzekeraars, die normaliter conservatief investeren. Zij kiezen er soms voor om een klein deel van de portefeuille risicovoller te beleggen. Bij elkaar is het volume van het risicokapitaal van al deze partijen echter beperkt.

mede-eigenaar. In veel gevallen is het niet één partij die geld verstrekt, maar een consortium van bedrijven.

Leningen voor bewezen duurzame concepten

De meeste duurzame economische activiteiten waarvoor financiering wordt aangevraagd, maken gebruik van bewezen technologie. Denk bijvoorbeeld aan mkb-bedrijven die hun bestaande productielijn willen verduurzamen, of een staalverwerker die met een door anderen ontwikkelde machine circulaire producten wil gaan maken.

Hoewel ze gebruikmaken van bewezen technologie, zijn er nog steeds risico's – bijvoorbeeld rond de terugverdientijd en/of de afzetmarkt voor de producten van de nieuwe productielijn. De totale risico's zijn echter wel geringer dan bij innovatieve projecten. Daarom kunnen bedrijven die financiering nodig hebben voor bewezen concepten niet alleen bij aanbieders van risicokapitaal terecht voor een lening, maar ook bij banken. Banken kijken naar de bestaande inkomsten van het bedrijf en beoordelen of het bedrijf onderpand kan verschaffen voor de lening.

Publiek verhandelbare aandelen en bedrijfsobligaties voor grote bedrijven

Grotere mkb-bedrijven kunnen er ook voor kiezen om met een beursgang geld op te halen voor duurzame activiteiten die het bedrijf verder moeten laten groeien. In veel gevallen heeft het bedrijf bij de beursgang al stevige inkomsten en winst. Na de beursgang kan iedereen die dat wil aandelen nemen in het bedrijf. Bedrijven die al een deel van hun eigendom op de beurs verhandelen, kunnen ervoor kiezen om aanvullende aandelen uit te geven om geld op te halen. Verder kunnen grote bedrijven met stabiele



inkomsten ervoor kiezen om bedrijfsobligaties uit te geven. Dit zijn leningen waarop niet alleen banken, maar ook andere partijen op de financiële markten kunnen inschrijven. Bedrijfsobligaties zijn vergelijkbaar met aandelen, alleen koopt de aanbieder van geld in dit geval geen eigendom maar krijgt hij de lening na een bepaalde tijd terug, plus een afgesproken vergoeding (rente).

Voordelen van tussentijdse herfinanciering bij kapitaalintensieve verduurzamingsprojecten

Economische activiteiten die zich richten op verduurzaming van de economie doorlopen veelal verschillende ontwikkelstadia, elk met een eigen risicoprofiel. Het is belangrijk dat de financieringsvorm en de financieringsbron op elk moment goed aansluiten bij het ontwikkelstadium. Herfinanciering kan daarvoor zorgen. Bij de aanleg van hernieuwbare energie-infrastructuur bijvoorbeeld, zijn tijdens de ontwikkel- en bouw-fase de totale benodigde investering en de risico's het hoogst. Zodra het project echter de operationele fase bereikt en inkomsten begint te genereren, dalen de risico's. Het project hoeft dan dus niet meer met kostbaar risicodragend kapitaal te worden gefinancierd. Om de kapitaalkosten te drukken kan het project opnieuw worden gefinancierd, bijvoorbeeld met goedkopere leningen.

Soepele herfinanciering kan de totale kosten van een kapitaalintensief duurzaam project aanzienlijk verlagen. Bovendien zorgt herfinanciering ervoor dat (risico)kapitaal vrijkomt voor nieuwe projecten. Het geeft bovendien meer partijen en financieringsvormen de kans om bij te dragen aan de transitie.

Verschillende aanbieders van financiering

Binnen de financiële sector maken wij in dit advies onderscheid tussen vermogensbeheerders, banken, pensioenfondsen en verzekeraars. Op het eerste gezicht hebben deze partijen een eigen profiel. Zij kunnen echter allemaal een rol spelen bij het aanbieden van de financieringsvormen die we hiervoor beschreven (risicokapitaal, leningen en aandelenkapitaal en/of bedrijfsobligaties).

Banken zijn de belangrijkste financiers van het Nederlandse bedrijfsleven, al neemt hun aandeel af (CBS, 2021). De voornaamste financieringsvorm van banken is de bancaire lening. De risico's die banken daarbij mogen nemen zijn sterk gereguleerd. Daardoor verstrekken zij voornamelijk leningen aan middelgrote volwassen bedrijven met een bewezen verdienmodel. Banken hanteren bij hun financiering een middellange tijdshorizon van enkele jaren en zoeken daarmee een minder snel rendement dan durfkapitaalfondsen, maar wel een sneller rendement dan de institutionele investeerders (pensioenfondsen en verzekeraars).

Pensioenfondsen en verzekeraars hebben de beschikking over grote sommen geld en moeten dat met een bepaald doel beleggen. Beide partijen zijn in Nederland belangrijke potentiële bronnen van kapitaal. Pensioenfondsen hebben circa € 1.500 miljard aan belegd vermogen en verzekeraars circa € 450 miljard. Met name de Nederlandse pensioenfondsen vormen samen zowel absoluut als relatief een grote internationale speler. Tegelijkertijd wordt maar een bescheiden deel van dit vermogen in Nederland belegd.

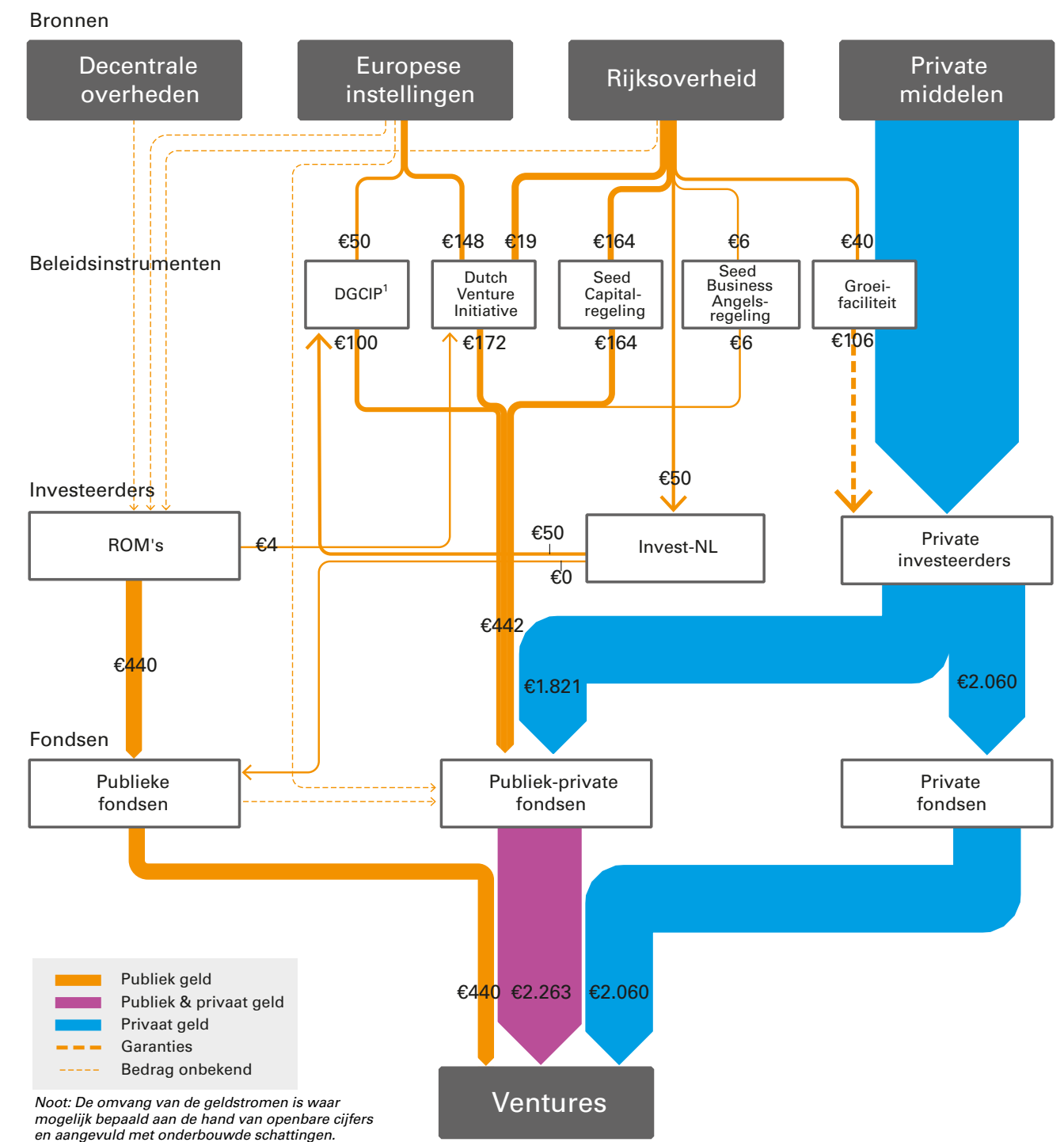
Als laatste is er een brede groep vermogensbeheerders met heel diverse kenmerken. Deze groep beheert deels eigen geld of geld van vermogende families, maar deels ook geld van pensioenfondsen en verzekeraars die ervoor kiezen om een gedeelte van hun premies via deze partijen te beleggen.⁴⁵

Partijen en geldstromen op de complexe risicokapitaalmarkt

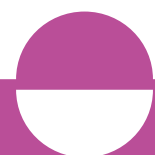
De afgelopen jaren zijn publieke partijen zich steeds meer gaan mengen in de Nederlandse risicokapitaalmarkt. Er is een veelheid ontstaan van nationale en regionale regelingen en fondsen. Ondertussen is circa een vijfde van al het risicokapitaal afkomstig uit publieke middelen (Eveleens & Vogelaar, 2021). ROM's zijn zelfs betrokken bij 45% van alle durfkapitaalinvesteringen in Nederland (Buck Consultants International, 2022). Het onderstaande stroommodel toont de verwevenheid van publieke en private geldstromen.

⁴⁵ Verzekeraars en pensioenfondsen beschikken veelal over een afzonderlijke uitvoeringsorganisatie voor het beheren van premiegelden. Deze uitvoeringsorganisaties zijn in wezen ook vermogensbeheerders. Soms kiezen zij ervoor om een deel van het geld te laten beheren door externe vermogensbeheerders.

Figuur 4: Geldstromen voor risicokapitaal in Nederland, 2014-2019
(in miljoenen euro's)



Bron: Eveleens & Vogelaar (2021)



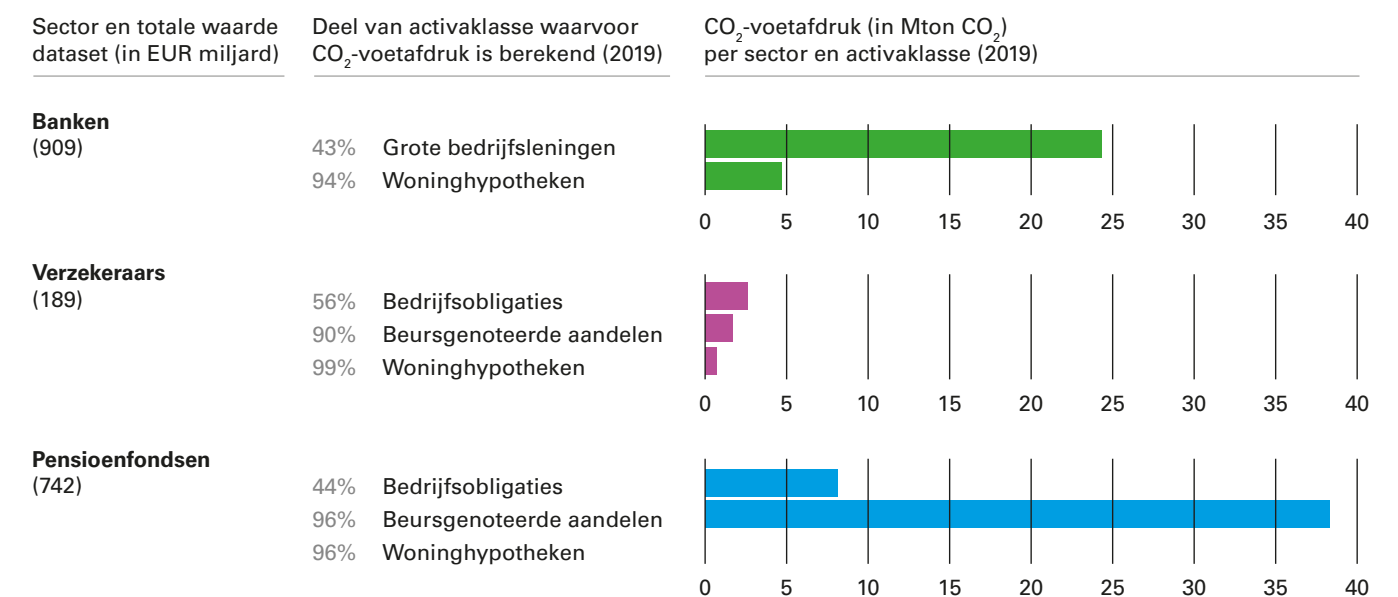
3 BLOOTSTELLING AAN DUURZAAMHEIDSRISICO'S

De wereldwijde voetafdruk van de Nederlandse financiële sector is aanzienlijk. Zo verlenen Nederlandse financiële instellingen op dit moment voor € 510 miljard financiering aan bedrijven met een hoge of zeer hoge afhankelijkheid van ecosysteemdiensten zoals bodemvruchtbaarheid, waterkwaliteit, plaagbeheersing, hout en gewassen. Deze bedrijven beslaan circa 36% van de totale investeringsportefeuille in Nederland (DNB & PBL, 2020). Verlies van ecosysteemdiensten zou bij deze ondernemingen tot verstoorde bedrijfsprocessen en financiële verliezen leiden. Zodoende is bij financiële instellingen die een groot deel van hun kapitaal hebben uitstaan in deze sectoren, sprake van een relatief grote blootstelling aan transitierisico's. Wanneer de bedrijven in kwestie noodgedwongen worden uitgefaseerd, verdampt immers het kapitaal.

De Nederlandse financiële sector heeft voorts wereldwijd voor € 96 miljard aan financiering uitstaan bij bedrijven die betrokken zijn bij milieucontroverses en bij het toebrengen van schade aan ecosysteemdiensten en biodiversiteit (DNB & PBL, 2020). Ook dit deel van de Nederlandse investeringsportefeuille is verbonden met aanzienlijke transitierisico's. Vermelding verdient in dit verband tevens de € 97 miljard die Nederlandse financiële instellingen hebben geïnvesteerd in ontbossing-gerelateerde bedrijvigheid waaraan een verhoogd reputatierisico kleeft.

Verder betrof de wereldwijd gefinancierde CO₂-voetafdruk van de Nederlandse financiële sector in 2019 ten minste 82 Mton (DNB, 2021c). Dat komt overeen met 45% van onze totale nationale uitstoot in datzelfde jaar (CBS, 2020).⁴⁶ De activaklassen met de grootste bijdrage aan de gefinancierde CO₂-voetafdruk waren de beursgenoteerde aandelen van pensioenfondsen (38 Mton) en de grote bedrijfsleningen van banken (25 Mton) (zie figuur 5). Van die laatste activaklasse is bovendien slechts 43% meegenomen in de berekeningen.

Figuur 5: CO₂-voetafdruk van Nederlandse financiële instellingen, per sector en activaklasse



Bron: DNB (2021c)

⁴⁶ Deze vergelijking is uitsluitend illustratief. Het is niet zo dat financiële instellingen 45% van de Nederlandse uitstoot financieren. Zij financieren immers ook activiteiten in het buitenland.



Om de blootstelling aan duurzaamheidsrisico's af te bouwen en kansen te pakken van de duurzame economie zijn grote investeringen nodig. Over de hoogte van de benodigde investeringen (het financieringsgat) bestaan veel verschillende schattingen op nationaal en internationaal niveau.

Wereldwijd gezien bedraagt het financieringstekort in biodiversiteit circa \$ 598-824 miljard per jaar tot 2030 (The Nature Conservancy, 2020) en \$ 4,1 biljoen tegen 2050 (UNEP, 2021). De schatting is dat investeringen in 'op natuur gebaseerde oplossingen'⁴⁷ – nu nog \$ 133 miljard per jaar – minstens moeten verdrievoudigen tegen 2030 en verviervoudigen tegen 2050. Dit is nodig om doelstellingen voor klimaat, biodiversiteit en landdegradatie te halen. Het overgrote deel van de financiering is nu nog van publieke oorsprong (86%) (UNEP, 2021).

Wereldwijde investeringen in klimaatmitigatie zijn sterk gegroeid en liggen nu (2019-2020) rond de \$ 571 miljard per jaar (Climate Policy Initiative, 2021). Volgens het IPCC moeten de investeringen in klimaatmitigatie wereldwijd verder groeien met een factor drie tot zes. In Europa moeten de financieringsstromen verdubbelen tot verviervoudigen (UNEP, 2022).

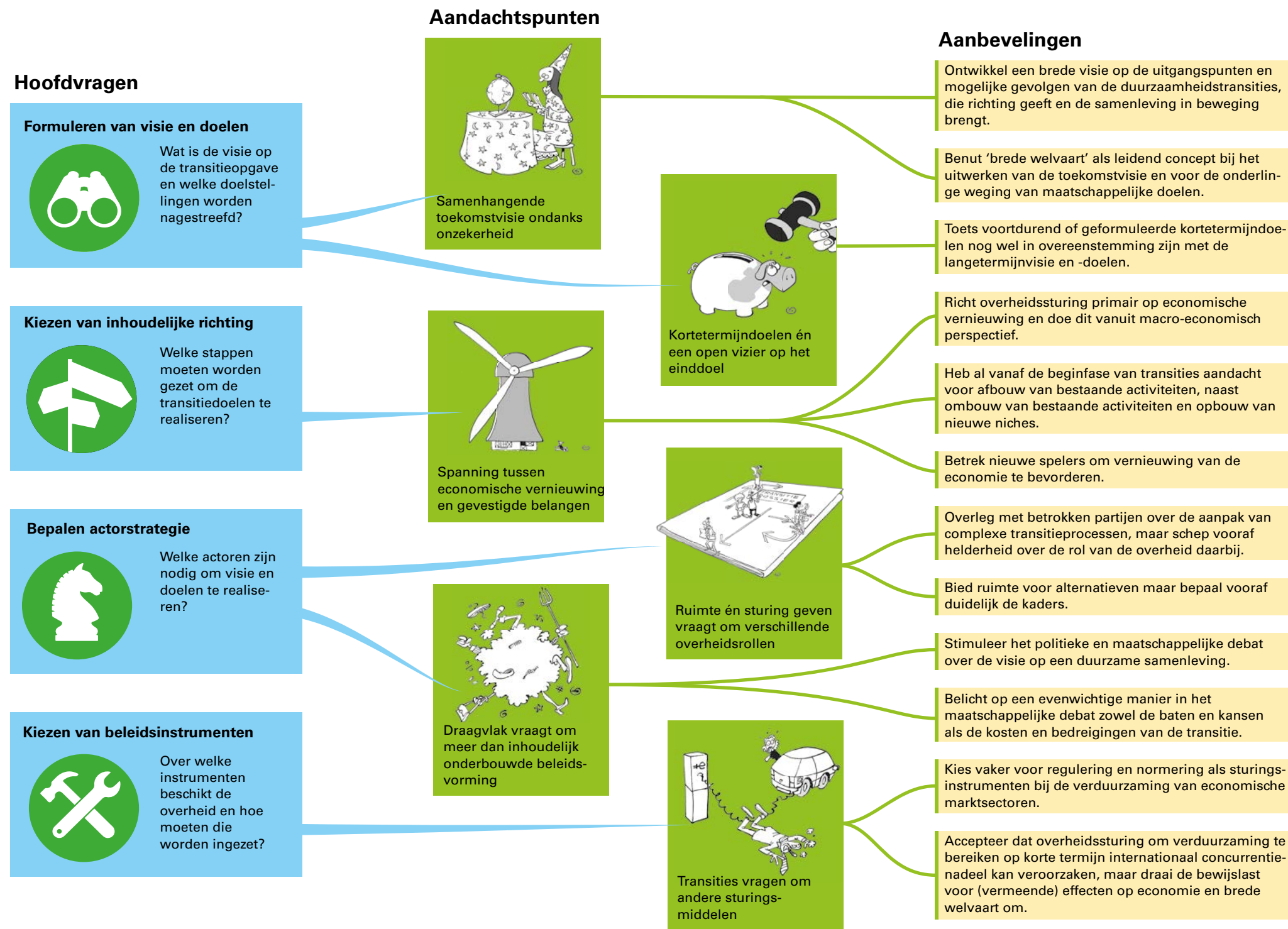
De Europese Commissie biedt schattingen van enkele milieu-investeringsbehoeften in Nederland. Voor biodiversiteit en ecosystemen is naar schatting € 903 miljoen per jaar nodig, enkel voor de uitvoering van de Habitatrictlijn waar de Natura 2000-gebieden onder vallen. Dit is nog

⁴⁷ Dit gaat om het gebruik van natuurlijke systemen om klimaatverandering, -adaptatie en biodiversiteitsverlies tegen te gaan. Denk aan de aanleg van natte natuurgebieden om wateroverlast tegen te gaan en tegelijkertijd meer ruimte voor natuur te creëren.

exclusief de kosten voor niet-beschermd gebied en aanvullende bescherm- en herstelmaatregelen die zullen volgen uit de biodiversiteitsstrategie 2030 die betere natuurbescherming en herstel beoogt. Voor de recycling van afval en het tot stand brengen van een circulaire economie is naar schatting € 61 miljoen extra per jaar nodig tussen 2021-2027. Dit bedrag houdt nog geen rekening met de benodigde investeringen voor grote afvalstromen zoals plastic, textiel en meubels of circulariteit en afvalpreventie in de bredere economie. Op het gebied van waterbeheer is tot 2030 ongeveer € 480 miljoen per jaar extra nodig, grotendeels (95%) voor afvalwater. Dit is exclusief kosten voor de Zesde Kaderrichtlijn Water en de Overstromingsrichtlijn (EC, 2022).



4 SAMENVATTING RLI-ADVIES 'NAAR EEN DUURZAME ECONOMIE' (2019)



LITERATUUR

- ABP (2021). *ABP stopt met beleggen in producenten van fossiele brandstoffen. Na klimaatrapporten IPCC en IEA.* Geraadpleegd op 21 november 2022, via <https://www.abp.nl/over-abp/actueel/nieuws/abp-stopt-met-beleggen-in-fossiele-brandstoffen.aspx>
- ABP (2022). *ABP wil grote windmolenparken op de Noordzee bouwen.* Geraadpleegd op 21 november 2022, via <https://www.abp.nl/over-abp/actueel/nieuws/abp-wil-grote-windmolenparken-op-de-noordzee-bouwen.aspx>
- ACM (2020). *Om misleiding met duurzaamheidsclaims te voorkomen stelt de ACM regels op.* Geraadpleegd op 27 oktober 2022, via <https://www.acm.nl/nl/publicaties/om-misleiding-met-duurzaamheidsclaims-te-voorkomen-stelt-de-acm-regels-op>
- AFM (2019). *In Balans 2019 - Verkenning waardecreatie en follow-up Besluit niet-financiële informatie.* Amsterdam: Autoriteit Financiële Markten.
- AFM (2020). *Position paper AFM en duurzaamheid.* Amsterdam: Autoriteit Financiële Markten.
- AFM (2022). *AFM doet nader onderzoek naar naleving SFDR en Taxonomie door beheerders.* Geraadpleegd op 21 november 2022, via <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2022/september/onderzoek-naleving-sfdr-taxonomie>
- Algemene Rekenkamer (2019). *Zicht op revolverende fondsen van het Rijk.* Den Haag.
- APG (2022). *Kunnen we meer pensioengeld in Nederlandse infrastructuur investeren?* Geraadpleegd op 14 oktober 2022, via <https://apg.nl/publicatie/kunnen-we-meer-pensioengeld-in-nederlandse-infrastructuur-investeren/>

- Atomico (2021). *State of European Tech 2021: the definitive take on European tech*. Geraadpleegd op 21 november, via <https://stateofeuropeantech.com/chapter/executive-summary/>
- Berenschot (2022). *Dubbele materialiteitsanalyse voor meer focus in duurzaamheidsbeleid*. Geraadpleegd op 22 november 2022, via <https://www.berenschot.nl/artikelen/dubbele-materialiteitsanalyse-voor-meer-focus-in-duurzaamheidsbeleid>
- Boer, M. de (2022a). Europese banken verwachten leenvoorwaarden stevig aan te scherpen. *Financieel Dagblad*, 25 oktober 2022. Geraadpleegd op 21 november 2022, via <https://fd.nl/financiele-markten/1455819/europese-banken-verwachten-leenvoorwaarden-stevig-aan-te-scherpen-ruk2caAMPymZ>
- Boer, M. de (2022b). Prikkel beginnen te werken bij duurzame leningen voor bedrijven. *Financieel Dagblad*, 13 november 2022. Geraadpleegd op 21 november 2022, via <https://fd.nl/financiele-markten/1456739/prikkel-beginnen-te-werken-bij-duurzame-leningen-voor-bedrijven-ruk2caAMPymZ>
- Brown, J. R., Fazzari, S. M. & Petersen, B. C. (2009). Financing innovation and growth: cash flow, external equity, and the 1990s R&D boom. *The Journal of Finance*, 64(1), 151-185.
- Buck Consultants International (2022). *Evaluatie ROM's 2016-2020: eindrapport*. Nijmegen.
- Bundesministerium der Finanzen, Bundesministerium für Umwelt, nukleare Sicherheit und Verbraucherschutz (2021). *German Sustainable Finance Strategy*. Berlijn.
- CBS (2020). *Uitstoot broeikasgassen 3 procent lager in 2019*. Geraadpleegd op 23 november 2022, via <https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2020/19/uitstoot-broeikasgassen-3-procent-lager-in-2019>
- CBS (2021). *Financieringsmonitor 2021*. Den Haag: Centraal Bureau voor de Statistiek.
- CE Delft. (2021). *Doorlooptijden investeringen elektrificatie: inzicht in de tijdlijn van het klimaatakkoord*. Delft.
- CEPR (2022). *Asset overhang and technological change*. London: Centre for Economic Policy Research.
- Climate Policy Initiative (2021). *Global landscape of climate finance 2021*. Geraadpleegd op 23 november 2022, via <https://www.climatepolicyinitiative.org/publication/global-landscape-of-climate-finance-2021/>
- Commissie Financiële Sector Klimaatcommitment (2021). *Het klimaatcommitment van de financiële sector: e Eerste voortgangsrapportage*. Amstelveen.
- Glasner, J. (2021). *These countries have the most startup investment for their size*. Geraadpleegd op 23 november 2022, via <https://news.crunchbase.com/startups/countries-most-startup-investment/>
- Metinko, C. (2021). *One of venture capital's most popular tax breaks may get chopped*. Geraadpleegd op 21 november 2022, via <https://news.crunchbase.com/business/qsbs-capital-gains-tax-break-congress-biden-vc-investment/>
- DNB (2017). *De Nederlandse financiële sector veilig achter de dijken? Een nadere verkenning naar klimaatgerelateerde financiële risico's*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.



DNB (2019). *De financiering van transitie: kansen grijpen voor groen herstel*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.

DNB (2021a). *Sustainable finance:– strategie 2021-2025*. Geraadpleegd op 23 november 2022, via <https://www.dnb.nl/media/iqvpkdm/sustainable-finance-strategie-dnb-13-7-2021.pdf>

DNB (2021b). *Klimatrisico's onderdeel van personentoetsingen*. Geraadpleegd op 17 november 2022, via <https://www.dnb.nl/voor-de-sector/open-boek-toezicht-fasen/voorafgaand-aan-toezicht/bestuurderstoetsing/aanvangstoetsing/klimatrisico-s-onderdeel-van-personentoetsingen/>

DNB (2021c). *Op weg naar een duurzame balans: integratie van duurzaamheidsrisico's in de kernprocessen van de financiële sector*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.

DNB (2022a). *Overzicht financiële stabiliteit: najaar 2022*. Geraadpleegd op 21 november 2022, via <https://www.dnb.nl/publicaties/publicaties-dnb/ofs/overzicht-financiele-stabiliteit-najaar-2022/>

DNB (2022b). *Lage rente*. Geraadpleegd op 12 oktober 2022, via <https://www.dnb.nl/actuele-economische-vraagstukken/rente/>

DNB (2022c). *Speech Steven Maijor - "On how climate-related and environmental risks affect banking and its prudential supervision"*. Geraadpleegd op 22 november 2022, via <https://www.dnb.nl/algemeen-nieuws/speech-2022/speech-steven-maijor-on-how-climate-related-and-environmental-risks-affect-banking-and-its-prudential-supervision/>

DNB & PBL (2020) *Biodiversiteit en de financiële sector: een kruisbestuiving? Verkenning van risico's van biodiversiteitsverlies voor de Nederlandse financiële sector*. Geraadpleegd op 1 december 2022, via <https://www.pbl.nl/publicaties/financiele-sector-en-natuur-een-kruisbestuiving>

EC (2016). *Summary of responses to the public consultation on long-term and sustainable investment*. Brussel. Brussel: Europese Commissie.

EC (2020). *Een waterstofstrategie voor een klimaatneutraal Europa*. Brussel: Europese Commissie.

EC (2022). *Evaluatie van de uitvoering van het milieubeleid: Landenrapport – Nederland*. Werkdocument van de diensten van de Commissie. Brussel: Europese Commissie.

ECB (2022a). *Monetairbeleidsbeslissingen*. Persbericht 8 september 2022. Geraadpleegd op 12 oktober 2022, via <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220908~c1b6839378.nl.html>

ECB (2022b). *2022 climate risk stress test*. Geraadpleegd op 1 december 2022, via <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ssm.pr220127~bd20df4d3a.en.html>

ECB (2022c). *Walking the talk: banks gearing up to manage risks from climate change and environmental degradation. Results of the 2022 thematic review on climate-related and environmental risks*. Frankfurt am Main.

Eveleens, C. & Vogelaar, J. J. (2021). Complexe publiek-private risicokapitaalmarkt vraagt om bezinning. *ESB*, 106(4799), p. 326-329.



- Financiën (2019). *Toezichtarrangement DNB en AFM. Bijlage 1 behorend bij het visiedocument Toezicht op afstand*. Geraadpleegd op 1 december 2022, via <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/blg-893876.pdf>
- Financiën (2022). *Beleidsagenda voor duurzame financiering*. Tweede Kamer, vergaderjaar 2021-2022, 33 043, nr. 108.
- Gourdel, R., Monasterolo, I, Dunz, N., Mazzocchetti, A. & Parisi, L. (2022). *The double materiality of climate physical and transition risks in the euro area. Working paper series*. No. 2665. Geraadpleegd op 13 oktober, 2022 via <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2665~622858d454.en.pdf>
- Gupta, A., Boas, I., & Oosterveer, P. (2020). Transparency in global sustainability governance: to what effect?. *Journal of environmental policy & planning*, 22(1), 84-97.
- Haahr, M. (2021). *The Biodiversity Data Paradox for Finance*. Geraadpleegd op 14 oktober 2022, via <https://www.greenfinanceplatform.org/blog/biodiversity-data-paradox-finance>
- Haas, R. de & Popov, A. (2022). *Finance and Green Growth*. Economic Journal, verwacht.
- Hart, O. & Zingales, H. (2017). *Companies should maximize shareholder welfare not market value*. ECGI - Finance Working Paper, (521).
- Henderson, R. (2020). *Reimagining capitalism in a world on fire*. New York: PublicAffairs.
- HM Treasury (2021). *Budget 2021. Protecting the jobs and livelihoods of the British people*. ISBN 978-1-5286-2394-0.
- Kedward, K., Ryan-Collins, J., & Chenet, H. (2020). *Managing nature-related financial risks: a precautionary policy approach for central banks and financial supervisors*. Working Paper Series (IIPP WP 2020-09). Londen: UCL Institute for Innovation and Public Purpose.
- KplusV. (2019). *Kapitaalmarktonderzoek Flevoland*.
- KplusV (2020). *Risicokapitaal in de vroege fase. Onbenut potentieel verzilveren*.
- Loorbach, D., Frantzeskaki, N., & Avelino, F. (2017). Sustainability transitions research: transforming science and practice for societal change. *Annual Review of Environment and Resources*, 42(1), 599-626.
- Loorbach, D., Schoemaker, D. & Schramade, W. (2020). *Finance in transition: Principles for a positive finance future*. Rotterdam: Rotterdam School of Management, Erasmus University.
- Luxembourg Sustainable Finance Initiative (2021). *Luxembourg Sustainable Finance Strategy*. Geraadpleegd op 1 december 2022, via https://lsfi.lu/wp-content/uploads/2021/02/Luxembourg-Sustainable-Finance-Strategy_EN.pdf
- McDonald, O. (2022). Jong bedrijf in de energietransitie vindt moeilijk financiering. *Financieel Dagblad*, 25 maart 2022. Geraadpleegd op 21 oktober 2022, via <https://fd.nl/bedrijfsleven/1434143/jong-bedrijf-in-de-energietransitie-vindt-moeilijk-financiering-lxj2caTI4K8O>
- McDonald, O. (2022b). VN-klimaatrapport: 'financiële systeem moet radicaal veranderen'. *Financieel Dagblad*, 27 oktober 2022. Geraadpleegd op 21 november 2022, via <https://fd.nl/financieele-markten/1455813/vn-klimaatrapport-financieele-systeem-moet-radicaal-veranderen-kwk2caAMPymZ>



- Mazzucato, M., & Penna, C. C. (2016). Beyond market failures: The market creating and shaping roles of state investment banks. *Journal of Economic Policy Reform*, 19(4), 305-326.
- Oliver Wyman (2017). *Supporting the circular economy transition. The role of the financial sector in The Netherlands*.
- Panteia (2019). *Kapitaalmarktonderzoek MKB regio Utrecht*.
- PBL (2015). *De vallei des doods voor eco-innovatie in Nederland*. Den Haag: Planbureau voor de Leefomgeving.
- Pereira, J. (2017). *Blended Finance: What it is, how it works and how it is used*. Oxfam International. Geraadpleegd op 1 december 2022, via <https://oxfamilibrary.openrepository.com/handle/10546/620186>
- Polzin, F., Sanders, M., & Täube, F. (2017). A diverse and resilient financial system for investments in the energy transition. *Current Opinion in Environmental Sustainability*, 28, 24-32.
- PWC (2022). *State of Climate Tech 2021. The next frontier for venture capital*. Geraadpleegd op 1 december 2022, via <https://www.pwc.com/gx/en/services/sustainability/assets/pwc-the-state-of-climate-tech-2020.pdf>
- Rebel (2020). *Kapitaalmarktonderzoek Oost- Nederland*.
- Rli (2019). *Naar een duurzame economie. Overheidssturing op transitie*. Den Haag.
- République Française (2015). *LOI n° 2015-992 du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte*. Geraadpleegd op 221 november 2022, via https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/article_jo/JORFARTI000031045547
- République Française (2019). *LOI n° 2019-1147 du 8 novembre 2019 relative à l'énergie et au climat (1)*. Geraadpleegd op 221 november 2022, via https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/article_jo/JORFARTI000039355992
- République Française (2021). *Décret n° 2021-663 du 27 mai 2021 pris en application de l'article L. 533-22-1 du code monétaire et financier*. Geraadpleegd op 221 november 2022, via <https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000043541738>
- ROM (2022). *Facts & figures over de ROM's*. Geraadpleegd op 22 november 2022, <https://www.rom-nederland.nl/>
- Schoemaker, D. & Schramade, W. (2019). Investing for long-term value creation. *Journal of sustainable finance & investment*, 9(4), 356-377.
- Schoemaker, D. & Tilburg, R. van (2016). *What role for supervisors in addressing environmental risks*. Sustainable Finance Lab.
- SDG Nederland. Geraadpleegd op 21 november 2022, via <https://www.sdgnederland.nl/de-17-sdgs/>
- SER (2018). *Financiële instrumenten voor een circulaire economie*. Den Haag.
- Skidelsky, R. (2021). *Should central banks have a green mandate?* Project Syndicate. Geraadpleegd op 22 november 2022, via: <https://www.project-syndicate.org/commentary/problems-with-bank-of-england-green-mandate-by-robert-skidelsky-2021-07>
- TCFD (2017). *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*. Task Force on Climate-related Financial Disclosures. Geraadpleegd op 1 december 2022, via <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/10/FINAL-2017-TCFD-Report.pdf>



Techleap & NVP (2021). *The untapped potential of Dutch venture capital. Why pension funds should seize the moment*. Geraadpleegd op 1 december 2022, via <https://www.nvpportal.nl/document/18/The%20untapped%20potential%20of%20Dutch%20VC%20%E2%80%94%20TL%20NVP.pdf>

The Nature Conservancy (2020). *Financing Nature: closing the Global Biodiversity Financing Gap*. Geraadpleegd op 1 december 2022, via <https://www.paulsoninstitute.org/conservation/financing-nature-report/>

Tilburg, R. van (2016). *Financiering van de energietransitie. Kansrijke beleidsopties voor energie- en klimaatbeleid*. Utrecht: Sustainable Finance Lab.

Tilburg, R. van, Achterberg, E. & Boot, A. (2018). *Financiële beleidsinterventies voor een circulaire economie*. Sustainable Finance Lab & Circle Economy. Geraadpleegd op 1 december 2022, via https://assets.website-files.com/5d26d80e8836af2d12ed1269/5dea7fb58be6883bd974f2c1_26496311-0-Financial-Policy-Int.pdf

Tilburg, R. van, Bosma, D., Simić, A. (2022). *From Paris to Kunming. Enabling a carbon net zero and nature-positive financial sector*. Utrecht: Sustainable Finance Lab.

Tweede Kamer (2022). *Technische briefing Invest-NL*. Vaste commissie voor Economische Zaken en Klimaat, 5 oktober 2022. Geraadpleegd op 23 november 2022, via <https://debatgemist.tweedekamer.nl/debatten/technische-briefing-invest-nl>

UNEP (2021). *State of Finance for Nature. Tripling investments in nature-based solutions by 2030*. Nairobi. ISBN: 978-92-807-3865-0.

UNEP (2022). *The closing window. Climate crisis calls for rapid transformation of societies*. Emissions Gap Report 2022. ISBN: 978-92-807-3979-4.

WWF (2022). *Call to Action to Ensure Transition to a Net Zero and Nature Positive Economy*. Geraadpleegd op 1 december 2022, via https://wwfint.awsassets.panda.org/downloads/call_to_action_2022_september.pdf



Samenstelling raadscommissie

Drs. J.A. (Jeanet) van Antwerpen, raadslid Rli en commissievoorzitter

Drs. P. (Pallas) Agterberg, raadslid Rli

P. (Peter) Blom, extern commissielid (CommonsCapital, voorheen Triodos Bank)

Drs E.W. (Eloy) Lindeijer, extern commissielid (zelfstandig adviseur, voorheen PGGM)

Samenstelling projectteam

Drs. ing. J. (Joris) Stok, BMC, projectleider

R.F. (Robert) Ewing MSc, projectmedewerker

Ir. F.W. (Folmer) de Haan, projectmedewerker

M. (Mathijs) Veenkant Msc, projectmedewerker vanaf september 2022

Geraadpleegde deskundigen en instanties

Michiel van den Akker, AFM

Ties Ammerlaan, Ministerie van Financiën

Wim Bartels, Deloitte

Arnoud Boot, Universiteit van Amsterdam

Michiel Boots, Ministerie van Economische Zaken en Klimaat

Wido van den Bosch, Brink Industrial

Nathalie Boucquey, Federale Raad voor Duurzame Ontwikkeling

Guido Braam, Powered by Meeting

Timo Brinkman, Verbond van Verzekeraars
Niels Broekman, Ministerie van Landbouw, Natuur en Voedselkwaliteit
Ryanne Cox, DNB
Roeland van Delden, Leadax
Marc Depoortere, Federale Raad voor Duurzame Ontwikkeling
Mathijs van Dijk, EUR en Netspar
Gert Dijkstra, APG
Willem Evers, DNB
Norbert Fillekes, EIF
Markus Flick, Innovation Quarter
Marco Frikkee, KPMG
Peter van Gelderen, ICOS Capital
Jacob van Gent, Invest-International
Henk Goris, Ministerie van Economische Zaken en Klimaat
Ralph de Haas, European Bank for Construction and Development en
KU Leuven
Anke van Hal, Nyenrode
Robin Hamerlinck, Ministerie van Infrastructuur en Waterstaat
Dennis Heijnen, Verbond van Verzekeraars
Marc van Houdt, EY
Jonas Hulsens, Milieudefensie
Joukje Janssen, PwC
Marcel Jeucken, Sustainable Pension Investments Lab
Joanne de Jonge, Invest-NL
Niels Kastelein, Ministerie van Economische Zaken en Klimaat
Piet Klop, PGGM

Raoul Köhler, AFM
Jeroen Kremers, zelfstandig adviseur en state agent bij KLM
Mark Kruidhof, Ministerie van Financiën
Roald Lapperre, Ministerie van Infrastructuur en Waterstaat
Angélique Laskewitz, Nederlandse Vereniging van Beleggers voor
Duurzame Ontwikkeling
Caroline van Leenders, Rijksdienst voor Ondernemend Nederland
Martin Lok, Capitals Coalition
Oskar Meijerink, SkyNRG
Bas Metz, de Nederlandse Vereniging van Banken
Alex Niatsetski, Ministerie van Financiën
Eva Nielsen, DNB
Theo Nijman, Universiteit Tilburg
Erwin Nijse, Ministerie van Economische Zaken en Klimaat
Joost Oorthuizen, Invest International
Mark Overman, Ministerie van Infrastructuur en Waterstaat
Christian Rebergen, Ministerie van Financiën
Marie Louise van de Sande, MKB Nederland, regio Zwolle
Joppe Schepers, BlackRock Nederland
Ingmar Schuurmans, APG
Jeroen Schreur, APG
Donné Slangen, Ministerie van Landbouw, Natuur en Voedselkwaliteit
Jan Temarus, gepensioneerd (voorheen PGGM)
Rens van Tilburg, Sustainable Finance Lab en Universiteit Tilburg
Alexander Verkerk, Ministerie van Economische Zaken en Klimaat
Wim Weijgertze, EY



Expertmeeting Duurzaamheidstransities en Risicokapitaal 20 juni 2022

Fred van Beuningen, Chrysalix Venture Capital

Norbert Fillekes, European Investment Fund

Joanne de Jonge, Invest-NL

Allard Ruijs, DIF Capital Partners

Willem Schramade, Erasmus Universiteit

Maurice van Tilburg, Techleap

Expertmeeting Duurzaamheidstransities en Banken 21 juni 2022

Willem Ferwerda, Commonland

Marco Frikkee, KPMG

Yvonne van Hoof, ASN bank

Richard Kooloos, ABN AMRO Bank N.V.

Liesbeth Soer, Triodos Regenerative Money Centre en Aardpeer

Robert Spruijt, ING

Helen Toxopeus, Universiteit Utrecht

Expertmeeting Duurzaamheidstransities en Pensioenfondsen 5 juli 2022

Wim Bartels, Deloitte

Mathijs van Dijk, EUR en Netspar

Anne Gram, ABP

Marleen Janssen Groesbeek, Avans Hogeschool

Jack Julicher, ASR

Hartwig Liersch, PMT

Frans Rooijers, CE Delft

Externe referenten

Roelof Balk, SlimmeVos en Lysias Advies

Dirk Bezemer, Rijksuniversiteit Groningen

Ralph de Haas, European Bank for Construction and Development en
KU Leuven

Sandra Phlippen, ABN-AMRO



OVERZICHT RLI PUBLICATIES

2022

Splijfstof?: Besluiten over kernenergie vanuit waarden. September 2022 (2022/04)

Onderdak bieden: sturen op prestaties van woningcorporaties. Mei 2022 (2022/03)

Adviezen in beeld, April 2022 (2022/02)

Natuurinclusief Nederland: natuur overal en voor iedereen. Maart 2022 (2022/01)

2021

Boeren met toekomst. December 2021 (Rli 2021/06)

Geef richting, maak ruimte! November 2021 (Rli 2021/05)

Investeren in duurzame groei. Oktober 2021 (Rli 2021/04)

Naar een integraal bereikbaarheidsbeleid. Februari 2021 (Rli 2021/03)

Digitaal duurzaam. Februari 2021 (Rli 2021/02)

Waterstof: de ontbrekende schakel. Januari 2021 (Rli 2021/01)

2020

Toegang tot de Stad: hoe publieke voorzieningen, wonen en vervoer de sleutel voor burgers vormen. September 2020 (Rli 2020/06)

Stop bodemdaling in veenweidegebieden: het Groene Hart als voorbeeld. September 2020 (Rli 2020/05)

Groen uit de crisis. Juli 2020 (Rli 2020/04)

Verzet de wissel: naar beter internationaal reizigersvervoer per trein. Juli 2020 (Rli 2020/03)

De bodem bereikt?! Juni 2020 (Rli 2020/02)

Greep op gevaarlijke stoffen. Februari 2020 (Rli 2020/01)

2019

Naar een duurzame economie: overheidssturing op transities. November 2019 (Rli 2019/05)

Waardevol toerisme: onze leefomgeving verdient het. September 2019 (Rli 2019/04)



Europees landbouwbeleid: inzetten op kringlooplandbouw. Mei 2019
(Rli 2019/03)

Luchtvaartbeleid: een nieuwe aanvliegeroute. April 2019 (Rli 2019/02)

De som der delen: verkenning samenvallende opgaven in de regio.
Maart 2019 (Rli 2019/01)

2018

Warm aanbevolen: CO₂-arme verwarming van de gebouwde omgeving.
December 2018 (Rli 2018/07)

Nationale omgevingsvisie: lakmoesproef voor de Omgevingswet.
November 2018 (Rli 2018/06)

Versnellen woningbouwproductie, met behoud van kwaliteit. Juni 2018
(Rli 2018/05)

Van B naar Anders: investeren in mobiliteit voor de toekomst. Mei 2018
(Rli 2018/04)

De stad als gezonde habitat: gezondheidswinst door omgevingsbeleid.
April 2018 (Rli 2018/03)

Duurzaam en gezond: samen naar een houdbaar voedselsysteem.
Maart 2018 (Rli 2018/02)

Stroomvoorziening onder digitale spanning. Februari 2018 (Rli 2018/01)



Colofon

Tekstredactie

Saskia van As, Tekstkantoor Van As, Amsterdam

Infographics

Frédéric Ruys, Vizualism, Utrecht (pagina 8)

Frédéric Ruys, Vizualism, Utrecht en Gerrit de Jager, Amsterdam (pagina 55)

Fotoverantwoording

Cover: Shutterstock

Pagina 5: Shutterstock

Pagina 15: Shutterstock

Pagina 21: Shutterstock

Pagina 30: Berlinda van Dam / ANP / Hollandse Hoogte

Pagina 38: Sandra Uittenbogaart / ANP

Pagina 40: Shutterstock

Grafisch ontwerp

Jenneke Drupsteen Grafische vormgeving, Den Haag

Publicatie Rli 2022/05

December 2022

Vertaling

Dit advies is vertaald in het Engels en te downloaden via <http://en.rli.nl>

Bronvermelding

Raad voor de leefomgeving en infrastructuur (2022). Financiering in transitie; naar een actieve rol van de financiële sector in een duurzame economie. Den Haag. Digitale uitgave

ISBN 978-90-77323-35-9

NUR740

