

Een financiële sector ten dienste van een duurzame economie

prof. dr. D. Schoenmaker¹

De overheid en ondernemingen kunnen elkaar versterken in de overgang naar een duurzame economie. Kern is het overstappen van het streven naar economische groei en winst alleen naar het bekijken van economische, sociale en milieuaspecten in samenhang. De financiële sector kan een sturende rol spelen door duurzame ondernemingen en overheden te financieren en tegelijkertijd de financiering van niet-duurzame ondernemingen en overheden af te bouwen.

1. Inleiding

De huidige markteconomie wordt gekenmerkt door een eenzijdige gerichtheid op economische groei en winst. Deze eenzijdige benadering gaat ten koste van sociale gelijkheid en de leefomgeving. Het idee van een duurzame economie² is de economische, sociale en milieuaspecten in balans te beschouwen, waarbij op alle drie aspecten wordt gestuurd. De duurzame ontwikkelingsdoelen (de zogenaamde SDGs) van de Verenigde Naties vormen de onderliggende beleidsagenda voor de overgang naar een duurzame economie in 2030.³

De academische literatuur en beleidsmakers beschouwen de rol van de overheid en ondernemingen in duurzaamheid vaak separaat. Tabel 1 laat de samenhang tussen beide terreinen zien, waarbij uiteenlopende begrippen worden gehanteerd. Bij de overheid staat het brede welvaartsbegrip en de welzijnsbegroting centraal,⁴ terwijl in de private sector de concepten van

integrale waarde en integraal jaarverslag worden gebruikt.⁵

In het eerste deel van dit artikel bespreek ik hoe de overheid en ondernemingen beide een duurzame strategie kunnen volgen. In het tweede deel ga ik in op de rol van de financiële sector en de financiële toezichthouder. De financiële sector heeft immers een allocerende rol bij de keuze welke organisaties financiering krijgen en welke niet. Daarnaast heeft de financiële sector een 'stewardship' rol, waarbij de gefinancierde organisaties worden gestimuleerd te verduurzamen. Een interessante ontwikkeling is dat het concept van een 'social licence to operate' nu ook zijn intrede doet bij de financiële sector.⁶ Eerder heeft de Commissie Wijffels aanbevolen dat iedere bank een maatschappelijk statuut ontwikkelt en publiceert.⁷

Financiële ondernemingen gebruiken op dit moment zogenaamde environmental, social en governance (ESG) scores voornamelijk als risicofactor om financiële verliezen te voorkomen. Aandeelhouders- of financiële waarde maximalisatie is daarbij (nog steeds) het heersende paradigma. Om duurzaamheid te bevorderen kan de financiële sector echter het integralewaardebegrip omarmen, waarbij impact genereren naast het halen van een financieel rendement centraal staat.

1. Dirk Schoenmaker is hoogleraar Banking & Finance aan de Rotterdam School of Management, Erasmus Universiteit, academic director van het Erasmus Platform for Sustainable Value Creation, en non-resident follow bij de Brusselse denktank Bruegel. Graag dank ik Tess Heystee, Leontien Schoenmaker, Ingrid van der Klooster en de redactie voor nuttig commentaar.
2. In het Engels wordt duurzame economie ook wel met impact economy aangeduid. Zie D. Schoenmaker, 'The Impact Economy: Balancing Profit and Impact', Working Paper 2020/04, Bruegel.
3. Verenigde Naties, 'UN Sustainable Development Goals — transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development', A/RES/70/1, New York, 2015.
4. Zie J. Stiglitz, A. Sen and J.-F. Fitoussi, 'Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress', Stiglitz report, Paris, 2009.

5. Zie D. Schoenmaker en W. Schramade, *Principles of Sustainable Finance*, Oxford: Oxford University Press 2019.
6. Zie D. Rouch, *The Social Licence for Financial Markets*, Cham: Palgrave Macmillan 2020.
7. Zie Commissie Structuur Nederlandse Banken, 'Naar een dienstbaar en stabiel bankwezen', Den Haag, 2013.

Tabel 1. Contouren van een duurzame economie

Dimensie	Huidig paradigma	Nieuw paradigma
Doelstelling – Economie – Ondernemingen	Economische groei Winst maximalisatie	Brede welvaart Maatschappelijke doelstelling
Besluitvorming – Economie – Ondernemingen	Publiek belang o.b.v. budgettaire en economische indicatoren NCW o.b.v. financiële factoren (Max FW)	Publiek belang o.b.v. budgettaire, economische, sociale en milieu indicatoren NCW o.b.v. integrale waarde (Max IW = FW + SW + EW)
Verantwoording – Economie – Ondernemingen	Parlement Aandeelhouders	Parlement Belanghebbenden
Rapportage – Economie – Ondernemingen	Begroting Financieel jaarverslag	Welzijnsbegroting Integraal jaarverslag

Bron: Schoenmaker (2020)⁸

Noot: NCW = Netto Contante Waarde, IW = Integrale Waarde, FW = Financiële Waarde, SW = Sociale Waarde, EW = Ecologische Waarde.

2. Rol van de overheid

Het huidige kompas van de overheid is gericht op groei van het bruto binnenlands product (BBP). Het Stiglitz rapport geeft aan dat BBP alleen materiële welvaart meet.⁹ Materiële welvaart meet de productie van goederen en diensten. Immateriële zaken, zoals gezondheid, opleiding en inkomensverdeling, alsmede duurzaamheid blijven buiten schot. Een groep vooraanstaande economen, verenigd in de Stiglitz Commissie, verlegt het perspectief van productie (hoeveel maken we?) naar consumptie (waaraan hebben huishoudens behoefte?). De Stiglitz Commissie stelt dat het doel van de economie is om 'current and future well-being' van huishoudens te bevorderen. Huidig welzijn omvat dan materiële en immateriële welvaart, terwijl toekomstig welzijn van duurzaamheid afhangt. Als we binnen de planetaire grenzen, zoals beperking van koolstofdioxide- en stikstofuitstoot, behoud van biodiversiteit en voldoende vers water, blijven¹⁰, kunnen ook toekomstige generaties een goed

leven leiden. De OESO publiceert al enige jaren indicatoren voor welzijn.¹¹ De wereldwijde strategie voor de overgang naar een duurzame economie in 2030 is samengevat in de SDGs van de Verenigde Naties.¹²

De Nederlandse overheid publiceert de jaarlijkse monitor brede welvaart en de Sustainable Development Goals.¹³ Deze wordt op verantwoordingsdag, de derde woensdag in mei, in de Tweede Kamer besproken. Om de begrotingscyclus compleet te maken, kan de Miljoenennota het milieubeleid meenemen.¹⁴ Met de koopkrachtplaatjes is de inkomensverdeling al integraal onderdeel van de Miljoenennota. De inrichting van de Miljoenennota als een welzijnsbegroting stelt de Tweede Kamer in staat om de economische, sociale en milieuaspecten van het voorgestelde beleid in samenhang te bekijken. De uitbreiding van Schiphol is een goed voorbeeld van een vraagstuk dat integrale oplossingen behoeft en meerdere departementen raakt. Het debat is nu vooral een afweging tussen economische groei en milieuschade. De oplossingen kunnen worden gevonden door breder te denken. Zo kan

8. Zie D. Schoenmaker, 'The Impact Economy: Balancing Profit and Impact', Working Paper 2020/04, Bruegel.

9. Zie J. Stiglitz, A. Sen end J.-F. Fitoussi, 'Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress', Stiglitz report, Paris, 2009.

10. Zie W. Steffen, W. K. Richardson, J. Rockström, S. Cornell, I. Fetzer, E. Bennett, R. Biggs, S. Carpenter, W. de Vries, C. de Wit, C. Folke, D. Gerten, J. Heinke, G. Mace, L. Persson, V. Ramanathan, B. Reyers, en S. Sörlinet, 'Planetary boundaries: guiding human development on a changing planet', *Science* 2015, afl. 347(6223), p. 736–47.

11. Zie <https://www.oecd.org/statistics/measuring-well-being-and-progress.htm>.

12. Zie Verenigde Naties, 'UN Sustainable Development Goals — transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development', A/RES/70/1, New York, 2015.

13. Zie <https://www.cbs.nl/nl-nl/publicatie/2020/21/monitor-brede-welvaart-de-sustainable-development-goals-2020>.

14. Zie D. Schoenmaker, 'Laat klimaatbeleid deel uitmaken van begrotingscyclus', *ESB* 2020, afl. 105(4784).

er binnen het huidige kader voor vliegbewegingen ruimte worden vrijgemaakt voor nieuwe vluchten door Europese vliegpassagiers op de trein te zetten. Dit vergt een grote investering in het Europese spoor netwerk, met een uitbreiding van snelle spoorverbindingen en de aanschaf van meer hogesnelheidstreinen. Een goed voorbeeld dat al werkt is de hogesnelheidslijn die het vliegverkeer van Amsterdam naar Brussel en Parijs heeft overgenomen. Ook moeten de relatieve prijzen worden aangepast, via hogere belastingen op vluchten en lagere belastingen en/of meer subsidie voor treinvervoer. Een brede aanpak van duurzaam vervoer vergt dus besluitvorming via meerdere ministeries, met grote gevolgen voor uitgaven en belastingen. De opstelling van de Miljoenennota en het Belastingplan is het moment om in het kabinet tot integrale beleidsvorming te komen. Ook kan de Tweede Kamer dan over het integrale plan meebeslissen. Nu vindt een gefragmenteerd debat over de beleidsagenda Schiphol in de Tweede Kamer plaats, waarbij dit soort brede oplossingen niet op tafel liggen.

Naast de begroting kan de overheid ook beleid maken in haar rol als wet- en regelgever. Op deze wijze kan de overheid de kaders voor het bedrijfsleven stellen. Het is echter goed te onderkennen dat niet al het gedrag met regels en belastingen kan worden gestuurd. Een beruchte casus is de vervuiling in de Teflon fabriek van Dupont in West-Virginia. Deze casus is verfilmd in *Dark Waters*.¹⁵ Uit onderzoek van interne documenten blijkt dat het toenmalige Dupont bestuur willens en wetens de vervuiling van het grondwater niet stopzette, omdat het bestuur de kans op ontdekking zodanig klein inschatte dat voortzetting van het vervuilende bedrijfsproces goedkoper was. De onderzoekers concluderen dat meer regelgeving en betere opsporing dit niet altijd kunnen voorkomen door de informatieachterstand van buitenstaanders.¹⁶ Het is dus belangrijk dat ondernemingen zelf hun verantwoordelijkheid nemen.

3. Rol van ondernemingen

Er is een levendige discussie over het doel van de vennootschap. In de Angelsaksische literatuur wordt veelal het aandeelhoudersmodel met winst maximalisatie gevolgd, terwijl de Europees continentale traditie alle belanghebbenden centraal stelt in het zogenaamde stakeholder model. Onder druk van de corporate governance codes is ook in Nederland de rol van aandeelhouders toegenomen.¹⁷

De resultaten zijn gemengd met verbeterde controle op het bestuur door de AVA (gewenst effect), maar ook meer aandeelhoudersactivisme gericht op snel resultaat (ongewenst effect). Maar de slinger gaat weer terug door de recente herziening van Van Manen, die langetermijnwaardecreatie introduceert.¹⁸ Daar wordt ook duurzaamheid (het milieu) onder verstaan.¹⁹ De interpretatie van de stakeholderbenadering is niet eenduidig. Terwijl financiers, werknemers, klanten en afnemers veelal worden meegenomen in de kring van belanghebbenden, komen andere groepen in de maatschappij en de toekomstige generatie er vaak bekaaid vanaf.²⁰ Een stakeholder benadering is dus niet voldoende om sociale en ecologische aspecten op een volledige en evenwichtige wijze mee te nemen.²¹

In recente publicaties staat het doel van de onderneming ter discussie. In de standaard financieringshandboeken is winstmaximalisatie (nog steeds) het doel van de onderneming.²² Dit doel is afgeleid van het streven naar aandeelhouderswaarde. Corporate governance experts zoals Colin Mayer en Alex Edmans stellen dat ondernemingen een 'purpose' hebben, waarmee ze inspelen op maatschappelijke behoeften.²³ Winst is dan een afgeleide doelstelling. Bij het efficiënt en effectief voorzien in maatschappelijke behoeften (primaire doelstelling) kunnen ondernemingen winst (secundaire doelstelling) maken. Bij financiële ondernemingen is de primaire doelstelling dan voorzien in de behoeften van klanten, zoals depositohouders, ondernemingen, polishouders, en pensioengerechtigden. Een groep Nederlandse hoogleraren ondernemingsrecht gaat een stap verder en bepleit een zorgplicht voor bestuurders en commissarissen tot verantwoorde deelname aan het maatschappelijk verkeer.²⁴

18. Zie herziene Code van 2016: <https://www.mccg.nl/?page=5178>.

19. Zie Art. 1.1.1(vi) van de herziene Code.

20. Het is treffend dat Art. 1.1.1 van de herziene Code stakeholders en duurzaamheid in aparte leden, v respectievelijk vi, noemt.

21. Ook in het Stiglitz rapport (noot 4) is er een beperkte rol voor ecologie. Van de acht welzijnsindicatoren heeft er slechts één betrekking op het milieu.

22. Zie bijvoorbeeld R. Brealey, S. Myers, en F. Allen, *Principles of Corporate Finance*, 13th edition, New York: McGraw-Hill 2020.

23. Zie C. Mayer, *Prosperity: Better Business Makes the Greater Good*, Oxford: Oxford University Press 2018, en A. Edmans, *Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*, Cambridge: Cambridge University Press 2020.

24. Zie J.W. Winter, J.M. de Jongh, J.B.S. Hijink, L. Timmerman, G. van Solinge, M.L. Lennarts, J.B. Wezeman, C.D.J. Bulten, S.M. Bartman, E.C.H.J. Lokin, I.S. Wuisman, H.M. Vletter-van Dort, C.A. Schwarz, M.A. Verbrugh, J. Roest, G.T.M.J. Raaijmakers, H. Koster, B. Kemp, M. Olaerts, E.P.M. Joosen, H.E. Boschma, A.F. Verdam, J.N. Schutte-Veenstra, J.H.M. Willems en G.J.C. Rensen, 'Naar een zorgplicht voor bestuurders en commissarissen tot verantwoorde deelname aan het maatschappelijk verkeer',

15. Zie <https://www.imdb.com/title/tt9071322/>.

16. Zie R. Shapira en L. Zingales, 'Is Pollution Value-Maximizing? The DuPont Case', National Bureau of Economic Research, No. w23666, 2017.

17. De Corporate Governance Code van 2003 (de Code Tabaksblat) geeft aandeelhouders belangrijke bevoegdheden: <https://www.mccg.nl/code-tabaksblat>.

Hiermee wordt onderkend dat niet de onderneming een beslissing neemt, maar de bestuurders verenigd in een besluitvormend orgaan van de onderneming.²⁵

Het integralewaardeconcept laat op een evenwichtige wijze de economische, sociale en ecologische dimensies van langetermijnwaardecreatie tot hun recht komen.²⁶ Het integralewaardeconcept integreert de financiële, sociale en ecologische waarde van een onderneming. Bedrijfsinvesteringen worden ondernomen als de netto contante waarde positief is. De huidige beslisregel is gebaseerd op financiële waarde: als de netto contante waarde van de financiële kasstromen positief is, vindt de investering doorgang. Het integralewaardeconcept geeft aan dat de integrale waarde positief moet zijn. Daar de drie waardecomponenten niet substitueerbaar zijn, moeten projecten op alle drie fronten een positieve waarde laten zien om uitgevoerd te worden.

Een voorbeeld van de sociale dimensie betreft de impact op gezondheid; tabaksfabrikanten laten in dit verband een negatieve sociale waarde zien. Positieve sociale waarde voor werknemers in Nederland kan bijvoorbeeld worden bereikt door training, terwijl onderbetaling in kledingfabrieken in Zuidoost-Azië een negatieve waarde geeft voor de lokale gemeenschap. Voorbeelden van de ecologische dimensie betreffen vervuiling (broeikasgassen en gebruik plastic), aantasting van biodiversiteit (ontbossing, gebruik pesticiden en onttrekken water) en uitputting van schaarse grondstoffen (mijnbouw). Deze sociale en ecologische effecten worden op dit moment niet meegenomen in de waardering van ondernemingen en de beslissingen over investeringen.

Vooruitgang in de wetenschap (zoals de levenscyclusbenadering) en databeschikbaarheid maken het mogelijk om sociale en ecologische effecten wel degelijk te kwantificeren. Zo veroorzaakt een retourvlucht Amsterdam-Dublin gemiddeld een halve ton CO₂ uitstoot per passagier. Bij een carbonprijs van 100 euro per ton, is dat 50 euro. Als men alle passagiers en vluchten optelt, krijgt men de ecologische schade, die van de financiële waarde kan worden afgetrokken bij de berekening van de integrale waarde van een vliegtuigmaatschappij.

Het integralewaardeconcept is gerelateerd aan de kapitaalbenadering van de International Integrated Reporting Council²⁷, die zes categorieën kapitalen hanteert: financieel en productie kapitaal (financiële waarde), sociaal en menselijk kapitaal

(sociale waarde), natuurlijk kapitaal (ecologische waarde) en intellectueel kapitaal (alle drie waarden). Sommige duurzame ondernemingen, zoals Philips en DSM, laten al hun waardecreatie zien op basis van deze kapitaalbenadering²⁸. Daarbij geeft de vertaalslag van de input van de zes kapitalen naar de output van de zes kapitalen inzicht in de impact van de geleverde ondernemingsprestaties op de verschillende kapitalen in het verslagjaar. Deze presentatie staat in schril contrast met traditionele aandeelhouderswaarde gedreven ondernemingen, zoals Shell, die financiële kengetallen, zoals omzet, winst, aandelenkoers en dividend per aandeel, presenteren in het begin van het jaarverslag.²⁹

De Europese Commissie hanteert het dubbele materialiteitsperspectief in een mededeling over de EU Richtlijn voor niet-financiële verslaggeving.³⁰ Financiële materialiteit betreft de informatie over sociale en ecologische factoren die nodig is om inzicht te krijgen in de ontwikkeling, prestaties en positie van de onderneming. Dit betreft de gevolgen voor de financiële waarde van de onderneming. De ecologische en maatschappelijke materialiteit betreft de impact van de activiteiten van de onderneming op de maatschappij en de natuur. Deze laatste, extern gerichte impact is relevant voor het meten van de maatschappelijke bijdrage van de onderneming (de lange termijn waardecreatie in de Van Manen code), maar wordt naar mijn idee veelal nog niet (goed) weergegeven in jaarverslagen.

Tot slot is het interessant om de samenhang tussen de inrichting van de governance van een land en de inrichting van de governance van ondernemingen te bekijken. Heeft een land dat zich richt op brede welvaart ook duurzame(re) ondernemingen? Een eerste verkenning laat zien dat het governance systeem van de overheid en ondernemingen elkaar kunnen versterken. Er is een sterke samenhang tussen de hoogte van de SDG rating van landen en de hoogte van de gemiddelde CSR (corporate social responsibility) rating van ondernemingen in die landen.³¹

4. Rol van de financiële sector

De financiële sector heeft een grote rol in de allocatie van kapitaal in de economie. De sector beslist

Ondernemingsrecht 2020/86.

25. Zie J.W. Winter, Addressing the Crisis of the Modern Corporation. The Duty of Societal Responsibility of the Board, <https://ssrn.com/abstract=3574681>.

26. Zie D. Schoemaker en W. Schramade, *Principles of Sustainable Finance*, Oxford: Oxford University Press 2019.

27. Zie <https://integratedreporting.org/>.

28. Zie bijvoorbeeld het Philips Jaarverslag 2019: <https://www.results.philips.com/publications/ar19> en het DSM Jaarverslag 2019: <https://annualreport.dsm.com/ar2019/>.

29. Zie het Shell Jaarverslag 2019 <https://reports.shell.com/annual-report/2019/?accept=1>.

30. Zie Mededeling van de Europese Commissie, 'Richtsnoeren niet-financiële rapportage: aanvulling betreffende klimaatrapportage', 2019/C 209/01.

31. Statistisch gemeten bedraagt de correlatie (samenhang) tussen de SDG van een land en de ESG van bedrijven 0,6, hetgeen redelijk hoog is. Zie D. Schoemaker, 'The Impact Economy: Balancing Profit and Impact', Working Paper 2020/04, Bruegel.

32. Zie D. Schoemaker en W. Schramade, *Principles of*

Tabel 2: Typologie van duurzame financiering

Duurzame financiering typologie	Waardecreatie	Rangschikking waarden	Horizon
Standaard financiering	Aandeelhouders-waarde	FW	Korte termijn
Duurzame financiering 1.0	Aangepaste aandeelhouders-waarde	FW > SW en EW	Korte termijn
Duurzame financiering 2.0	Integrale waarde	IW = FW + SW + EW	Middellange termijn
Duurzame financiering 3.0	Maatschappelijke waarde	SW en EW > FW	Lange termijn

Bron: Schoenmaker en Schramade (2019)³²

Noot: IW = Integrale Waarde, FW = Financiële Waarde, SW = Sociale Waarde, EW = Ecologische Waarde.

welke overheden, sectoren en ondernemingen wel en welke geen financiering krijgen en tegen welk tarief. Net als in de voorgaande paragraaf over ondernemingen, is er een onderscheid tussen financieel of aandeelhouderswaarde gedreven financiële ondernemingen en maatschappelijk georiënteerde financiële ondernemingen. Tabel 2 laat de verschillende stadia van duurzame financiering zien.

De eerste typologie betreft standaardfinanciering, waarbij aandeelhouderswaarde leidend is. Sociaal en milieubeleid zijn het exclusieve domein van de overheid; er is geen rol voor de private sector.³³ Duurzame financiering 1.0 gaat uit van aangepaste aandeelhouderswaarde.³⁴ In de financiering besteedt een financiële onderneming aandacht aan sociale en ecologische factoren (via zogenaamde ESG ratings) vanuit een risicoperspectief. Doel is dan de kans op aantasting van de financiële waarde van leningen of beleggingen via toekomstige verliezen te beperken. Dit is een instrumentele benadering van duurzaamheid en sluit aan bij het eerste materialiteitsbegrip in paragraaf 3. Deze benadering, waarbij het financieel rendement leidend is, wordt thans veelal gehanteerd in de financiële sector.³⁵

Duurzame financiering 2.0 en 3.0 nemen ook de impact op de maatschappij en de natuur mee. Hiermee sluit het aan bij het tweede materialiteitsbegrip

in paragraaf 3. Duurzame financiering 2.0 gaat uit van het integralewaardebegrip, waarbij de drie waardedimensies nevensgeschiedt zijn. Zoals eerder uitgelegd worden dan de financiële, sociale en ecologische waarden alle drie uitgerekend en opgeteld.

Duurzame financiering 3.0 gaat nog een stap verder door de sociale en ecologische waarden van bedrijven en projecten eerst te beoordelen. Deze methode wordt gehanteerd door zijn impact-gedreven instellingen zoals Triodos Bank, FMO en ASN Bank die impact voorop stellen in hun leningen en investeringen.³⁶ De grote uitdaging voor de financiële sector is de transitie van het huidige financiële waarde paradigma (DF 1.0) naar het nieuwe integrale waarde paradigma (DF 2.0 en 3.0).³⁷ Dat vergt een omslag in denken, waarbij ook het financieel onderwijs (inclusief de gehanteerde handboeken) zich moet aanpassen.

Een interessante vraag is of duurzame financiering 2.0 en 3.0 ten koste gaat van het financieel rendement. In de huidige risicomodellen, die gebaseerd zijn op historische data, kosten aandacht voor, en investeringen in, duurzaamheid tijd en geld en gaan daarmee ten koste van het financieel rendement. Impliciet worden in dit denken de huidige kasstromen (en winsten) geëxtrapoleerd naar de toekomst. Als de transitie naar een duurzame economie plaatsvindt dan zullen bedrijven, bedrijfsprocessen en producten gebaseerd op fossiele brandstoffen hun waarde verliezen, terwijl bedrijven die de omslag naar hernieuwbare energie hebben gemaakt hun waarde behouden of in waarde stijgen.³⁸ Een goed voorbeeld

Sustainable Finance, Oxford: Oxford University Press 2019.

33. Zie M. Friedman, 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits', *The New York Times Magazine*, 13 September 1970.

34. Zie M. Jensen, 'Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function', *Business Ethics Quarterly* 2002, afl. 12(2), p. 235-256.

35. Zie D. Loorbach, D. Schoenmaker en W. Schramade, 'Finance in Transition', RSM Series on Positive Change, Volume 3, te verschijnen.

36. Zie A. Koornneef, elders in dit nummer.

37. Zie D. Loorbach, D. Schoenmaker en W. Schramade, 'Finance in Transition', RSM Series on Positive Change, Volume 3, te verschijnen.

38. Zie D. Schoenmaker en W. Schramade, *Principles of Sustainable Finance*, Oxford: Oxford University Press

is de auto-industrie. Volkswagen was druk om zijn dieselauto's te 'verbeteren' en loopt nu achter in de markt voor elektrische auto's. Tesla daarentegen liep voor de troepen uit met de ontwikkeling van de elektrische auto en is nu druk bezig de productie en distributie op te schalen.

Naast de allocatierol heeft de financiële sector een 'stewardship' rol, waarbij de gefinancierde organisaties worden gestimuleerd te verduurzamen. Deze stewardship rol is voor banken al langer bekend. In haar relatie met de onderneming denkt de bank mee over de toekomstbestendigheid van het ondernemingsplan wanneer de ondernemer om financiering vraagt. Banken betrekken duurzaamheid in de kwalitatieve beoordeling van klanten.³⁹ Klanten met een goed duurzaamheidsprofiel (en daarmee lage duurzaamheidsrisico's) krijgen korting op het rentetarief. Een voorbeeld is een kredietlijn van ING aan Philips, waarbij de rente daalt als de Sustainability score van Philips toeneemt.

Er zijn twee uitdagingen voor de bancaire sector om echt duurzaam te worden. Allereerst kunnen banken duurzaamheidsdoelen formuleren voor hun financiering. Het is niet voldoende om het aandeel hernieuwbare energie leningen uit te breiden. Het is ook nodig om tegelijkertijd een transitie pad te hebben voor de afbouw van fossiele brandstoffen. Dit geldt ook voor de landbouwtransitie: meer leningen naar kringloop landbouw en afbouw van leningen aan intensieve landbouw. Via stewardship kunnen banken bestaande klanten stimuleren om deze omslag te maken. Hiermee helpen banken klanten om hun bedrijfsmodel toekomstbestendig te maken en daarmee hun financiering veilig te stellen.

De tweede uitdaging is duurzaamheidstransitie in de kwantitatieve kredietmodellen op te nemen. Transitie is een mogelijke toekomstige gebeurtenis die nog niet heeft plaats gevonden. Daarbij kan niet worden uitgegaan van historische data, zoals de toezichthouder eist voor interne modellen, maar moet de transitie apart worden gemodelleerd (bijvoorbeeld met scenario analyse).

Ook verzekeraars en pensioenfondsen betrekken als institutionele beleggers duurzaamheid in hun beleggingsbeleid. Door hun beleggingsportefeuille in te richten aan de hand van de eerdergenoemde ESG ratings, besteden ze hun duurzaamheidsbeleid echter veelal uit. Uit onderzoek blijkt dat de kwaliteit van de ESG ratings nog niet erg goed is. De samenhang tussen de ESG ratings van dezelfde onderneming door verschillende bureaus afgegeven is een stuk lager dan de samenhang tussen credit ratings, hetgeen erop duidt dat er nog geen eenduidig beeld is over de duurzaamheid van een onderneming bij ESG ratings.⁴⁰ Onder de

noemer *engagement* is bij institutionele beleggers de *stewardship* rol in opkomst en daarvoor wordt dan een aparte afdeling opgezet. Op basis van het werk van deze afdeling spreken institutionele beleggers met ondernemingen, al dan niet achter gesloten deuren, en stemmen op de jaarlijkse algemene vergadering van aandeelhouders. Daarbij wordt veelal het stemadvies van internationale proxy adviseurs als ISS en Glass Lewis gevolgd.

De uitdaging voor verzekeraars en pensioenfondsen is om hun duurzame beleggingsbeleid te verdiepen en de integrale waarde van ondernemingen werkelijk te beoordelen. Een meer diepgaande aanpak is mogelijk als institutionele beleggers zelf een fundamentele analyse doen van kandidaat-ondernemingen.⁴¹ Beleggers kunnen aan de hand van een dergelijke analyse de duurzame ondernemingen en projecten selecteren en de ondernemingen met verbeterpotentieel. Uiteraard is een fundamentele analyse alleen mogelijk in het geval van een beperkt aantal ondernemingen vanwege de arbeidsintensieve aanpak.

De kennis die is verkregen bij de selectie van ondernemingen kan ook worden gebruikt bij *engagement* met de uiteindelijk geselecteerde ondernemingen. De uitdaging is om selectie en *engagement* te integreren in beleggingsteams in plaats van aparte afdelingen. Er ontstaat dan een positieve spiraal van fundamentele analyse, een geconcentreerde portefeuille met grotere belangen in circa 100 ondernemingen die men goed kent en diepgaand *engagement*. Dit staat veraf van de huidige praktijk waarbij institutionele beleggers veelal gediversifieerde portefeuilles met kleine belangen in honderden of duizenden ondernemingen (die beleggingen in plaats van ondernemingen worden genoemd) aanhoudt.

Een veelbelovende trend is samenwerking tussen institutionele aandeelhouders bij *engagement*, waarbij ze de kosten delen en gezamenlijk optrekken richting ondernemingen. Zodoende hebben ze grotere invloed. In Nederland vervult Eumedion⁴² hier een spilfunctie en internationaal faciliteert PRI gezamenlijke *engagement*.

5. Rol van de toezichthouder

Tot slot hebben de toezichthouder en de regelgever een coördinerende en faciliterende rol als hoeders van het financiële systeem.⁴³ In Nederland

tussen ESG ratings 0.6 en tussen credit ratings meer dan 0.9. Zie F. Berg, J. Kölbel and R. Rigobon, 'Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings', MIT Sloan Research Paper No. 5822-19, 2019.

41. Zie D. Schoemaker en W. Schramade, 'Investing for Long-Term Value Creation', *Journal of Sustainable Finance & Investment* 2019, afl. 9(4), p. 356-377.

42. Zie R. Abma en R. Gruijters, 'Duurzaam beleggen in het licht van Europese regelgeving', elders in dit nummer.

43. Zie F.E.J. Beekhoven van den Boezem en M. Vleeschhouwer, 'De rol van De Nederlandsche Bank

2019.

39. Zie hoofdstuk 10 in D. Schoemaker en W. Schramade, *Principles of Sustainable Finance*, Oxford: Oxford University Press 2019.

40. Statistisch gezien bedraagt de correlatie (samenhang)

voert De Nederlandsche Bank het Platform voor Duurzame Financiering aan.⁴⁴ De Europese Unie heeft een groene taxonomie ontwikkeld voor duurzame (en transitie) ondernemingen.⁴⁵ Deze taxonomie is nuttig voor beleidsdoelinden en voor kleinere beleggers, die niet de middelen hebben om zelf fundamentele analyse te doen.⁴⁶ Voor institutionele beleggers geldt de taxonomie ook, maar die hebben juist de middelen en expertise om een stap verder te gaan. Helaas heeft de Europese Unie geen bruine taxonomie ontwikkeld. Er is een roep of zelfs lobby om groene leningen en investeringen te bevorderen via lage kapitaaleisen. Academici, die al vinden dat de bancaire sector beleidsmatig licht is gekapitaliseerd, pleiten juist voor hogere kapitaaleisen voor bruine leningen en investeringen.⁴⁷ Groene investeringen zijn aan het gewone ondernemingsrisico onderhevig (wie weet bijvoorbeeld of zonne- of windenergie de winnende formule is?), terwijl bruine investeringen extra risico lopen als gestrande activa in de duurzaamheidstransitie.

Meer in den brede is een herziening van de prudentiële regels nodig. De huidige regels sluiten aan bij een marktgerichte praktijk, waarbij het uitgangspunt is dat het snel liquideren van posities de verliezen kan beperken. Liquide beleggingen hebben in dat systeem lagere kapitaaleisen. In het huidige systeem staat verhandelbaarheid voorop: hoe beter verhandelbaar (en daarmee beperking van het risico), hoe lager de kapitaaleis. Dit marktgerichte denken staat een langetermijnrelatie tussen financiers en ondernemingen echter in de weg. Verder laten de wereldwijde financiële crisis en de corona-crisis zien dat deze 'beschermingsroute' van snel verkopen maar beperkt soelaas biedt. Beurskoersen bleken gedurende deze crises immers snel te kunnen dalen in een korte tijdspanne.

Duurzaam beleggen en bankieren betekent juist dat financiële ondernemingen, op basis van uitgebreide analyse, een langetermijnrelatie met ondernemingen aangaan om samen de transitie naar duurzame bedrijfsmodellen en producten te bevorderen.⁴⁸ De kwaliteit van de analyse en de

risicobeheersingsmaatregelen moeten dan leidend zijn voor de hoogte van de kapitaaleis in plaats van de snelheid van het 'verkopen' van (belangen in) ondernemingen.

Hier is een interessante parallel met de bancaire financiering van circulaire bedrijfsmodellen, waarbij de onderneming eigenaar van het product (bijv. lampen) blijft en diensten (i.c. verlichting) aan klanten levert via een contract. Terwijl voorheen de risicoanalyse zich veelal richtte op goed onderpand dat de bank kan uitwinnen bij faillissement, gaat de bank nu de kwaliteit van de contracten en de klanten van de circulaire onderneming beoordelen. Goede klanten kunnen immers hun contractuele verplichtingen nakomen, waardoor de circulaire ondernemingen verzekerd zijn van hun kasstromen.

De verzekeringssector is al verder dan de bancaire sector op reguleringsgebied. Na druk van de sector om langetermijnprojecten niet te ontmoedigen, houdt Solvency II tot op zekere hoogte rekening met illiquiditeit. De aanbevolen herziening van prudentiële regels moet evidence-based zijn en een brede opzet hebben: niet alleen financiering van langetermijn(infrastructuur)projecten en ondernemingen maar ook financiering van projecten, ondernemingen en landen in opkomende markten. Juist daar is veel duurzaamheidswinst te halen op sociaal en ecologisch terrein en grote behoefte aan financiering. Hoge kapitaaleisen belemmeren nu investeringen in opkomende markten.

6. Slotbeschouwingen

Dit overzichtsartikel laat zien dat de inrichting en governance van de economie, het bedrijfsleven en de financiële sector nauw met elkaar zijn verbonden. De transitie naar een duurzame economie heeft de meeste kans van slagen als de overheid en de private sector samen optrekken. Via haar allocatierol kan de financiële sector een sturende rol spelen in de duurzaamheidstransitie.

Het huidige paradigma gericht op financiële waarde leidt niet tot echte duurzaamheid. Binnen dit paradigma worden ESG factoren voornamelijk gebruikt om het risicoprofiel van financiële instellingen te verlagen en daarmee de financiële waarde van de instelling te beschermen.

Dit artikel schetst een nieuw paradigma gebaseerd op integrale waarde, waarbij de economische, sociale en ecologische waarde alle drie belangrijk zijn. Met deze nieuwe aanpak streven financiële instellingen naar een positieve impact op de maatschappij en de natuur naast een positief financieel rendement. Op deze wijze kan de financiële sector ten dienste staan van een duurzame economie.

als centrale bank en prudentieel toezichthouder bij de green recovery', elders in dit nummer.

44. Zie <https://www.dnb.nl/over-dnb/samenwerking/platform-voor-duurzame-financiering/>.

45. Zie Verordening (EU) 2020/852 betreffende de totstandbrenging van een kader ter bevordering van duurzame beleggingen en tot wijziging van Verordening (EU) 2019/2088, *PbEU* 2020 L 198.

46. Zie bijvoorbeeld ook V.P.G. de Serière, 'Toekomstmuziek of utopie: kan de overheid voorschrijven dat de financiële sector meer substantieel bijdraagt aan het bereiken van klimaatdoelstellingen? Een overzicht', *Ondernemingsrecht* 2020/12.

47. Zie bijvoorbeeld A. Boot en D. Schoemaker, 'Climate change adds to risk for banks, but EU lending proposals will do more harm than good', Blogpost, Bruegel, 18 januari 2018: <https://www.bruegel.org/2018/01/climate-change-adds-to-risk-for-banks-but-eu-lending-proposals-will-do-more-harm-than-good/>.

48. Deze redenering geldt ook voor financiering van

(grote) projecten, zoals infrastructurele projecten ten behoeve van de energie- en transport transitie. Dit zijn lange termijn, illiquide investeringen en leningen.