



Sturen op Impact

Discussiestuk Financieele Arena, Oktober 2023

Inhoud

1. Introductie	Error! Bookmark not defined.
2. Theoretisch kader	3
A. Het huidige raamwerk.....	5
B. Een nieuw raamwerk: integrale waarde optimalisatie.....	5
3. Wat is Impact en wat betekent het integraal meenemen ervan in de Nederlandse context?	8
A. Wat is impact?	8
B. Wat is er intern (bij de financiële instelling) nodig om op impact te kunnen sturen?	9
I. Werk het integraal sturen op risico, rendement en impact uit in operationele primaire processen (krediet/beleggingsproces, klantacceptatie, kredietbeoordeling en -revisie).....	9
II. Bewuste keuze waarin te beleggen c.q. wie financiering ontvangt.....	9
III. Zorg voor de juiste capaciteiten en competenties.....	10
IV. Rapportage en meten impact.....	11
C. Wat is extern (enabling) nodig om op impact te kunnen sturen?	11
4. Conclusie	14
Referenties	15

1. Introductie

Actoren in financiële markten staan voor uitdagende vraagstukken. Van banken, verzekeraars, vermogensbeheerders en pensioenfondsen (hierna: de financiële sector) wordt verwacht dat ze op de financiële markten rendement genereren. Voor aandeelhouders, depositohouders, polisbezitters of het pensioen voor later. Tegelijkertijd zijn zij ook in de positie om met het aan hen toevertrouwde kapitaal vorm en richting te geven aan de reële economie. Daarin schuilt een dilemma.

In een wereld die moet transformeren is steeds nadrukkelijker de verwachting dat kapitaal wordt ingezet om een oplossing te bieden voor deze risico's en kansen. Ontwikkelingen als de klimaattransitie, deglobalisering, vergrijzing, migratie, overgang naar een (meer) circulaire economie, de digitale revolutie en het verlies aan biodiversiteit manifesteren zich over een langere tijd. Echter, traditioneel zijn genoemde actoren gewend om primair met een korte tot middellange horizon financiële risico's en rendementen te beoordelen of beoogde investeringen te doen.

Het dilemma van de financiële sector is dat het meenemen van de effecten van lange termijn systeemrisico's en transitie in het traditionele risico-rendementsraamwerk knelt. Aard, omvang en complexiteit van de eerder genoemde vraagstukken is zodanig dat de effecten ervan niet- of onvoldoende meegenomen kunnen worden in de huidige wijze van werken, waarin primair wordt gewerkt vanuit een 2-dimensioneel kader van risico en rendement. Te lang lag de nadruk op risicoreductie in combinatie met rendement denken en dat ging ten koste van ecologisch en sociaal kapitaal. De financiële claim op sociaal en ecologisch kapitaal wordt steeds groter, terwijl de sociale en ecologische basis afneemt. De inzet van de transitie is de omkering: een financieel systeem dat sociaal en natuurlijk kapitaal weer doet groeien in plaats van uitput.

Ook de financiële sector moet een transitie door maken zodat de impact van het kapitaal dat wordt ingezet integraal wordt meegenomen in het nemen van besluiten wat de financiële sector financiert. Maar hoe komen we uit de groef van rendement en het reduceren van risico's, vanuit historische ontwikkeling en standaardmodellen die vooral terugkijken, maar die onvoldoende antwoord bieden op de transitie vragen van systeemverandering van morgen? Hoe zorgen we er voor dat impact centraal komt te staan?

Het doel van deze notitie is om de Nederlandse financiële sector bewuster te maken van de benodigde transitie in de sector en hoe hiermee gestart kan worden, idealiter om aan de hand van de handvaten daarvoor gezamenlijk op te trekken en de transitie te versnellen. Sectie 2 beschrijft een theoretisch kader wat het betekent om vanuit een 2-dimensioneel kader bestaande uit financieel risico en rendement over te gaan naar een integraal raamwerk gebaseerd op risico, rendement en impact. Hierbij staat impact voor de positieve- en negatieve invloed van kapitaal op de reële economie en wereld.

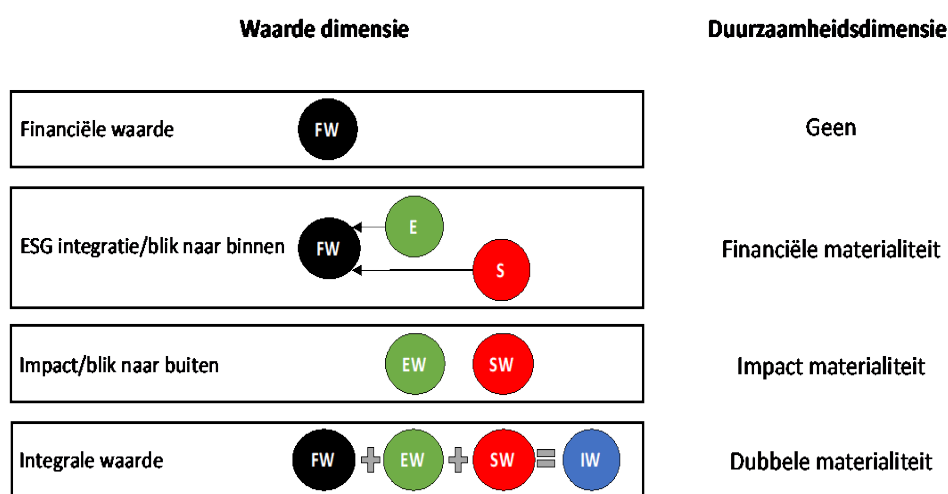
In Sectie 3 wordt eerst een internationaal gehanteerde definitie van Impact financiering gegeven. Vanuit deze definitie en het theoretisch kader in sectie 2 beschrijven we op hoofdlijnen wat het betekent voor actoren in financiële markten om tot een integraal raamwerk te komen. Het vraagt een aanpassing in zowel het "wat" als het "hoe" in de organisatie. In het vervolg van Sectie 3 geven we ook aan

wat er in de externe omgeving van deze actoren nodig is om tot een andere wijze van werken te komen.

Sectie 4 schetst een aantal dilemma's die voortkomen uit de benodigde transitie, waarna we concluderen en een oproep doen voor een vervolg.

2. Theoretisch kader

Traditionele financiering streeft naar financiële waarde, waarbij rendement en risico worden geoptimaliseerd (2-dimensionaal). In een eerste stap van duurzaam financieren worden de ESG risico's meegenomen (financiële materialiteit). Een verdere stap van impact financieren is om ook externe impact mee te nemen (impact materialiteit). Het doel van 3-dimensionaal financieren is de transitie naar een duurzame economie binnen sociale en planetaire grenzen te bevorderen (Burckart en Lydenberg, 2021). Figuur 1 geeft dit doel weer, waarbij financiële instellingen sturen op integrale waarde (IW), dat financiële waarde (FW), ecologische waarde (EW) en sociale waarde (SW) combineert.



Figuur 1: Waarde en duurzaamheid. Bron: Schoemaker en Schramade (2023)

A. Het huidige raamwerk

Het traditionele financieringsraamwerk kijkt naar de afruil tussen risico en rendement binnen een beleggings- of een leningenportefeuille. Risico wordt gemeten door terug te kijken: voor marktrisico naar volatiliteit van historische prijzen, voor kredietrisico naar trends in economische groei, rente en inflatie. Deze statische benadering neemt aan dat het verleden een goede voorspeller is voor de toekomst (business-as-usual scenario). Impact is in dit model slechts een add-on (een externe factor), die ofwel onafhankelijk van het gemaximeerde rendement optreedt of er ten koste van gaat ("duurzaamheid kost geld"). Impact vertegenwoordigt geen waarde die wordt meegenomen in een financieringsbeslissing. Negatieve impact in de vorm van ESG-risico is onderdeel van het risico management in dit model. Beperken van de tracking error (afwijking van de markt index) is een belangrijk risico-instrument voor beleggers.

B. Een nieuw raamwerk: integrale waarde optimalisatie

Het raamwerk van integrale waarde optimalisatie bestaat uit drie delen.

ESG risico integratie/blik naar binnen: Ecologische en/of sociale impact wordt beschouwd als een voorbode van risico's in de toekomst (transitie scenario): negatieve impact leidt tot hogere risico's (bv. stranded assets) en positieve impact tot toekomst-vaste bedrijfsmodellen. Dit is een dynamische benadering waarbij de impact wordt geïnternaliseerd bv. door regulering/belasting; technologische verandering; consumenten, werknemers en NGOs voorkeuren; of maatschappelijke druk. Impact wordt dus vroeg of laat ingeprijsd en is daarmee een endogene factor.

Er is empirisch bewijs dat negatieve impact (in toenemende mate) systematisch wordt geprijsd via een risico premie (Bolton en Kacperczyk, 2023; Huij, Laurs, Stork en Zwinkels, 2023). Omdat impact en risico een negatieve relatie hebben gaan rendementsverwachtingen omlaag bij een positieve impact en omhoog bij een negatieve impact (de risicopremie is dan een vergoeding voor het gelopen transitie risico).¹ De lagere discontovoet bij positieve impact leidt vervolgens tot een hogere financiële waarde (en vice versa). Ecologische en sociale impact werken dus door in de financiële waarde. De duurzaamheidsdimensie hier is die van financiële materialiteit.

Impact/blik naar buiten: Ecologische en sociale impact vertegenwoordigen zelf een waarde en kunnen worden gemeten door gerealiseerde hoeveelheden te vermenigvuldigen met een schaduwprijs (gebaseerd op sociale fundamenteën en planetaire grenzen; zie Box 1). De meting is een middel om voortgang op transitiedoelen te monitoren en geen doel: het materialiteitsprincipe is leidend. De duurzaamheidsdimensie hier is die van impact materialiteit.

Sociale (S) en ecologische (E) factoren worden uitgedrukt in hun eigen eenheden Q (bijv. levensjaren die zijn bespaard door medische behandeling of koolstofemissies door het gebruik van fossiele brandstoffen), en vervolgens vermenigvuldigd met hun respectieve schaduwprijs P afgeleid van de welvaartstheorie. De schaduwprijs voor één levensjaar is bijvoorbeeld € 108.000 en de schaduwprijs per 1 ton CO₂-equivalent is € 204 (IEF, 2022). De jaarlijkse waarde stromen (berekend als Q x P) kunnen op dezelfde wijze contant worden gemaakt met het Discounted Cash Flow model als de financiële kasstromen.

De schaduwprijs, afgeleid van welvaartstheorie, gaat uit van de sociale fundamenteën en planetaire grenzen (IEF, 2022; Schoenmaker en Schramade, 2023). Op deze wijze kunnen financiële instellingen sturen op transitie naar duurzame sociale en ecologische systemen (Burckart en Lydenberg, 2021).

Bij integrale waarde worden financiële, ecologische en sociale waarde samen genomen (Schoenmaker en Schramade, 2023). Hoewel de korte termijn relatie tussen impact en financiële waarde wellicht nog niet evident is vanwege de aanvang en

Box 1 Meten van sociale en ecologische impact

Impact meting en waardering volgt een drie stappen benadering (IEF, 2022):
1 materialiteit: stel vast welke sociale en ecologische factoren materieel zijn;
2 meting: kwantificeer sociale en ecologische factoren in hun eigen eenheid (Q);
3 waardering: geef een monetaire waarde met schaduwprezen (P).

¹ Niet alle impact wordt direct ingeprijsd (Lo, 2017). Op het moment van inprijzing, kan eerst een hoger rendement worden behaald, waarna de rendementsverwachting omlaag gaat.

snelheid van transitie, is het lange termijn perspectief duidelijker: bedrijven die integrale waarde creëren zijn toekomstbestendig, terwijl bedrijven met grote externaliteiten de transitie waarschijnlijk niet overleven. De duurzaamheidsdimensie hier is die van dubbele materialiteit (financieel + impact). Het doel is om systeemverandering tot stand te brengen – de transitie naar een duurzame economie (Burckart en Lydenberg, 2021). Het belangrijkste risico in deze benadering is dat de transitie niet plaats vindt en de sociale en ecologische risico's zich dan kunnen manifesteren. Een leefbare wereld is naast een doel op zich, ook een randvoorwaarde voor het realiseren van financiële rendementen in de toekomst.

In deze benadering gaat het om de transitie naar een duurzame economie binnen planetaire grenzen (klimaatneutraliteit en circulariteit) in combinatie met sociale gelijkheid (rechtvaardige verdeling). Impact financieren stuurt dan via integrale waarde op systeemtransities naar: een duurzaam energiesysteem; een circulaire economie met minder gebruik van grondstoffen; gezond voedsel via regeneratieve landbouw; verantwoorde arbeidsomstandigheden in de keten; en een rechtvaardige verdeling.

Investeerders/financiers kunnen integrale waarde berekenen via eenzelfde soort DCF model als traditioneel gebruikt wordt (zie Box 1), waarbij sociale en ecologische waarde tegen een andere (lagere) discontovoet worden geanalyseerd (Schoenmaker en Schramade, 2023). Hoe hoger de positieve ecologische en sociale waarde, hoe lager de totale kapitaalkosten.

3. Wat is Impact en wat betekent het integraal meenemen ervan in de Nederlandse context?

Dit deel beoogt inzicht te geven in wat het concreet gaat betekenen wanneer wordt overgestapt van het huidige 2-dimensionele financiële kader naar een integraal raamwerk. We beogen een eerste aanzet te geven van een kader en de benodigde aanpassingen in het denken en doen binnen de organisatie.

A. Wat is impact?

Impact betreft de maatschappelijke en ecologische resultaten van de klanten van financiële instellingen (klanten die financiering aantrekken of waarin wordt belegd). De IFC hanteert de volgende definitie:

Impact investing and lending is an approach that aims to contribute to the achievement of measured positive social and environmental impacts. It has emerged as a significant opportunity to mobilise capital into investments and loans that target measurable positive social, economic, or environmental impact alongside financial returns. A growing number of investors and banks are incorporating impact investments and loans into their portfolios. Many are adopting the SDGs and other goals as a reference point to illustrate the relationship between their investments/loans and impact.²

Voor ons doel is relevant dat financiële instellingen een bewuste keuze maken om te beleggen in of te lenen aan organisaties (particuliere bedrijven en (semi)publieke instellingen) die de intentie hebben positieve en meetbare impact te genereren. Het gaat hierbij om alle soorten beleggingen en leningen: aandelen (publiek en privaat, inclusief venture capital), krediet, vastgoed, en infrastructuur. Het is van belang het begrip impact niet lichtvaardig te gebruiken of het niet goed te definiëren.³ Zoals eerder aangegeven is het genereren van positieve impact een middel om duurzaamheidstransities stapsgewijs tot stand te brengen. In de praktijk verloopt het transitieproces schoksgewijs (Loorbach, Frantzeskaki en Avelino, 2017).

² Zie:

https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/development+impact/principles

³ Ter illustratie: ESMA zet in haar recente greenwashing progress report vermogensbeheerders ertoe aan om duidelijk te maken in documentatie welk type impact wordt nagestreefd. Er wordt onderscheid gemaakt tussen 'buying impact' (impact via investee companies) en 'creating impact' (directe financiering van transitieactiviteiten. Zie ook [ESMA30-1668416927-2498 Progress Report on Greenwashing \(europa.eu\)](https://www.esma.europa.eu/press-material/press-conferences-and-materials/2023/04/esma-30-1668416927-2498-progress-report-on-greenwashing), p.41

B. Wat is er intern (bij de financiële instelling) nodig om op impact te kunnen sturen?

Om impact financieren (beleggen en lenen) mogelijk te maken moet de gehele keten in het teken van impact financiering staan. Om tot een verandering in de eigen organisatie te komen bieden we hieronder een aantal concrete handvaten:

I. Werk het integraal sturen op risico, rendement en impact uit in operationele primaire processen (krediet/beleggingsproces, klantacceptatie, kredietbeoordeling en -revisie)

Als startpunt is het belangrijk om de investerings- en kredietbeginselen zodanig vorm te geven dat een goede basis wordt gelegd voor een integrale beoordeling. Daarbij kan gedacht worden aan de volgende aspecten:

- **Afwegingskader:** Voeg impact toe aan het afwegingskader van risico en rendement. Bijvoorbeeld door vast te leggen dat bij beleggingsbeslissingen een integrale lange termijn afweging wordt gemaakt waarin financiële materialiteit en impact materialiteit worden betrokken. Schadelijke gevolgen van een economische activiteit kunnen namelijk niet voor onbepaalde tijd op mens, maatschappij en milieu worden afgewenteld. Vroeg of laat zal dit op een of andere manier worden (in)geprijsd.
- **Beheersvorm:** Leg vast welke wijze van beleggen (en kredietverlening) wordt voorgestaan. Traditioneel wordt dit vastgelegd door te kiezen voor passief of actief beleggen. Hiermee wordt bedoeld op het passief volgen van een brede marktindex dan wel hier actief vanaf te wijken. Bij impact beleggen volstaat het volgen van een brede marktindex niet meer, waarmee ook traditionele passieve of actieve beheersvormen niet langer relevant zijn. Afhankelijk van de beleggingscategorie kan bijvoorbeeld in de investeringsprincipes worden aangegeven dat wordt uitgegaan van een *bottom-up buy-and-hold* strategie of dat bijvoorbeeld een specifieke (niet marktbrede) index wordt geconstrueerd waarin impact expliciet is geïntegreerd. Vervolgens kan dan nog de keuze worden gemaakt om deze specifieke index exact te volgen, dan wel hiervan af te wijken.
- **Diversificatie:** Veelal is in investeringsprincipes vastgelegd dat wordt gestreefd naar een optimale diversificatie, waarbij impliciet wordt uitgegaan van een zo groot mogelijke spreiding. Leg daarom voor impact beleggingen, waarbij geconcentreerder wordt belegd omdat bewuster keuzes worden gemaakt, in de investeringsprincipes vast wat onder een optimale diversificatie wordt verstaan en dat een beperkter aantal titels in een portefeuille volstaat voor een goede diversificatie. Op een bepaald moment heeft het toevoegen van extra titels nauwelijks toegevoegde waarde meer voor het bereiken van een adequate diversificatie.

II. Bewuste keuze waarin te beleggen c.q. wie financiering ontvangt

Voor beleggers betekent dit het werken vanuit een integraal raamwerk, waarbij positieve en negatieve impact in de reële wereld worden meegewogen naast traditionele criteria impliceert dat er bewustere keuzes gemaakt zullen moeten worden. Immers, bedrijven in de portefeuille worden niet meer alleen geselecteerd

vanuit het doel om idiosyncratisch risico te reduceren. Dit impliceert het bewust samenstellen van portefeuilles met mogelijk minder entiteiten. Er zal nadrukkelijker nagedacht moeten worden welke kennis over de bedrijven in portefeuille nodig is om alle relevante facetten van risico, rendement en impact te beoordelen. Voor bancaire financiers betekent het in de gangbare processen te bepalen met welke klanten zij wel of niet zaken wensen te doen, en daarmee opnemen wat impact betekent en in welke gevallen een klant voor financiering in aanmerking komt, met ook de mogelijkheid klanten uit te sluiten als zij niet voldoen. Dit kan ook in revisieprocessen, die nu vooral toezien op monitoring van kredietrisico, worden geïncorporeerd. Uitgangspunt hierbij zou niet moeten zijn “wat er in de benchmark of de brede financieringsmarkt zit” maar welke bedrijven op een positieve wijze bij dragen aan de transitie. Hierbij kan, om tot een scherper debat te komen over de te maken keuzes worden gestart met een indeling in ruwweg 3 groepen:

1. Bedrijven met een positieve impact;
2. bedrijven in transitie naar een positieve impact;
3. bedrijven met een te negatieve impact.

In groep 1) kan worden belegd/gefinancierd. In groep 2) kan ook worden belegd/gefinancierd. Het is essentieel dat bedrijven worden geholpen om de gewenste transitie te kunnen maken. Effectief in gesprek gaan hoort hier bij. In groep 3) zal veel bewuster een keuze gemaakt moeten worden over het al dan niet accepteren van de negatieve impact. Daar waar het gaat om beleggingen en leningen in de “oude economie”, die op termijn niet kunnen transiteren en daarmee “stranded assets” worden, zou uitfasering een logisch gevolg zijn. Een aantal actoren in de financiële markten werkt nu al volgens deze indeling, maar de keuzes hierbinnen zullen veel scherper gemaakt moeten worden. Dit vraagt meer focus op de langere termijn consequenties van de eerder genoemde transitie.

III. Zorg voor de juiste capaciteiten en competenties

De transitie van het traditionele denkkader naar het kader waarin positieve- en negatieve impact in de reële economie integraal wordt meegenomen, vraagt een aanpassing in de organisatie. Een groot deel van de professionals in de Nederlandse financiële sector is nog opgegroeid met de traditionele theorie (MPT, Markowitz etc). Er is steeds meer aandacht voor het meenemen van ESG factoren en het aantal opleidingen gericht op de rol van duurzaamheid in het werk neemt toe. Echter, er is nog beperkt sprake van het volledig integreren van transitie- en systeemrisico's in ons financieel economisch denken. Het ontbreken van eenduidige definities en data spelen daarnaast ook een rol.

Het doorbreken van deze situatie begint met bewustwording bij de bestuurders in de financiële sector. Kennis uitbreiden en gedrag aanpassen om tot de juiste capaciteiten en competenties te komen vraagt tijd en aandacht. Verplichte scholing en het zetten van andere, passende doelen (KPI's) voor medewerkers om gedrag te sturen helpt de benodigde verandering te versnellen. Het is ook positief dat er in toenemende mate benchmarks komen die op impact zijn gericht, zoals de Paris Aligned Benchmarks.

IV. Rapportage en meten impact

Het zijn uiteindelijk de klanten of de bedrijven waarin wordt belegd/gefinancierd die impact maken, de financiële sector levert hieraan een bijdrage door de financiering/belegging die ze doen. Transparantie over deze - per definitie - indirecte impact en de bijdrage van de financiële sector hoort daarbij.

Het heeft de voorkeur om de impact (van de financiering/belegging) zoveel mogelijk eenduidig te meten, om rapportagelast van de gehele keten te beperken.⁴ Tegelijkertijd is het van belang om niet te wachten op nieuwe standaarden en/of wet-regelgeving, maar te pionieren met meten en rapporteren over impact en hierover transparant te zijn en hiervan te leren.

Het zwaartepunt van impactrapportages moet verschuiven van de korte termijn naar de langere termijn (5, 7 en 10 jaars perspectief) en in het geval van beleggen minder gefocust zijn op tracking errors ten opzichte van de benchmark. Immers, relatief risico gemeten vanuit enkel een financieel perspectief geeft onvoldoende inzicht in risico's in de reële wereld. Het denken zal moeten verschuiven van waardevast/welvaartsvast naar "toekomstvast" (aansluitend bij integrale waarde). Het meten van impact moet zoveel mogelijk holistisch gebeuren (zie box 1) in standaard eenheden om te kunnen vergelijken en keuzes te verantwoorden. Het aan kunnen sluiten bij geaccepteerde (internationale) standaarden die standaardisatie bevorderen is een belangrijke katalysator.

C. Wat is extern (enabling) nodig om op impact te kunnen sturen?

Toezicht: De toezichthouder voert de taak uit waarvoor het gemandateerd is en draagt daarbinnen bij aan transitieopgave. Het is een eventuele politieke keuze om daar verandering in aan te brengen, waarbij de wisselwerking met de bestaande taken van groot belang is (kan de toezichthouder de initiële taken nog net zo goed vervullen c.q. is het evident dat het mandaat van de toezichthouder moet veranderen?)

Het is momenteel de taak van de toezichthouder ervoor te zorgen dat alle materiële risico's in kaart worden gebracht en beheerst. Er dient prudent in het belang van de klanten, polishouders en deelnemers te worden geïnvesteerd. Daarnaast heeft DNB de verantwoordelijkheid om de financiële stabiliteit te waarborgen. In dat licht kan betoogd worden dat de toezichthouder al langs een aantal sporen bijdraagt aan de transitie:

- **Financieel risico:** Als de bedrijven waarin partijen financieren niet toekomstbestendig zijn, lopen zij financieel risico. Het valt binnen het toezichtmandaat om van instellingen te verwachten dat ze dit risico inzichtelijk maken, beheersen en bij investerings- en kredietbeslissingen rekening houden met de risico-rendementsafwegingen.

⁴ Een manier is om voor impact aan te sluiten bij de mondiale taal van de SDG's (hoewel nog niet altijd eenduidig), de metrics van de Principle Adverse Impact indicatoren van de SFDR en/of EU taxonomie (in ontwikkeling).

- **Reputatierisico:** Fondsen moeten rekening houden met de voorkeuren van deelnemers, en deelnemers tonen steeds meer de wens om rekening te houden met ESG-factoren. Daarnaast moeten fondsen hun beloften nakomen en consequent handelen in overeenstemming met de toezeggingen die ze doen aan de deelnemers. Ook voor andere financiële instellingen speelt het reputatierisico een rol. Met het committeren van de financiële sector aan bepaalde duurzaamheidsdoelen (zoals bijvoorbeeld in het Klimaatcommitment) heeft het zich in zekere zin (afhankelijk van de precieze commitment) ook verplicht om actief bij te dragen aan positieve impact en de transitie, in plaats van alleen maar negatieve impact te verminderen. Vanuit de risico's die dit met zich meebrengt heeft de toezichthouder ook een rol te spelen.
- **Prudent persoon principe (PPP):** De toezichthouder moet bij het uitoefenen van zijn taak rekening houden met het belang en welzijn van de deelnemer of depositohouder. In het bredere kader van impactbeleggingen en -kredieten kan dit worden gezien als de verantwoordelijkheid om niet alleen naar financieel rendement te kijken, maar ook naar de wereld waarin de deelnemer of depositohouder uiteindelijk leeft.

Op dit moment hanteert de toezichthouder geen expliciete normen voor de allocatie van impactbeleggingen en -kredieten en beschouwt het de verantwoordelijkheid van de instelling om het strategische allocatiebeleid te rechtvaardigen op basis van het PPP. Echter, de toezichthouder kijkt wel naar zaken zoals concentratie en verwacht meer kennis en capaciteit voor bijvoorbeeld illiquide beleggingen en leningen.

- **Financiële stabiliteit:** Waarbij financieel toezicht veelal gericht is op het beheersen of verminderen van ESG risico's van individuele financiële instellingen, is het juist vanuit systeemperspectief belangrijk om financiering van duurzaamheidsoplossingen te bevorderen. Het stimuleren van impactbeleggingen en -kredieten kan door de toezichthouder worden beschouwd als een manier om systeemrisico's te verminderen. Het versnellen van de transitie verlaagt het systeemrisico (zie deel 2).

Om het toezicht aan te scherpen kunnen de volgende acties worden genomen:

1. Verwachtingen stellen dat fondsen (en andere financiële instellingen) forward-looking risico-indicatoren en scenarioanalyses gebruiken in plaats van de focus te leggen op tracking errors als risicomaatstaf.
2. Verwachtingen stellen dat financiële instellingen een transitieplan opstellen.
3. Verwachtingen stellen dat financiële instellingen in hun rapportages de resultaten op lange termijn weergeven.
4. Duidelijk communiceren naar de sector dat er geen bezwaar is tegen impactbeleggingen en -kredieten.
5. De visie op concentratierisico en illiquiditeitsrisico herzien (binnen het PPP).

Toezicht kan in eerste instantie de sector activeren door met good practices te komen (zoals in de gids voor de beheersing van Klimaat en milieu risico's). Ook kan de toezichthouder Q&A's opstellen om duidelijke verwachtingen te creëren.

- **Beleid:** Hoewel beleidsonzekerheid belemmerend werkt, en het appel aan de beleidsmaker luid en duidelijk geuit moet blijven worden, mag het op zichzelf geen reden zijn om te wachten hier aan te beginnen omdat de transitieonzekerheid alleen maar zal oplopen en in plaats komt van de beleidsonzekerheid. Wel moet er een oproep komen aan de beleidsmaker voor consistent, lange termijn visionair beleid.
- **Educatie:** Het denken over sturen op impact moet worden ingebed in het onderwijs en een duidelijker plek krijgen tegenover het nu dominante risk-return gedachtegoed. Het onderwijs maakt dan ook de stap van 2-dimensionale (risico-rendement) naar 3-dimensionale (risico-rendement-impact) methodes.
- **Kritische massa:** De verleiding is groot om (te) klein te beginnen: enkele spelers sturen met een klein stuk van de portefeuille op impact. De beoogde transities zullen dan niet plaatsvinden (Loorbach, 2022), omdat de grijze bedrijven gewoon nog met de rest van de eigen portefeuille en door de andere spelers in het financieel systeem worden doorgefinancierd. De uitdaging is dus vanaf het begin een vliegwiel te creëren, waarbij steeds grotere delen van de portefeuille op impact worden gestuurd en andere financiële spelers aansluiten. Zichtbaar leiderschap en publiciteit over gehaalde doelen op impact en transitie zijn daarvoor belangrijk.

4. Conclusie

Het doel van dit stuk is om de financiële sector bewust te maken van de transitie die ook op termijn in deze sector zal plaatsvinden. Om de transitie naar een duurzame economie te maken, zal de financiële sector anders moeten gaan werken. Het sturen op integrale waarde helpt om de nodige (sociale en ecologische) transitie te versnellen en beleggings- en leningenportefeuilles toekomst vast te maken. De vervanging van het huidige 2-dimensionale risico-rendement framework met een 3-dimensionaal risico-rendement-impact framework is cruciaal om het integreren van impact tot zijn recht te laten komen.

In de huidige 2-dimensionale benadering staat portefeuille beleggen gelijk aan beleggen in een traditionele benchmark en alles wat daarvan afwijkt heet risico. In de Modern Portfolio Theory (MPT) worden goed gediversifieerde portefeuilles samengesteld die rekening houden met systeem- en transitierisico's (Lukomnik en Hawley, 2021). Voor financiering geldt eenzelfde beweging waarin naast risico en rendement ook de impact van klanten wordt meegenomen. In deze 3-dimensionale frameworks streven beleggers en financiers naar een transitie van ecologische, sociale en economische systemen richting een duurzame economie. Impact meet de stappen van de huidige niet-duurzame economie naar een duurzame economie. Voor bancaire financiers is eenzelfde soort benadering mogelijk in de kredietverlening.

Deze notitie bevat eerste handvaten en principes voor de financiële sector om te sturen op impact. In een vervolgtraject kunnen deze principes verder worden uitgewerkt, om zo het handelingsperspectief te concretiseren en te verdiepen. De kern is dat een groep financiële instellingen gezamenlijk met de sturing op impact aan de slag gaat, om zo een vliegwielen effect in de financiële sector te creëren en de 'first mover' drempel weg te nemen.

Referenties

- Bolton, P. and M. Kacperczyk (2023), 'Global Pricing of Carbon-Transition Risk', *Journal of Finance*, forthcoming.
- Burckart, W. and S. Lydenberg (2021), *21st Century Investing: Redirecting Financial Strategies to Drive Systems Change*, Berrett-Koehler Publishers.
- Huij, J., D. Laurs, P. Stork, and R. Zwinkels (2023), 'Carbon Beta: A Market-Based Measure of Climate Transition Risk Exposure', Working Paper, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3957900>.
- Impact Economy Foundation (IEF) (2022), 'Impact-Weighted Accounts Framework', Amsterdam.
- Lo, A. (2017), *Adaptive Markets: Financial Evolution at the Speed of Thought*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Loorbach, D., N. Frantzeskaki and F. Avelino (2017), 'Sustainability Transitions Research: Transforming Science and Practice for Societal Change', *Annual Review of Environment and Resources*, 42(1): 599-626.
- Loorbach, D. (2022), 'Designing radical transitions: a plea for a new governance culture to empower deep transformative change', *City Territory, and Architecture*, 9(30), <https://doi.org/10.1186/s40410-022-00176-z>
- Lukomnik, J., and J. Hawley (2021), *Moving Beyond Modern Portfolio Theory: Investing That Matters*, Routledge, Abingdon.
- Schoenmaker, D. and W. Schramade (2023), *Corporate Finance for Long-Term Value*, Springer, Berlin.