

# DNB ziet als belegger ESG mainstream worden

Ronald Kok en David van Bragt

Het VBA Journaal gaat op bezoek bij De Nederlandsche Bank (DNB). Ditmaal niet gewapend met scherpe vragen over knellende kapitaalseisen en dreigende pensioenkortingen. Het onderwerp van dit gesprek is namelijk het beleggingsbeleid van DNB. DNB is immers niet alleen toezichthouder, maar belegt zelf ook. Duurzaamheid van de beleggingen is hierbij een speerpunt.

We spreken met Aerd Houben, divisiedirecteur Financiële Markten bij DNB en hoogleraar 'Financial Policies, Institutions and Markets' aan de Faculteit Economie en Bedrijfskunde van de Universiteit van Amsterdam (UvA).

Aerd Houben: "DNB richt zich op duurzame welvaart. We denken dat duurzaamheid een belangrijk onderdeel van beleggen is en dat het gedrag van de financiële instellingen zich moet aanpassen om conform de langetermijndoelstellingen van de samenleving te opereren. Onze politieke leiders hebben het Verdrag van Parijs ondertekend, dus uiteindelijk moeten we ook in de financiële sector een gedragsverandering krijgen die de benodigde aanpassingen stimuleert. In dit kader heeft De Nederlandsche Bank afgelopen

maand als eerste centrale bank ter wereld de *Principles for Responsible Investment* (PRI) van de Verenigde Naties ondertekend. We hebben ook een charter gepubliceerd met de uitgangspunten voor onze beleggingen. We hebben de PRI richtlijnen nu ondertekend omdat we het vertrouwen hebben dat we de doelen op korte termijn, binnen één à twee jaar, kunnen realiseren. Het gaat hierbij om de transparantiedoelen en rapportageverplichtingen die inzichtelijk maken dat we werk hebben gemaakt van deze principes."

## MONETAIRE RESERVES

Houben: "Dit gaat uitdrukkelijk alleen over de officiële reserves, niet over het geld van het DNB pensioenfonds en niet over de monetaire operaties. De officiële reserves schommelen gedurende de tijd, maar bedragen momenteel zo'n 19 mrd. euro. Het grootste deel hiervan wordt belegd in veilige staatsobligaties. Hier kunnen we niet veel impact hebben op het gebied van duurzaam beleggen. Er is in dit opzicht bijvoorbeeld weinig verschil tussen een Duitse en Finse staatsobligatie. Voor de resterende portefeuilles kan dit wel, bijvoorbeeld voor de overige obligatieportefeuilles en de aandelenportefeuilles."

---

## NEGATIEVE EXTERNALITEITEN DIENEN ZWAARDER TE WEGEN OP DE FINANCIËLE MARKTEN

---

## WAT GAAT VERANDEREN?

Vijf jaar geleden maakten we geen onderscheid tussen de tegenpartijen met wie we zaken deden en hadden we een zo breed mogelijk gespreide aandelenportefeuille. Hetzelfde gold voor de obligatieportefeuilles. Tegenwoordig controleren we of onze tegenpartijen, met name banken, zich houden aan de relevante PRI richtlijnen en we kijken of wordt voldaan aan de lijst met uitsluitingen, zoals wapentuig en dergelijke. Ook wordt nu bijvoorbeeld al in enige mate belegd in groene obligaties. In de komende twee jaar willen we over-



**Aerd Houben** is divisiedirecteur Financiële Markten bij De Nederlandsche Bank, verantwoordelijk voor onder meer de monetaire operaties, het beleggingsbeleid en het risicobeheer. Daarnaast is hij hoogleraar 'Financieel beleid, instituties en markten' aan de Universiteit van Amsterdam. Hij is voorzitter van het Financiële Markten Comité bij de OESO en is lid van diverse comités bij de Bank van Internationale Betalingen. Hij werkte bij het IMF. Houben is gepromoveerd in de monetaire economie aan de Rijksuniversiteit Groningen, waar hij ook afstudeerde in de Algemene Economie en in de Bedrijfseconomie.

stappen naar externe managers die onze ESG criteria volledig geïntegreerd hebben in hun beleggingsbeleid. Hierbij gaat het ook om *engagement* door deze managers, niet alleen om uitsluiting. In het beleggingsbeleid wordt er overigens niet naar gestreefd om impact te hebben op specifieke *Sustainable Development Goals* (SDG's). We willen als centrale bank niet één sector bevoordelen boven de anderen."

## GROENE BUBBELS?

"We vinden dat er marktfalen is als het gaat om het beprijzen van zaken, zoals CO<sub>2</sub> uitstoot, die van belang zijn bij de klimaattransitie. Het gedrag en de beprijzing zou, voor zover mogelijk, rekening moeten houden met alle externe effecten. We doen ook onderzoek naar het effect van duurzaam beleggen op het rendement, maar vooralsnog lijkt dit geen negatief effect te hebben. We zien overigens ook nog niet dat het rendement oplevert. Uit studies blijkt ook dat vooral de "G" invloed heeft, dus vooral de *governance* factor. Bij bedrijven met een goede *governance* zijn de risico's lager, dat komt steeds meer naar voren in de cijfers. Het voor risico gecorrigeerd rendement kan dan hoger uitkomen. Mijn overtuiging is dat dit bewijs steviger zal gaan worden gedurende de tijd. Belangrijk voor ons is in ieder geval dat het geen rendement kost, omdat we uiteindelijk beleggen voor 17 miljoen Nederlanders."

"In het ideale plaatje zijn de externe effecten in de prijzen verwerkt, en dan krijg je gewoon een goede waardering. Het kan zijn dat in de zoektocht naar dat uiteindelijke evenwicht je een toestroom krijgt naar groene beleggingen die groter is dan door de markt kan worden geabsorbeerd. Dit zou kunnen ontstaan als er meer regelgeving en/of fiscale stimuleringen voor de ESG-beleggingen zouden komen. Enige *overshooting* kan dan plaatsvinden maar vooral in losse niches en niet snel voor de markt als geheel."

"Maar neem bijvoorbeeld de Nederlandse overheid. Die gaat nu ook groene obligaties uitgeven. Het is echter dezelfde tegenpartij als voor gewone Nederlandse staatsobligaties. Het kredietrisico is voor beide obligaties gelijk. Dus de koersen van die obligaties gaan niet zo sterk uit elkaar lopen. Dus dat ontkoppelen van die twee markten, groen en grijs, zie ik niet snel buitensporig worden."

Houben is al met al behoorlijk optimistisch dat de markt haar 'ESG-werk' steeds meer gaat doen en dat binnen enkele jaren ESG beleggen zeker geen niche meer is.

## ESG RATINGS

Ten aanzien van de beschikbare ESG ratings stelt Houben: "Er is nu een klein aantal dominante partijen dat zich specialiseert in het bepalen van ESG ratings, waaronder met name MSCI en Sustainalytics. Nu kun je naar dezelfde bedrijven kijken en kijken of die dezelfde ratings krijgen van deze twee instellingen. De correlatie is echter buitengewoon laag, zeker als je kijkt naar de aparte ratings op de "E", de "S" en de "G". Dus er is echt nog een uitdaging om dit te verbeteren, deze verschillen leiden tot ruimte voor ruis. We moeten op basis van objectieve feiten beslissingen kunnen nemen voor de lange termijn. We moeten de onderliggende gegevens van bedrijven, op basis waarvan de ESG ratings worden bepaald, transparant krijgen. Zo kan iedereen zich een oordeel gaan vormen over de ESG

kenmerken van bedrijven. Nu heb je geen idee, je weet ook niet welke methodologie wordt gebruikt door deze rating agencies. Dan zit je met een probleem. Je zou hopen dat de methodologie zich steeds verder verdiept, dat de verschillen "uittrillen" en dat je betrouwbare ESG ratings krijgt. Dit moet allemaal minder geheimzinnig worden zodat iedereen kan nagaan dat de afgegeven ratings aannemelijk zijn".

Het feit dat zowel MSCI als Sustainalytics commerciële bedrijven zijn vindt Houben niet perse een probleem. Hij verwacht dat ook hier de markt zijn werk zal doen en dat er natuurlijk ruimte is voor meer ESG rating agencies. De verschillen qua ESG ratings van beide instituten onderstrepen volgens Houben ook de wens om zowel de diepte als de dekking van de ratings uit te breiden.

Houben: "Ik ben overigens heel erg voor marktwerking en vind dat rating agencies een nuttige functie vervullen. We vinden gewone ratings ook heel nuttig, dus ik kan me niet voorstellen dat we ESG ratings niet nuttig zouden vinden. Maar je moet heel waakzaam zijn voor allerlei verkeerde prikkels. Rating agencies moeten geen koppelingen met de bedrijven hebben, geen andere inkomstenbronnen die samenhangen met de ratings die ze afgeven, enzovoorts."

## MEER TRANSPARANTIE

Het palet aan fiscaal gunstige groene beleggingsfondsen voor particulieren is nu marginaal. Hoe ziet u dit?

Houben: "Ik mag hopen dat groene beleggingsfondsen op termijn niet langer een niche zijn maar dat iedereen dit doet. Ik hoop ook dat transparant wordt hoe groen een fonds werkelijk is, zodat de verschillen, bijvoorbeeld in termen van CO<sub>2</sub> uitstoot, duidelijk worden. Deze transparantie is de belangrijkste stap die nu moet worden gemaakt. De pensioenfondsen hebben nu bijvoorbeeld een wettelijke verplichting op dit gebied, via de *prudent person* regel in artikel 135 van de Pensioenwet. Het is wenselijk dat dit breder gebeurt, en bijvoorbeeld ook voor andere financiële instellingen en vermogensbeheerders gaat gelden. Het is aan de politiek om dit te beslissen; idealiter zou dit op Europees niveau moeten worden geregeld. Er moet ook een duidelijke meetlat en taxonomie komen voor duurzaam beleggen."

---

## TRANSPARANTIE OVER ESG PRESTATIES MOET OMHOOG

---

"Er is overigens meer dan energietransitie en klimaat. We vinden het bijvoorbeeld ook belangrijk dat iedereen kan deelnemen aan het financiële verkeer, dat er financiële educatie is, dat mensen toegang hebben tot betaalsystemen, dat ze in voldoende mate toegang hebben tot pensioenproducten, etcetera. Huishoudens en individuen in Nederland moeten weerbaar zijn, ook voor de toekomst. Voor vrijwel iedereen geldt dat het aanhouden van enige beleggingen verstandig is, bij voorkeur via een goed gespreide portefeuille."