

Knelpunten in de financiering van groene investeringen

DNB Position Paper

Kernpunten:

- Het belangrijkste knelpunt voor groene investeringen is de lage CO₂-prijs en onzekerheid omtrent lange termijn overheidsbeleid. Betere CO₂-beprijzing en een langetermijnvisie van de overheid (eventueel vastgelegd in een Klimaatwet) zijn daarom noodzakelijk.
- Andere knelpunten in de financiering van groene investeringen zijn de looptijd mismatch, het ontbreken van duidelijke standaarden, onvoldoende durfkapitaal en de kleinschaligheid van veel groene projecten.
- Een grotere rol voor institutionele beleggers in groene investeringen lijkt kansrijk. Voor de overheid is hier een potentiële taak weggelegd als intermediair. Het Platform Duurzame Financiering onderzoekt momenteel in hoeverre er sprake is van onnodige belemmeringen door toezichtregels.
- Verder kunnen groene obligaties helpen om de knelpunten van looptijd mismatch en kleinschaligheid te verminderen. Wel dienen de richtlijnen hiervoor op internationaal niveau te worden geharmoniseerd.

Te weinig groene investeringen

De huidige investeringen in duurzame energie en energiebesparing zijn niet voldoende om de emissiereductiedoelstelling van het Klimaatakkoord van Parijs te halen. Dit geldt zowel voor Nederland als wereldwijd. Om de opwarming te beperken tot 2°C moeten groene investeringen¹ volgens het IEA wereldwijd verdubbelen tot jaarlijks 500 miljard in 2020 en vervolgens nogmaals verdubbelen tot jaarlijks één biljoen vanaf 2030.² Ook in Nederland is een versnelling van groene investeringen nodig. In 2014 is ongeveer 5 miljard euro geïnvesteerd in duurzame energie en energiebesparing.³ McKinsey schat dat bij de huidige technologieën jaarlijks 10 miljard euro tussen 2020 en 2040

¹ Groene investeringen worden hier gedefinieerd als investeringen die bijdragen aan de reductie van CO₂-uitstoot. Het gaat primair om duurzame energie en energiebesparing.

² IEA (2012)

Hierbij wordt uitgegaan van 80% uitstootreductie in 2050. Voor 95% reductie zijn 1,5 keer zoveel investeringen nodig.

³ PBL (2016)

geïnvesteed moet worden om de (ondergrens van de) klimaatdoelen te halen. De meeste investeringen zijn nodig in de gebouwde omgeving en de energieopwekking, maar ook voor transport en industrie zijn aanzienlijke investeringen nodig. Het grootste deel van deze investeringen moet worden gedaan door private partijen, wat betekent dat de marktprikkels goed moeten staan.

Lage CO₂-prijs ondermijnt business case groene investeringen

De belangrijkste reden dat groene investeringen onder het gewenste niveau liggen, is dat de externe effecten van CO₂-uitstoot momenteel niet goed worden betaald. Prijzing kan ofwel via een CO₂-belasting of via een systeem waarin het recht op CO₂-uitstoot verhandelbaar wordt gemaakt, zoals het Europese Emissiehandelssysteem (ETS).

Emissiehandel geeft zekerheid over de hoeveelheid CO₂-uitstoot, maar onzekerheid over de kosten van reductie, hetgeen investeringsbeslissingen bemoeilijkt. Door een overschot aan rechten ligt de prijs per ton CO₂-uitstoot in het ETS erg laag, op 5 euro in 2016. Hierdoor is er geen goede business case voor groene investeringen (zie tabel 1). De Europese Commissie heeft maatregelen aangekondigd om het overschot aan rechten terug te dringen, maar dit is onvoldoende: de CO₂-prijs zal naar verwachting nog lange tijd te laag blijven om groene investeringen uit te lokken (23€ in 2030, volgens recente schattingen van het PBL) en het ETS blijft kwetsbaar voor vraagschokken.⁴

Tabel 1. Minimum CO₂-prijs om groene investeringen rendabel te maken⁵

| Investering | Wind op land | CCS | Kolen naar gas in NL | Wind op zee |
|------------------------|--------------|---------|----------------------|-------------|
| CO ₂ -prijs | 20 | 10 – 80 | 45 – 130 | 170 |

Voor sectoren die niet onder het ETS vallen, ligt een directe belasting op uitstoot meer voor de hand. De huidige energiebelasting zorgt door vrijstellingen en tarifiering niet voor een consistente CO₂-prijs over de verschillende sectoren en de energiemix.

⁴ Brink, C (2016)

⁵ Begemann, E et al (2016), Rooijers, F et al (2014)

Knelpunten in de financiering van groene investeringen

Onzekerheid overheidsbeleid: De business case van groene investeringen is vaak afhankelijk van overheidsbeleid dat op lange termijn onzeker is. Het gaat niet alleen om CO₂-beprijzing; mede door het uitblijven van een goede CO₂-prijs zijn andere beleidsinstrumenten zoals regulering en subsidies nodig. De onzekerheid wordt vergroot doordat er geen heldere visie is op de lange termijn doelstelling en transitiepaden voor de verschillende sectoren. Onzekerheid over het overheidsbeleid vergroot de risicokosten van groene investeringen.

Looptijden: Groene investeringen vergen vaak relatief hoge investeringskosten die zich pas op de (zeer) lange termijn uitbetalen, waardoor banken en investeerders worden blootgesteld aan relatief hoge liquiditeitsrisico's. Voor institutionele beleggers vormt de lange terugverdiertijd minder een belemmering, omdat deze vooral langlopende verplichtingen hebben. In principe kan een deel van hun beleggingen dan ook illiquide zijn, zolang spreiding en balans op orde zijn en passen bij de aard van het fonds. Nader onderzoek is nodig in hoeverre liquiditeitseisen van toezichthouders in de praktijk een belemmering vormen voor de mogelijkheden voor institutionele beleggers om groene investeringen te financieren.

Standaarden: De financiering van groene investeringen wordt bemoeilijkt door het ontbreken van duidelijke standaarden en definities. Op dit moment is een groot aantal maatstaven beschikbaar voor de blootstelling van bedrijven aan klimaatverandering, maar deze zijn onderling niet goed vergelijkbaar. Dit maakt het lastig voor financiële instellingen om goed in te schatten hoe duurzaam investeringen zijn en om rekening te houden met klimaatrisico's.

Durfskapitaal: De meest geschikte financieringsvorm is mede afhankelijk van de ontwikkelingsfase waarin het investeringsproject zich bevindt. Voor duurzame innovaties die nog in het beginstadium zitten, is het vaak te vroeg om het verwachte rendement goed te kunnen inschatten. In deze fase ligt financiering met risicodragend vermogen meer voor de hand dan bancaire financiering. In Europese landen is echter relatief weinig durfskapitaal beschikbaar vergeleken

met de VS. Bovendien zijn er indicaties dat in Nederland relatief veel groene startups stranden vergeleken met andere Europese landen.⁶

Schaal: Grootschalige projecten die in latere ontwikkelingsfasen zitten en een rendabel businessplan hebben (bijv. windmolenparken) vinden vrijwel altijd financiering, in de vorm van bancair krediet, obligaties of aandelen.⁷ Door de omvang zijn dit soort projecten ook interessant voor institutionele beleggers. Voor kleinschalige projecten is het lastiger om financiering te vinden, voor veel kapitaalverschaffers is het niet de moeite waard om een gedegen risicoanalyse te maken. Om kleinere projecten aantrekkelijker te maken, kunnen deze worden gebundeld in beleggingen van voldoende schaalgrootte met het gewenste risico-rendement profiel. In Nederland hebben institutionele beleggers hiervoor de Nederlandse Investeringsinstelling (NLII) opgericht. Dit heeft echter nog niet geleid tot extra groene investeringen, wat suggereert dat hier nog knelpunten liggen en/of dat de business case niet rendabel is zonder overheidsinterventie.

Groene financiële producten

Er worden verschillende 'groene' financiële producten aangeboden. Door deze als 'groen' te oormerken kan vaak gebruik gemaakt worden van bepaalde fiscale voordelen. Zo kan door de 'Regeling Groenprojecten' goedkoper geld geleend worden voor groene investeringen. De regeling wordt gefinancierd door het aanbieden van groene spaar- of beleggingsvormen, die een belastingvoordeel opleveren. Particulieren krijgen een lagere rente, die de bank gebruikt om groenprojecten tegen gunstige voorwaarden te financieren. Particulieren kunnen een 'groene hypotheek' nemen om een duurzame woning te kopen of hun woning te verduurzamen. Voor de groene hypotheek hoeft doorgaans een iets lagere rente betaald te worden en is een hogere LTV-ratio toegestaan (106% ipv 102%).

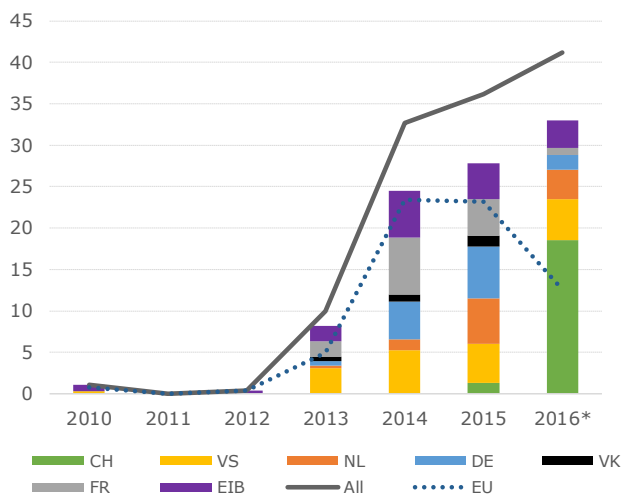
Groene obligaties zijn obligaties die worden uitgegeven om groene investeringen te doen. Vaak worden hiervoor verschillende groene projecten gebundeld. Wereldwijd maken groene obligaties nog maar een marginaal deel uit van de financiële stromen (0,15 procent van de totale obligaties). Wel is de uitgifte van groene obligaties de laatste jaren explosief gestegen, van 3 miljard in 2012 tot 42

⁶ Van der Vooren, A & Hanemaaijer, A (2015)

⁷ SER (2013), SER (2016)

miljard in 2015 (zie figuur 1). In de EU worden de meeste groene obligaties uitgegeven door de EIB. Nederland is wereldwijd de 5^e uitgever van groene obligaties. De belangrijkste uitgevers in Nederland zijn NWB, FMO en BNG.

Figuur 1. Uitgifte groene obligaties per land, miljard dollar



Bron: Dealogic, * 2016 cijfers beschikbaar t/m 19 juli

Groene financiële producten kunnen helpen om de knelpunten van looptijd mismatch en kleinschaligheid te verminderen en de kapitaalkosten van groene investeringen te verlagen. Er is duidelijk sprake van een toenemende behoefte onder beleggers aan groene obligaties, onder meer gedreven door institutionele beleggers die zich hebben gecommitteerd aan vergroening van hun beleggingsportefeuille. Tegelijkertijd beperkt de afwezigheid van algemeen aanvaarde definities (en criteria of een groene obligatie daadwerkelijk duurzaam is) de geloofwaardigheid en ontwikkeling van de groene obligatiemarkt. Er zijn momenteel grote verschillen tussen landen; zo kan in China tevens 'schone steenkool' worden gefinancierd met groene obligaties. Er bestaat dan ook het risico van "Green washing", waarbij activiteiten of ondernemingen worden geprofileerd als groen terwijl dit discutabel is.

Verduurzamen van de gebouwde omgeving

Het schaalprobleem speelt in het bijzonder bij de gebouwde omgeving. Hier ligt absoluut gemeten de grootste investeringsopgave, maar deze moet worden gedaan door kleine partijen zoals huishoudens, stichtingen en ondernemingen.

Kantoorpanden moeten vanaf 2023 minimaal energielabel C hebben. Voor woningen zijn geen verplichte energielabels opgelegd.

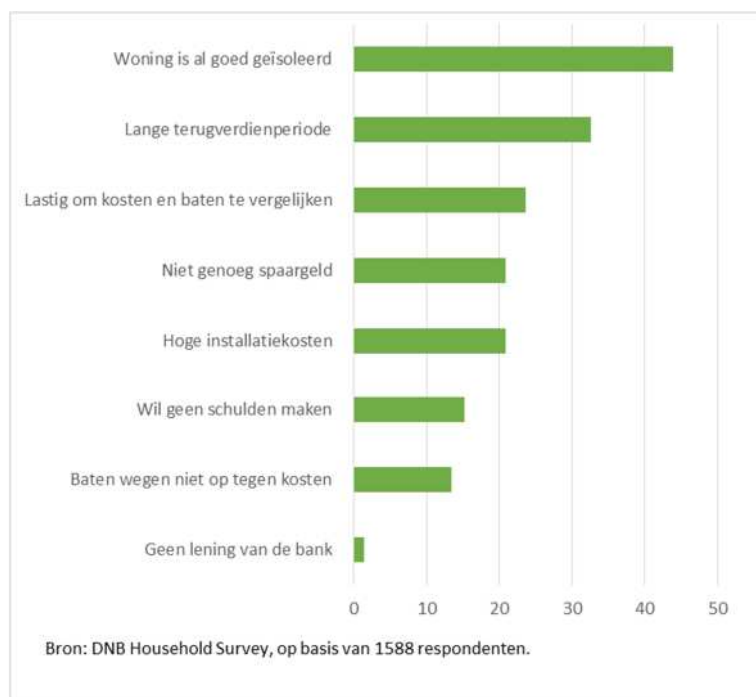
Bij huurwoningen worden de groene investeringen vooral gedaan door woningcorporaties. Zij kunnen de benodigde investeringen zonder problemen financieren.⁸ De investeringen kunnen deels terugverdiend worden door huurverhogingen, omdat de maximale toegestane huur sinds 2015 afhankelijk is van het energielabel van de woning. Bovendien kunnen woningcorporaties goedkoop financiering aantrekken door de overheidsgarantie onder hun leningen.

Voor de koopsector is het verkrijgen van financiering niet zozeer een probleem, maar spelen leenaversie en onzekerheid wel een rol.⁹ Uit een enquête met de DNB Household Survey blijkt dat investeringen in verduurzaming van de eigen woning voor het grootste deel gefinancierd worden met spaargeld. Van de woningeigenaren heeft 45% de laatste tien jaar geïnvesteerd in verduurzaming van de eigen woning (woningisolatie of duurzame energie). Slechts 4% heeft deze investering gefinancierd met een lening bij de bank. Bij de huishoudens die de laatste tien jaar *niet* geïnvesteerd hebben in verduurzaming van de eigen woning, gaf slechts 1,4% van de huishoudens aan dat dit komt doordat ze geen lening van de bank kunnen krijgen (zie figuur 2). Gebrek aan spaargeld of het niet willen maken van schulden worden veel vaker genoemd. Daarnaast geven veel respondenten aan niet te investeren omdat kosten en baten lastig zijn te vergelijken, of omdat de installatiekosten te hoog zijn. Daarbij is relevant dat de terugverdientijd vrijwel altijd langer is dan de termijn waarop de overheid zekerheid geeft over subsidies en fiscale aftrekmogelijkheden.

⁸ Schilder, F., et al (2016)

⁹ Er zijn diverse maatregelen die het verkrijgen van financiering voor huishoudens vergemakkelijken. Sinds 2014 kunnen huishoudens bij het energiebesparingsfonds leningen tegen een gunstige rente afsluiten voor investeringen in verduurzaming. Ook zijn er tal van subsidieregelingen (ISDE, STEP) en regionale fondsen voor particuliere groene investeringen. Daarnaast is een hogere hypotheeklening toegestaan voor verduurzaming van de woning (tot 106% van de woningwaarde, i.p.v. 102%).

Figuur 2: Reden om niet te investeren in verduurzaming eigen woning, in %



Beleidsimplicaties

- Het belangrijkste knelpunt voor duurzame investeringen is de lage en onzekere CO₂-prijs. Daarom is een aanscherping van het ETS nodig. De meest effectieve manier om het overschot aan emissierechten aan te pakken en het systeem bestendig te maken tegen schokken is het invoeren van een minimumprijs voor emissierechten, die met vooraf vastgestelde stappen wordt verhoogd. Verder zou het wenselijk zijn om de uitstootplafonds versneld af te bouwen en om de toewijzing van gratis emissierechten sneller aan te passen aan gerealiseerde productieniveaus. Buiten het ETS kan de energiebelasting beter worden vormgegeven om een consistente CO₂-prijs te garanderen, onder andere door de vrijstelling van energiebelasting voor grootverbruikers af te schaffen.
- Om investeerders meer zekerheid te bieden met betrekking tot beleid, dient de overheid zich te committeren aan een langetermijnvisie op de benodigde transitie, met heldere doelen en transitiepaden voor de verschillende sectoren en perioden. Dit kan door middel van een klimaatwet met een

governancestructuur, waarin de regering periodiek aan moet geven hoe de (tussen)doelstellingen worden gehaald.¹⁰

- Een grotere rol voor institutionele beleggers kan helpen bepaalde knelpunten te ondervangen (looptijd mismatch, durfkapitaal), maar gebrek aan schaal is vaak een probleem. Door als intermediair op te treden kan de overheid mogelijk de informatieasymmetrie ondervangen. Overheidsinterventie dient uiteraard te worden afgewogen tegen de kosten van informatieverzameling en risicobeoordeling. Overheidsfalen ligt eveneens op de loer, met als voornaamste risico's politiek gestuurde risicobeoordeling, het overnemen van risico's die bij private investeerders horen te liggen en efficiëntie (er zijn momenteel al tal van subsidies, fondsen en fiscale regelingen om duurzame investeringen te stimuleren, versnippering is daarmee een reëel gevaar).
- Vanuit de financiële sector zijn er soms signalen dat de mogelijkheden voor groene investeringen beperkt worden door toezichteisen (vooral omtrent beheersbaarheid en illiquiditeit).¹¹ Nader onderzoek is nodig om te kijken of er sprake is van onnodige belemmeringen vanuit toezicht voor institutionele beleggers, en hoe deze kunnen worden weggenomen. Dit wordt momenteel onderzocht door het Platform voor Duurzame Financiering, waar de financiële sector, overheden en toezichthouders deel van uitmaken. Dit platform is door DNB opgericht om de aandacht voor duurzame financiering in de financiële sector verder te vergroten en te stimuleren.
- Groene obligaties kunnen helpen bij het vergroten van het aanbod van kapitaal voor groene investeringen, het verminderen van looptijd mismatches en het bundelen van kleinere projecten. Hierbij is het wel belangrijk om 'greenwashing' zoveel mogelijk te voorkomen door landspecifieke richtlijnen voor groene obligaties te harmoniseren op internationaal niveau.
- De beschikbaarheid van kapitaal ten behoeve van groene investeringen kan verder worden vergroot door de klimaatrisico's van niet-duurzame investeringen beter in kaart te brengen. Duidelijke rapportages over carbon footprint en aanpassingsplannen voor de energietransitie maken het voor financiële instellingen makkelijker om rekening te houden met klimaatrisico.

¹⁰ DNB (2016a)

¹¹ Zie ook DNB (2016b)

Duidelijkheid over de blootstelling aan dit risico vereist eenduidige standaarden, die door alle relevante partijen worden toegepast en die kunnen helpen klimaatrisico beter te beprijzen. In een recent rapport doet de Financial Stability Board (FSB) Taskforce on Climate-related Financial Disclosures hiertoe een aantal aanbevelingen.

Literatuur

Begemann, E et al (2016). *Effecten van een CO₂ heffing in de elektriciteitssector*. Ecofys

Brink, C (2016). *Mogelijke economische gevolgen van herziening Europees emissiehandelssysteem voor Nederland en de EU*. Planbureau voor Leefomgeving

DNB (2016a). *"Tijd voor Transitie"*. Occasional Studies Vol. 14-2.

DNB (2016b). *"Duurzaam beleggen in de Nederlandse pensioensector"*

International Energy Agency, IEA (2012). *"Energy Technology Perspectives 2012"*

PBL (2016). *Nationale Energieverkenning 2016*

Rooijers, F et al (2014). *De economische impact van Carbon Capture and Storage*. CE Delft

Schilder, F et al (2016). *Energiebesparing in de woningvoorraad*. Planbureau voor Leefomgeving

SER (2013), *Financiering van duurzame investeringen*,
https://www.ser.nl/~media/files/internet/publicaties/overige/2010_201

9/2013/energieakkoord-duurzame-groei/energieakkoord-duurzame-groei-12.ashx

SER (2016), *Verslaglegging Ronde tafel Financiering Energietransitie*,
<http://mijnenergie2050.nl/Wees+erbij/Documenten/Verslagen/handlerdownloadfiles.ashx?idnv=580214>

Van der Vooren, A & Hanemaaijer, A (2015). *De Vallei des doods voor eco-innovatie in Nederland*. Planbureau voor Leefomgeving