

■ CONSULTATIEREACTIE

DATUM: 25 maart 2025

ONDERWERP: Bijlage I

Bijlage I: Verbetersuggesties van individuele pensioenfondsen per onderdeel van de Gids

Klimaat- en milieurisico's

Aandachtspunten voor de beheersing van klimaat- en milieurisico's

Box 3: Aandachtspunten materialiteitsanalyse

- We signaleren dat hier in de voetnoot wordt gerefereerd aan de CSRD. Deze is niet van toepassing op pensioenfondsen en zij hebben derhalve geen ervaring met de in de CSRD verplichte materialiteitsanalyse. In het gedeelte van de Gids dat is gericht op pensioenfondsen zou extra uitleg daarom welkom zijn.

Aandachtsgebied Governance

- Het opnemen van duurzaamheidsdoelstellingen in het beloningsbeleid (i.e. de beloning van een bestuurder) is typisch niet aan de orde voor pensioenfondsen.

Aandachtsgebied Risicobeheer

- De nadruk op de scenarioanalyses binnen verschillende tijdshorizonnen lijkt niet geheel realistisch. Hiervoor moeten veel aannames worden gebruikt, waardoor de uitkomsten hier sterk afhankelijk van zijn en waardoor de uitkomsten mogelijk niet bruikbaar zijn. Suggestie om hier rekening mee te houden door zinsnedes toe te voegen als 'waar praktisch gezien wenselijk of mogelijk' of 'waar zinvol'.

Box 4: Aandachtspunten opstellen en uitvoeren van scenarioanalyses

- Voor klimaatscenario's wordt er verwezen naar erkende partijen zoals NGFS en het KNMI. De nadruk ligt hier op het modelleren van mogelijke scenario's voor het klimaat. Het zou goed zijn om te benadrukken dat deze klimaatscenario's vragen om twee

- vertaalslagen: van klimaat naar economie en vervolgens van economie naar beleggingscategorieën/-portefeuille. Daarbij is enig onderscheid tussen regio's en sectoren noodzakelijk: de impact van temperatuurstijging zal in India immers anders zijn dan in Scandinavië.

Good Practices voor pensioenfondsen

Algemene opmerkingen:

- Veel voorbeelden hebben betrekking op aandelen, credits en vastgoed. Er wordt minder stilgestaan bij het meten van de blootstelling voor de geaggregeerde portefeuille, of maatstaven voor illiquide beleggingen.
- Bij veel voorbeelden ligt de nadruk bij risicobeheersing op uitsluiting. Andere strategieën, zoals engagement, zouden explicieter als alternatieven kunnen worden genoemd.

Good Practices: bedrijfsmodel en strategie

Good Practice: uitvraag naar deelnemersvoorkeuren t.a.v. klimaat- en milieurisico's

- De Gids stelt: 'Het bestuur gebruikt de input van de deelnemers bij het vaststellen van het strategisch beleggingsbeleid'. Dat verdient ons inziens enige nuancering; het strategisch beleggingsbeleid komt namelijk tot stand op basis van een ALM-studie en investment cases. De input van deelnemers kan juist gebruikt worden om binnen beleggingscategorieën bepaalde keuzes over de invulling maken.
- Het lijkt alsof onderzoek naar duurzaamheidsvoorkeuren en risicopreferenties in deze Good Practice, en de evaluatie daarvan door DNB, door elkaar lopen. Dit zou verduidelijkt kunnen worden.

Good Practice: beleggingsbeginselen en strategische beleggingsdoelstellingen formuleren voor klimaat- en milieurisico's

- Het formuleren van een beleggingsbeginsel voor klimaat- en milieu lijkt ons zeer gespecificeerd of gedetailleerd. In de basis zou de beleggingsopvatting van een pensioenfonds vallen onder een beginsel op een hoger niveau. Bijvoorbeeld: 'ESG-integratie verbetert risicobeheersing'. Het formuleren van een beleggingsbeginsel op een lager abstractieniveau heeft gevolgen voor alle andere beleidsterreinen, waarvoor dan mogelijk ook een beginsel geformuleerd dient te worden.
- Daarnaast is het niet altijd duidelijk wat het voorgestelde beginsel betekent voor het beleggingsbeleid van het pensioenfonds, terwijl juist dat relevant lijkt. Bijvoorbeeld, nu wordt als beleggingsbeginsel

- voorgesteld: ‘Beleggingen in bedrijven die grote bijdrage hebben aan natuurdegradatie vormen een risico voor de reputatie.’ Er zijn vanzelfsprekend vele andere bronnen van reputatierisico. Het lijkt niet zinvol om te verwachten dat een pensioenfonds deze allemaal expliciet gaat beschrijven. En de relevante vervolgvraag is ons inziens: hoe wil men omgaan met beleggingen in dergelijke bedrijven?
- Er worden vervolgens drie voorbeelden van doelstellingen beschreven, waarbij het onduidelijk is waarom men van de volgende twee doelstellingen beide op zou willen nemen. De tweede lijkt namelijk een minder vergaande versie van de eerste:
 - Het fonds belegt in lijn met het Parijs-akkoord.
 - Het fonds belegt zodanig dat het bijdraagt aan klimaatmitigatie (CO₂ -reductie) en klimaatadaptie.
- Verder wordt voor klimaat (behalen van het Parijs-akkoord) benadrukt dat er ook geïnvesteerd moet worden in bedrijven die de energietransitie mogelijk maken. Met betrekking tot milieu wordt echter alleen genoemd: ‘Het fonds vermindert de negatieve impact van haar beleggingen op de natuur.’ Er wordt niet besproken hoe het fonds kan bijdragen aan een positieve impact via de beleggingen. Wellicht is het goed om voorbeelden te geven waaruit blijkt dat men er ook voor kan kiezen om een positieve bijdrage te leveren aan biodiversiteitsherstel, bijvoorbeeld door te investeren in (duurzame) bosbouw, en hoe DNB ‘positieve impact’ beoordeelt.

Good Practice: strategische ESG-beleggingsdoelen vertalen naar concrete prestatie-indicatoren

- Het voorbeeld: ‘Fysieke klimaatrisico’s van de vastgoed- en hypotheekportefeuille zijn in kaart gebracht en er is een plan om deze met 10% te reduceren’ geeft een onrealistisch beeld van hoe goed gestuurd kan worden op de huidige data. Het introduceert ook het risico van sturing op een enkele metric zonder deze in verband te zien met overige risico indicatoren. Tevens wordt de complexiteit van ESG-risicobeheersing hier onbelicht gelaten: 10% reductie van fysiek risico zorgt wellicht voor een daling van het fysieke risico in de portefeuille, maar kan anderzijds zorgen voor het verhogen van het maatschappelijk risico van de portefeuille.
- Hier wordt een aantal KPI’s genoemd op verschillende niveaus, die zeer uiteen lopen voor wat betreft daadwerkelijke impact/activiteiten:
 - ‘Het Fonds heeft onderzocht of het de Finance for Biodiversity Pledge wil ondertekenen’ is van een ander kaliber dan: ‘Het Fonds heeft een eigen natuurstrategie ontwikkeld en gepubliceerd, inclusief een beleid voor het investeren in nature-based solutions.’

- - We stellen voor om onderscheid te maken tussen verschillende typen KPI's. De Finance for Biodiversity Foundation spreekt bijvoorbeeld van disclosure KPI's, management KPI's, performance KPI's en phase-out KPI's. Het zou helpen meer richting te krijgen van DNB welke KPI's gezien worden als 'concrete prestatie-indicatoren' omdat de impact van de gekozen KPI's erg verschilt.

Good Practices: Governance

Good Practice: verantwoordelijkheden voor de beheersing van klimaat- en milieurisico's toewijzen binnen de organisatiestructuur

- Door het begrip 'duurzaamheidsmanager' wordt het beheer van klimaat- en milieurisico's steeds meer richting een sleutelrol geduwd (met een sleutelhouder in het bestuur en een sleutelvervuller, eg. de duurzaamheidsmanager). Op deze manier wordt er een aparte lijn opgetuigd. Dit is niet per definitie bevorderlijk voor de integratie in het gehele beleggingsbeleid.

Good Practices: Risicobeheer

Good Practice: ESG-risicobereidheid concretiseren

- We hebben een opmerking over de volgende tekst: 'Maatschappelijke risicobereidheid: "We hebben een lage risicobereidheid ten aanzien van het niet halen van het Parijs-akkoord." Dit betekent dat er een lage risicobereidheid is om af te wijken van de Paris-Aligned Benchmark.' Dit klinkt alsof er één Paris-aligned benchmark is, terwijl dat niet het geval is. Daarbij zegt het volgen van Paris-aligned benchmarks nog niet zoveel over de kans op het behalen van het Parijsakkoord.
- In deze Good Practice (evenals op p. 38 en 39) wordt gewezen op een indicator waarmee de biodiversiteitsvoetafdruk wordt gemeten. Het lijkt ons enkel logisch om het gebruik van een dergelijk datapunt voor te stellen als Good Practice als DNB van mening is dat er mogelijkheden zijn om deze op een voldoende betrouwbare manier te meten. Als er gebruik wordt gemaakt van een dergelijke indicator, lijkt het ons daarnaast belangrijk dat beperkingen toegelicht worden en meegenomen worden in de materialiteits- en risicobeoordeling.
- Het is naar onze mening verstandiger om eerst te sturen op data voor deelonderwerpen binnen het thema biodiversiteit die relatief belangrijk en goed meetbaar zijn voor sectoren waarvoor het risico hoog is (bijvoorbeeld watergebruik voor sectoren als mijnbouw en de voedingsmiddelenindustrie) in plaats van een (te) grove indicator te gebruiken die een brede portefeuille beoordeelt.

■ **Good Practice: natuurgerelateerde impact- en afhankelijkheidsanalyse**

- Pensioenfondsen weten nog niet goed waar, hoe en wanneer deze risico's zich gaan manifesteren en hoe de portefeuille daardoor vervolgens wordt beïnvloed. Hierdoor ontstaat het gevaar dat aannames op aannames worden gestapeld.
- Bij deze Good Practice moet in acht worden genomen dat waar locatiedata voor directe bedrijfsactiviteiten beschikbaar is, locatiedata voor de waardeketen vaak niet beschikbaar is, terwijl daar de grootste impact zit. In hoeverre acht DNB het gebruik van 'proxy indicatoren' geschikt voor het identificeren van natuurgerelateerde impacts in de waardeketen? Voor de driver 'land use change' kan hierbij bijvoorbeeld worden gedacht aan een toets op 'aanwezigheid van een beleid op zero-deforestation op issuer niveau', of 'het percentage gecertificeerd materiaal als onderdeel van het totaal aan ingekochte commodities met high-deforestation risk'.
- p. 36: het zou helpen om 'passende beheersmaatregelen' verder te definiëren.
- p. 36: '(..) het fonds de aandelen en bedrijfsobligatieportefeuille fijnmazig analyseert, onder meer door gebruik te maken van fijnmazige locatiedata.' Vaak is alleen nog gemodelleerde data beschikbaar voor de waardeketen. Naar aanleiding van dit punt ook het eerdere punt, hoe ziet DNB het gebruik van 'proxy indicatoren' om het gebrek aan locatiedata voor de waardeketen te voorkomen?

Good Practice: ESG-risico-indicatoren bepalen in de risicobeoordeling

- Hier wordt geadviseerd om de informatie over het IMVB-convenant op de website van de Pensioenfederatie te gebruiken. Dat lijkt ons niet de meest logische bron voor het bepalen van risico-indicatoren.
- Hoewel in de hoofdtekst wordt benadrukt dat verschillende kwalitatieve en kwantitatieve input gebruikt kan worden om de hoogte van risico's in te schatten, geven een aantal Good Practices de indruk dat de risico-inschatting enkel gebaseerd is op de weergegeven datapunten. Dat lijkt ons geen Good Practice, gezien dergelijke analyses nog onvolledig zijn en met veel onzekerheid omgeven. Op p. 38-39 wordt bijvoorbeeld als voorbeeld gegeven dat het pensioenfonds het financieel risico inschat met behulp van stresstesten in twee klimaatscenario's, en op basis daarvan vaststelt dat de impact groter is dan de risico-tolerantie. Een Good Practice lijkt ons:
 - Het pensioenfonds maakt een inschatting van welke beleggingscategorieën waar zij in belegt het meest geraakt

- worden door fysieke klimaatverandering, op basis van het risicoprofiel van de beleggingen en regio-exposure.
 - Daar waar mogelijk maakt het pensioenfonds een inschatting van de impact met behulp van een kwantitatieve analyse, waarbij een scenario wordt gebruikt waarin extreme weersomstandigheden sterk toenemen, maar dat wel realistisch is.
 - Het pensioenfonds heeft een goed beeld bij de kwaliteit van de gemaakte berekeningen; het is zich bewust van aannames die gemaakt worden die wellicht een te eenvoudig beeld geven van de werkelijkheid (bijvoorbeeld: kaarten die gebruikt worden voor specifieke weersomstandigheden zijn grof, waardoor overstromingsrisico's mogelijk niet goed worden ingeschat). Het kan toelichten waarom het voor een specifieke methodologie/ dataprovider heeft gekozen.
 - Het pensioenfonds is zich bewust van de beperkingen van de methodologie; bijvoorbeeld dat de mogelijke impact op de supply chain niet wordt meegenomen en mogelijk groot kan zijn.
 - Het pensioenfonds maakt een inschatting van de hoogte van het risico op basis van de kwantitatieve analyse en kwalitatieve inzichten. Bijvoorbeeld, het houdt rekening met het feit dat de daadwerkelijke impact veel hoger kan zijn dan de berekende impact, omdat bijvoorbeeld de impact op de supply chain niet meegenomen worden en de impacts kunnen leiden tot bijvoorbeeld migratiestromen en economische crises.
 - Het pensioenfonds bepaalt signaalgrenzen op basis van de beschikbare kwantitatieve risico indicatoren en doet een verdiepende analyse wanneer deze signaalgrenzen overschreden worden.
- Voor wat betreft het opstellen van limieten geldt dat we data en modellen nog als onvoldoende betrouwbaar ervaren om de uitkomsten te kunnen gebruiken voor sturingsdoeleinden. Oftewel, resultaten zijn geschikt voor informatie en beeldvorming, maar niet om de portefeuille strikt op te sturen. We kiezen er daarom voor om te spreken over signaalwaarden in plaats van limieten.
- Voor klimaatrisico is een Good Practice dat er wordt gekeken naar meerdere scenario's en stress tests waarbij er signaalwaarden zijn toegewezen. Echter, er is onvoldoende zicht op de kans dat een scenario zich manifesteert. Uiteindelijk is er maar 1 'waarheid', dit roept de theoretische vraag op of de risicobereidheid per scenario (mogelijke toekomstige waarheid) kan verschillen en er dus ook

- verschillende signaalwaarden gehanteerd kunnen worden. Dergelijke overwegingen dragen bij aan de complexiteit bij het bepalen van signaalwaarden om de risicoblootstelling te monitoren.

Good Practice: de effectiviteit van mitigatie-instrumenten beoordelen

- Er wordt hier gewezen op het belang van absolute in plaats van relatieve risicomaatstaven om risico's in te schatten. Wij onderschrijven dat we hier uiteindelijk naar toe willen bewegen, maar zijn van mening dat relatieve maatstaven wel een passende keuze kunnen zijn als methodologieën nog sterk in ontwikkeling zijn.
- Met name wanneer er sprake is van maatregelen zoals engagement of voting is de effectiviteit lastig te meten en gaat er tijd overheen voordat eventuele impact zichtbaar zal zijn.

Good Practice: ESG-risico's monitoren aan de hand van (key) risico-indicatoren

- Op p. 43 wordt gerefereerd aan het gebruik van CO₂-uitstoot voor monitoring van klimaattransitierisico's. Hoewel het begrijpelijk is dat een dergelijke indicator wordt gebruikt bij gebrek aan betere indicatoren, geeft deze indicator beperkte informatie over het transitierisico in een portefeuille, en is het ons inziens belangrijk dat men niet sterk op deze indicator leunt om het transitierisico in te schatten.
- Het is op zich goed als een pensioenfonds een breed palet aan indicatoren kiest (p. 43). Echter, meer is niet altijd beter en kan bijdragen aan een gevoel van schijnveiligheid/nauwkeurigheid.

Good practices: informatievoorziening

Good Practice: Klimaattransitieplan

- Deze Good Practice bestaat eigenlijk uit verschillende Good Practices. Wellicht is het beter om ze op te knippen, omdat het nu een heel groot pakket lijkt, bestaande uit verschillende goede voorbeelden.
- De Good Practice lijkt eerder een theoretisch voorbeeld dan dat het is gestoeld op de praktijk.
- In het voorbeeld worden veel verschillende klimaatcriteria voor de samenstelling van de aandelenportefeuille gehanteerd. Voor de meeste pensioenfondsen is het onwaarschijnlijk dat implementatie van al deze criteria zal resulteren in een passend risico-rendementsprofiel. Dat geldt zeker als men ook rekening wil houden met de prestaties van de bedrijven op andere E, S en G onderwerpen. In praktijk zal men keuzes

- moeten maken; het zou goed zijn om met die realiteit rekening te houden in de uitwerking van deze Good Practice.
- Voor pensioenfondsen zitten er haken en ogen aan het opstellen van een klimaatdoelstelling voor staatsobligaties. Dit omdat (1) voor veel pensioenfondsen staatsobligaties gebruikt worden om renterisico af te dekken. Dit wordt lastiger wanneer men de landen ook moet selecteren op basis van hun klimaatbeleid; (2) Er op dit moment weinig tot geen landen zijn die voldoende ambitieus klimaatbeleid hebben en; (3) behalve portefeuilleselectie en eventueel engagement met overheden is er geen ander instrument om staatsobligaties te verduurzamen. Het zou goed zijn als de Good Practice deze kanttekeningen benoemt.
- Ten aanzien van het voorbeeld over de doelstelling van hypotheek lijkt het ons onwenselijk om enkel het vaststellen van een doelstelling als Good Practice te bestempelen. Belangrijker is ons inziens dat uiteengezet wordt welke acties de instelling neemt met de intentie om bij te dragen aan een reductie van de reële uitstoot. De impact die de instelling maakt zal immers afhangen van het type actie dat ondernomen wordt. In de hypotheekportefeuille kan het bijvoorbeeld gaan om het beschikbaar stellen van financiering voor vergroening van woningen, hypotheeknemers actief op de hoogte stellen van vergroeningsmogelijkheden of procedures voor aanvraag van extra financiering versimpelen. Als simpelweg minder hypotheeklen worden verstrekt aan bewoners van huizen met lagere energielabels, beperkt dat ook de mogelijkheid om juist in deze categorie (waar verandering nodig is) een positieve bijdrage te leveren met dergelijke maatregelen.
- Er wordt hier heel specifiek gekeken naar Paris-aligned. Dit zou betekenen dat het indirecte advies is om hele sectoren uit te sluiten. In sommige gevallen kan het ook wenselijk zijn om klimaatrisico's te mitigeren binnen bepaalde sectoren en het toepassen van engagement als aandeelhouder. Kijk hier bijvoorbeeld naar climate transition benchmarks.
- In de Box 'Voorbeelden van richtlijnen, standaarden en tools' (p. 49) hadden we graag meer databronnen en indicatoren rondom biodiversiteit en sociale risico's teruggezien.

Good Practice: stappenplan

- In dit stappenplan wordt steeds verwezen naar een analyse van "de stranded assets". Toleranties hiervoor zouden al voor het opstellen van de longlist vastgesteld moeten worden, en voor elk risico op de longlist worden de stranded assets bepaald. Dat lijkt ons onrealistisch en niet voor elk thema de meest zinvolle aanpak. Men zou dan namelijk voor elk thema eerst een specifiek scenario moeten bepalen,

- vervolgens de bedrijven die exposed zijn naar het risico, en dan op een bepaalde manier moeten berekenen wat de omvang van de impact zou zijn per bedrijf. Voor klimaatrisico's zijn er inmiddels methoden beschikbaar waarmee een dergelijke analyse gedaan zou kunnen worden, maar voor de meeste andere milieu-impacts niet. Het is ons inziens meer logisch om voor de stap van longlist naar shortlist grofweg een inschatting maken van de exposure naar beleggingen die gevoelig zijn en de mate waarin beleggingen mogelijk geraakt worden in (verschillende) negatieve scenario's (fors, beperkt). Voor de risico's op de shortlist kan vervolgens een meer diepgaande analyse gedaan worden, waar mogelijk kwantitatief.