



DE OPINIE VAN BERT SCHOLTENS

Duurzaam beleggen heeft strakkere regulering nodig, vindt hoogleraar duurzame financiering Bert Scholtens. “Als de financiële accountantsregels net zo rekbaar waren als de duurzaamheidsdefinities zou elk bedrijf altijd winst maken, en elk jaar meer.”

Scholtens heeft zijn studenten economie een tijd lang aan een experiment onderworpen. Hij selecteerde twee vergelijkbare beleggingsfondsen, één duurzaam en één gewoon fonds. De studenten moesten aangeven welk fonds het duurzame was op basis van de bedrijven waarin werd belegd. “Ze herkenden het duurzame fonds niet.”

Scholtens neemt zijn studenten niets kwalijk. “Het onderscheid was voor mij ook onduidelijk. Het duurzame fonds was namelijk gebaseerd op ‘best in class’-selectie. Dan neem je uit elke sector het meest duurzame bedrijf. Dan zit er ook een vliegmaatschappij bij, zelfs een oliebedrijf. Dat kun je toch moeilijk duurzaam noemen?”

De beleggingswereld heeft duurzaamheid omarmd. ESG, SDG, PRI, green bonds, circulaire economie. De belegger die met zijn geld de wereld een beetje duurzamer wil maken, wordt om de oren geslagen met prachtige afkortingen en begrippen en kan kiezen uit honderden fondsen en vermogensbeheerders die allemaal zeggen bij te dragen aan een betere wereld.

Scholtens is zeer kritisch op die claims. Hij ziet veel ‘green washing’ in de financiële wereld; partijen die zich duurzamer voordoen dan ze zijn. Hij kan zich verbazen over modeterminen als circulaire economie – “een tautologie, economie is per definitie circulair” – en hij dringt aan op een veel betere definitie van wat duurzaamheid is en hoe dat kan worden bereikt. Nu kan iedereen het op zijn eigen manier invullen.

“Het begint al bij de wijze waarop de financiële wereld naar de reikwijdte van duurzaamheid kijkt. Dan gaat het vrijwel uitsluitend over het uitgezette geld. Maar dat is slechts één kant van het verhaal. Je moet naar de totale waardeketen kijken. Neem het Noorse

staatsfonds. Dat zegt duurzaam te beleggen. Het sluit bijvoorbeeld kolencentrales uit. De werknemers rijden vast elektrisch en werken ongetwijfeld in mooie, energiezuinige gebouwen. Maar het geld dat ze beleggen is afkomstig van gas- en oliewinning: 100% fossiel. Dat is dus geen duurzaam geld. Maar in de beleggingswereld wordt daar niet naar gekeken.”

En dat moet wel?

“Wel als je het complete beeld wilt hebben. Geld komt niet uit de lucht vallen. De financiële sector is een intermediair. Als je duurzaam wilt opereren, moet je kijken waar het geld naartoe gaat én waar het vandaan komt. Voor de voetafdruk maakt het nogal uit of je namens pensioenfondsen Shell belegt of namens ABP. Dat is een boodschap waar ik me niet erg geliefd mee maak in de financiële sector. Die kijkt alleen naar de uitzettingen.”

Zijn er financiële instellingen die ook naar de duurzaamheid kijken bij de herkomst van het geld?

“Bij ethische banken was dat vroeger standaard. Een bank als Triodos stelde eisen aan wie er klant kon worden. Nu mag iedereen er klant worden. Het argument is dat ze nu meer invloed hebben omdat ze veel groter zijn. Maar kunnen ze dat ook hard maken?”

Hoe zit dat bij de grote vermogensbeheerders, de BlackRocks van deze wereld?

“Bij vermogensbeheerders is dat nog moeilijker te doorgronden omdat er veel minder eisen worden gesteld dan aan banken. De ethische vermogensbeheerders die ook naar de herkomst van het geld kijken, werken vaak voor zeer vermogende particulieren. In de institutionele wereld ben ik ze nog niet tegengekomen.”

Kun je duurzaamheidseisen stellen aan inkomend geld?

“Waarom niet? Er is ook wetgeving om witwassen te voorkomen. Als je regels kunt opstellen om crimineel geld buiten te houden, kun je dat ook voor niet-duurzaam geld doen.”

Duurzaam beleggen is de trend in de financiële wereld, maar de wereld wordt er niet merkbaar duurzamer op. Hoe kan dat?

“We kunnen niet meten of de financiële wereld duurzamer opereert. Het probleem is de kwaliteit van de data. Zolang we geen harde regels hebben voor niet-financiële informatie van bedrijven, kan iedereen claimen duurzaam te zijn. Voor de financiële gegevens hebben we de IFRS-accountingregels. Zoiets moet je ook hebben voor duurzaamheidsdata. Er zijn nu te veel vrijheidsgraden.”



“Er is een Sustainability Accounting Standards Board die hiernaar kijkt en we hebben het Global Reporting Initiative, maar het gaat allemaal erg langzaam en de wetenschappelijke basis is erg zwak. Als de financiële accountantsregels net zo rekbaar waren als de duurzaamheidsdefinities zou elk bedrijf altijd winst maken, en elk jaar meer.”

Grote bedrijven maken tegenwoordig een duurzaamheidsverslag. Dat is toch winst?

“Zeker, maar de validiteit en verificerbaarheid van de data die daarin staan, is nogal problematisch. Het ene bedrijf rapporteert uitstoot per fte, het ander per dollar omzet, of in absolute getallen. En de methodes wisselen per jaar. Dat gebrek aan consistentie riekt naar opportunisme.”

Er zijn heel veel duurzaamheidskeurmerken in omloop in de financiële wereld. Helpen die bij duurzaam beleggen?

“Een paar collega's hebben vrij recent onderzoek gedaan naar de duurzaamheidslabels in de financiële wereld. ‘Aggregate confusion’, heet het. De verschillen tussen de labels zijn groot. Bij credit rating is de correlatie van ratings van verschillende bureaus rond de 98/99%. Bij ESG-ratings is dat 60-70%. Kijk je vervolgens naar de losse onderdelen van ESG: environment, social en governance, dan daalt dat percentage naar 40%. En ga je binnen die drie categorieën kijken, dan is er vaak helemaal geen significante correlatie meer, of zelfs negatieve correlatie. Waar de ene rating een bedrijf positief beoordeelt op mensenrechten, is het andere juist negatief.”

“Het is ook ingewikkeld. De sustainable development goals van de VN gelden nu voor veel beleggers als leidraad. Maar er zijn zeventien SDG's

met 169 ‘targets’ en 234 beoordelingscriteria. Die SDG's zijn bovendien op landniveau. Hoe vertaal je dat als belegger naar bedrijfsniveau? En dan zijn SDG's soms ook tegenstrijdig. Als je armoede wilt bestrijden, één van de SDG's, kan dat makkelijk ten koste gaan van de kwaliteit van de natuur, een andere SDG.”

IK ZIE INTELLECTUELE LUIHEID DIE LEIDT TOT SLECHTE METHODOLOGIE

Is dat niet normaal voor de fase waarin de discussie nu zit? Duurzaamheid is nog een relatief jong begrip.

“Een goede standaard maken kost tijd. Over IFRS hebben we zestig jaar gedaan. Maar je kunt moeilijk volhouden dat duurzaamheid een nieuw begrip is. Daar kwam je dertig jaar geleden misschien nog mee weg. Nee, ik zie intellectuele luiheid die leidt tot slechte methodologie. Mijn eigen vakgebied laat stekken vallen en loopt achter bij maatschappelijke ontwikkelingen en wetenschappelijke inzichten op andere terreinen. De economische ratio voor milieueffingen werd 110 jaar geleden al gelegd door de Britse econoom Arthur Pigou, maar we praten er nu nog over.”

Hoe kun je als grote belegger serieus werk maken van duurzaamheid?

“Verdiep je in duurzaamheid en ga na hoe je daar invloed op hebt. Zoek zelf het contact met bedrijven. Dat werkt het beste. Grote pensioenfondsen en verzekeraars hebben de macht en de middelen om dat te doen. Die hoeven hun geld niet in een fonds met een discutabel duurzaamheidslabel te stoppen, die kunnen hun eigen doelen stellen. Pensioenfondsen als ABP en PFZW doen dat deels al.”

"In kwetsbare gebieden als de Amazone of de poolgebieden is een zeer beperkt aantal bedrijven actief. Als je als grote belegger in gesprek gaat met die bedrijven, kun je veel bereiken. Want bedrijven nemen die beleggers serieus. Bedrijven zijn er niet op uit om de wereld te vervuilen, maar ze zitten ook vast in bestaande structuren."

Kun je met alle bedrijven in gesprek?

"Grote beleggers zijn nu vaak geneigd om bij vervuilende bedrijven te denken; die gooien we uit de portefeuille, we gaan verder met de schone bedrijven. Maar als je die vieze bedrijven de omschakeling kunt laten maken naar duurzaamheid, heeft dat natuurlijk veel meer effect. Kijk, als bedrijven hun manier van werken echt niet willen verduurzamen, kun je ze altijd nog uit de portefeuille gooien."

DEGENEN DIE TEGEN BEPRIJZING ZIJN, ZIJN DOORGAANS POLITICI, WANT DIE ZIJN BANG

En dan zijn er altijd andere partijen die die aandelen of obligaties wel willen kopen?

"Nu nog wel. Maar als die groep kleiner wordt, gaan bedrijven daar financieel last van krijgen. De koers daalt of de obligatierente stijgt. De financiële sector gaat ervan uit dat je 90% van de markt moet meekrijgen, voordat je dat soort financiële effecten merkt. Uit ons onderzoek blijkt dat die negatieve effecten voor vervuilende bedrijven al veel verder optreden, bijvoorbeeld al als 10% van de markt ze niet meer wil hebben."

In hoeverre belemmert de opkomst van passief beleggen het streven naar meer duurzaamheid?

"Passief beleggen is een probleem voor ESG. Duurzaamheid vereist een actieve benadering als belegger, terwijl je bij passief beleggen juist



Bert Scholtens (1959) studeerde economie in Groningen en ging daarna aan de slag bij de Postbank (nu ING) in Amsterdam. Hij promoveerde in 1994 aan de UvA. In 1999 keerde hij terug naar de Rijksuniversiteit Groningen, waar hij sinds 2004 hoogleraar is. Scholtens is daarnaast ook hoogleraar aan de University of Saint Andrews in Schotland. Bij het Groninger Landschap is hij lid van de Raad van Toezicht.

geen visie hebt. Daar komt bij dat passief beleggen allerlei benchmarks volgt, eventueel ook ESG-benchmarks. En die zijn vaak heel onduidelijk, want niet gebaseerd op valide en verifieerbare informatie."

Duurzaamheid is nu te onduidelijk gedefinieerd. Hoe krijgen we de discussie verder, zodat er echt duurzaam wordt geïnvesteerd?

"Begin met beprijzing. Dat is het antwoord dat elke econoom zal geven. Geef de externe effecten hun maatschappelijke prijs en de markt zal er rekening mee houden. Niets is logischer dan een carbontax. Daar lag een mooi voorbeeld voor: de beprijzing van de uitstoot van zwaveldioxide in de VS in de jaren tachtig. Maar vervolgens hebben we daar in Europa een veel te ingewikkeld handelssysteem voor emissierechten van broeikasgassen van gemaakt."

"Ik ken geen wetenschappers of ondernemers die tegen beprijzing zijn. Bedrijven en consumenten begrijpen dat kwetsbare zaken een prijs hebben. Degenen die tegen beprijzing zijn, zijn doorgaans politici, want die zijn bang om zogenaamd impopulaire maatregelen te nemen. Dus blijven we aanrommelen."

Is de huidige lage-renteomgeving goed of slecht voor duurzaam beleggen?

"Door de lage rente kun je veel verder in de toekomst doorrekenen. Investeren kun je daardoor langer uitsmeren. Dat is in principe goed voor investeringen in duurzaamheid."

De overheid ziet de lage rente als een mooie kans om bijvoorbeeld de energiematregelen te financieren.

"De overheid is bij uitstek ongeschikt om investeringsbeslissingen te nemen die innovaties moeten bewerkstelligen."

ACTUARISSEN KUNNEN DOORREKENEN HOE JE GREEN SWANS KUNT VERMIJDEN

"Laten we stoppen met domme dingen doen. We willen nu Nederland vol zetten met windmolens en zonnepanelen omdat we alle fossiele energie willen vervangen door duurzame energie. Ondertussen geven we de grootste energieverbruikers van het land korting. Waarom niet gewoon met de grootste vijftig verbruikers in gesprek gaan en zorgen dat ze binnen een termijn van tien jaar hun uitstoot terugbrengen van 100 naar, zeg, 30. Dat is niet zo moeilijk. Er wordt nu aan alle kanten energie verspild, omdat de prijs de schaarsteverhoudingen niet weergeeft."

Hoe kan de actuaaris een rol spelen bij duurzaam beleggen?

"De actuaaris heeft binnen zijn organisatie een belangrijke opvoedende taak. Actuarissen rekenen risico's door. En duurzaamheid draait om risico's. Actuarissen kunnen wijzen op de 'green swans': de tipping points waar in één keer grote omslagen plaatsvinden. Zoals bij drie graden opwarming. Dan lopen de risico's niet meer lineair op, dan gaan we naar een heel andere wereld. Dat zijn cruciale momenten. Actuarissen kunnen doorrekenen welke beslissingen je nu zou moeten nemen om die greens swans te vermijden."

"Kijk naar de levensverwachting. Die werd lang bepaald doordat we terugkeken. Nu kijken we vooruit. Als je dat met de huidige risico's op gebied van natuur en klimaat ook doet, komen er heel andere cijfers uitrollen dan nu."

Investeren in duurzaamheid biedt ook financieel grote voordelen?

"Wat ik zo raar vind aan de duurzaamheidsdiscussie is dat je, als je iemand vraagt wie hij belangrijker vindt, zijn kleinkind of zichzelf, als het antwoord krijgt: dat kleinkind. Maar in ons gedrag doen we precies het omgekeerde. We geven onszelf een veel groter stuk van de wereld dan dat kleinkind. We hanteren een veel te hoge disconteringsvoet als het gaat om de toekomst van de wereld. Ook dat kunnen actuarissen perfect inzichtelijk maken." ■