



'Rijk worden van duurzaam beleggen is een sprookje'

"Ik ben niet overtuigd van het simpele verhaal dat duurzaam beleggen altijd beter verdient." Per 1 januari is professor Mathijs van Dijk als scientific director toegetreden tot de directie van Netspar, het kennisnetwerk voor pensioenen. Een gesprek over zijn expertise duurzaam beleggen en welke rol verzekeraars en pensioenfondsen daarin kunnen vervullen. "Ik ga me er hard voor maken om dat thema duurzaamheid versus rendement duidelijker te krijgen."

"Ik was meteen enthousiast toen ik werd benaderd voor deze functie, die ik fiftyfifty ga combineren met mijn baan als hoogleraar Finance aan de Erasmus Universiteit", antwoordt Mathijs van Dijk op de vraag aan de andere kant van de telefoonverbinding waarom hij voor Netspar heeft gekozen. "Ik richt me al zo'n 25 jaar op wetenschappelijke publicaties in gespecialiseerde bladen. Leuk en nuttig werk, maar je ziet de directe effecten er niet van. Bij Netspar brengen we wetenschap en praktijk bijeen om op basis van onderzoek de echte wereld te helpen bij maatschappelijk relevante thema's."

Wat zijn uw belangrijkste taken?

"Ik noem er twee. Ten eerste duurzaam beleggen, een van de redenen voor Netspar om mij te benaderen. Ik ben ervan overtuigd dat de financiële sector, inclusief pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen, een wezenlijke rol kan spelen in de transitie naar een duurzame economie. Daar is vanuit de sector ook heel veel belangstelling voor.

Zo raakte ik anderhalf jaar geleden toevallig in gesprek met het Pensioenfonds Vervoer over klimaatrisico's. Of ik deze in kaart wilde brengen in relatie tot de beleggingsportefeuille. Dat moet van De Nederlandsche Bank en dat is ook van belang voor het fonds. Aan de hand van een tiental gesprekken met diverse partijen in de sector kreeg ik in die studie feeling met wat er allemaal speelt. Klimaatrisico's sluiten aan bij mijn expertise, duurzaam beleggen in brede zin."

IK HEB DE INDRUK DAT VEEL PENSIOENFONDSEN EN VERZEKERAARS MET DE HANDEN IN HET HAAR ZITTEN HOE ZE DIT MOETEN DOEN

"Mijn tweede thema is interdisciplinair onderzoek. Veel vraagstukken, waaronder duurzaamheid, kun je niet uitsluitend vanuit de economie oplossen. Ik heb net met Netspar een groot onderzoeksvoorstel ingediend bij het NWO (Nederlandse Organisatie voor Wetenschappelijk Onderzoek, red.) om met een consortium van onderzoekers, praktijkorganisaties en de overheid te kijken naar wat er moet gebeuren om de financiële sector te verduurzamen. Daar zijn onder anderen omgevingspsychologen van de Rijksuniversiteit Groningen bij betrokken. Zij bestuderen onder meer wat mensen beweegt om duurzame keuzes te maken. Dergelijke samenwerkingen hebben we nodig om dit soort grote maatschappelijke vraagstukken op te kunnen lossen."

Op welke manier zouden verzekeraars en pensioenfondsen klimaatrisico's in hun beleggingsstrategie kunnen inbedden?

"Daar bestaat geen panklaar antwoord voor. Klimaatrisico's moeten ze sowieso in kaart brengen van De Nederlandsche Bank (in het kader van IORP II). Deze is ervan overtuigd dat klimaatverandering tot enorme financiële risico's kan leiden. Die visie deel ik."

"We hebben het dan over fysieke risico's en transitierisico's. Dus enerzijds grote schades door onder meer orkanen of overstromingen die oogsten vernietigen, die verliezen kunnen opleveren voor



MATHIJS VAN DIJK: "DE FINANCIËLE SECTOR KAN EEN WEZENLIJKE ROL SPELEN IN DE TRANSITIE NAAR EEN DUURZAME ECONOMIE."

beleggers. En anderzijds risico's die zijn verbonden aan de transitie naar een duurzamere economie. Neem de CO₂-belasting die bedrijven moet dwingen tot duurzamer gedrag. Dat kan, zeker op de korte termijn, tot flinke schadeposten leiden."

Hoe breng je deze risico's in kaart?

"Dat is heel lastig. Er is geen methode die overal bovenuit stijgt. Ik heb de indruk dat veel pensioenfondsen en verzekeraars met de handen in het haar zitten hoe ze dit moeten doen. Want de risico's gaan zich de komende decennia manifesteren. Dat is tevens de beleggingshorizon van verzekeraars en pensioenfondsen. Maar wie kan zeggen hoe het er over tien jaar uitziet? De risico's zijn zeer onzeker."

"De standaard manier waarop vaak naar risico's wordt gekeken, is door data uit het verleden te gebruiken. Maar eigenlijk hebben we geen goede data, want de klimaatrisico's zijn nieuw. Wat we nu aan extreem weer zien, is, als ik klimaatwetenschappers mag geloven, slechts het topje van de ijsberg."

Zijn er dan betere methoden?

"In mijn studie voor Pensioenfonds Vervoer heb ik drie methoden bekeken waarop je de klimaatrisico's kunt inventariseren, inclusief voor- en nadelen. Ten eerste de top-down methode, gebaseerd op grote macro-econometrische modellen, zoals onder andere De Nederlandsche Bank en het Centraal Planbureau gebruiken. Daar ben ik vrij sceptisch over. Dat zijn namelijk hele technische modellen waaruit scenario's komen. Maar het is moeilijk invoelbaar en begrijpelijk hoe de verwachte beleggingsrisico's die uit die scenario's voortkomen te koppelen zijn aan klimaatontwikkelingen. Het is dermate abstract dat ik persoonlijk denk dat je er niet veel van leert."

Dus?

"De meeste pensioenfondsen doen het omgekeerde, bottom-up, de tweede methodiek. Op bedrijfsniveau, op individueel beleggingsniveau van aandelen en obligaties gebruiken ze de databases voor ESG-ratings (Environment, Social, Governance, red). Daarmee kunnen beleggers

inschatten of bedrijven blootgesteld zijn aan bijvoorbeeld transitierisico's. Dit is een grove maar redelijk reële inschatting. Daarbij brengen beleggers ook steeds meer de geografische locaties van hun beleggingen in beeld. Is er een verhoogd risico op overstroming? Of op stormen? Wat dat voor impact kan dat hebben?

Deze methode kent ook haken en ogen. Bijvoorbeeld omdat de ESG data niet erg betrouwbaar zijn en onduidelijk is wat je precies zou willen meten. Daar valt nog een hoop winst te behalen. Toch denk ik dat je de methode wel kunt gebruiken om een meer gedetailleerd overzicht te krijgen van de klimaatrisico's in je portefeuille."

Wat is de derde?

"De sectormethode, die tussen beide methoden zit. Per sector inschatten wat er gebeurt als bijvoorbeeld die CO₂-belasting wordt ingevoerd. Het liefst aan de hand van gedegen kennis. Hoeveel CO₂ stoot de sector uit? Hoeveel concurrentie bestaat er? Als deze gering is, kunnen bedrijven die belasting doorschuiven naar de consument. Hoe ziet de supply chain eruit? Weliswaar produceer jij niet veel CO₂, maar als je toeleveranciers dat wél doen, krijg je bij zo'n belasting mogelijk ook te maken met een prijsstijging."

"Ik heb een eerste sectorstudie uitgevoerd met twee collega's voor de balansen van Nederlandse banken. Het voordeel is dat je op een iets grotere schaal naar de risico's kijkt dan bij een individueel bedrijf. Bovendien kun je met dergelijke studies de discussie aanzwengelen in zo'n sector."

UITSLUITEN

Van Dijk vindt het niet alleen belangrijk dat pensioenfondsen en verzekeraars de transitierisico's inventariseren en valideren, hij pleit er ook voor dat ze in hun beleggingsstrategie de transitie naar een duurzame economie bevorderen. Dat kan ten eerste door vervuulende bedrijven uit te sluiten. Ten tweede door groene beleggingen hoger te wegen in de portefeuille. En ten slotte door in gesprek te gaan met bedrijven om hun beleid te verbeteren (engagement).



Op de vraag welke strategie het beste werkt, antwoordt Van Dijk: "Ook daar heb ik geen pasklaar antwoord op. Veel instellingen zijn bezig met uitsluitingen. Ze publiceren deze, ook in relatie tot hun doel om de CO₂-voetafdruk te verlagen. Bovendien dek je risico's af als je bijvoorbeeld kolenmijnen uit de portefeuille gooit. Dan lijdt je geen verlies als zo'n mijn failliet gaat."

WE MOETEN HET DEBAT VOEREN OP BASIS VAN ZOVEEL MOGELIJK KENNIS EN NIET OP BASIS VAN WISFUL THINKING

"De laatste tijd begint echter discussie te ontstaan over hoe effectief uitsluitingen is. Daar is nog niet veel eenduidig onderzoek over. Je zit immers niet meer aan tafel bij de uitgesloten bedrijven. Als andere beleggers instappen die weinig boodschap hebben aan duurzaamheid, gebeurt er niks. Ik ben daar wat optimistischer over. Want als uitsluitingen op grote schaal gebeurt, gaat het toch pijn doen bij vervuulende bedrijven omdat zij moeilijker kapitaal kunnen ophalen."



Mathijs A. van Dijk is hoogleraar Finance aan de Rotterdam School of Management, Erasmus University (RSM) en scientific director bij Netspar. Zijn onderzoek richt zich met name op internationale financiën en beleggingen, met specifieke aandacht voor duurzaamheid. Van Dijk publiceerde in vooraanstaande academische tijdschriften zoals *Review of Financial Studies* en *Journal of Financial Economics*. Hij heeft zijn werk uitgebreid gepresenteerd bij academische instellingen, waaronder onder meer Boston College, Harvard en INSEAD.

Van Dijk behaalde zijn MSc in Econometrie (cum laude) aan de Erasmus Universiteit en zijn PhD in Finance aan de Universiteit Maastricht. In 2008 ontving hij een subsidie van de Nederlandse Organisatie voor Wetenschappelijk Onderzoek (NWO) voor een vijfjarig onderzoeksprogramma 'Liquidity Black Holes'.

"Het belangrijkste alternatief is engagement. Dat spreekt me aan omdat je in gesprekken met bedrijven concreet kunt worden. Maar we weten niet goed of het effectief is. Uitsluiten kun je achter je computertje nabootsen met databases en analyses. Maar bij engagement is onderzoek veel moeilijker. Daar ligt bij Netspar een van mijn ambities. In elk geval kost engagement tijd en geld. De grotere pensioenfondsen combineren dan ook uitsluiting en engagement."

Duurzaam beleggen en rendement lijken elkaar in de weg zitten. Waar ziet u mogelijkheden op verduurzaming mét rendement?

"Dat is de *Million Dollar Question*. Op beleggingsconferenties hoor ik regelmatig het simpele praatje dat iemand groen gaat beleggen en dan ook nog eens heel erg rijk wordt. Dat is een sprookje."

"Uit het vele onderzoek blijkt weliswaar dat eerder een positief verband bestaat tussen duurzaam beleggen en rendement dan een negatief verband. Ik ben daar echter sceptisch over. Ten eerste speelt wishful thinking in de literatuur mee. Ten tweede kan in het verleden best sprake zijn geweest van een positieve relatie tussen duurzaam beleggen en rendement. Maar, zoals de bekende beleggingskreet zegt: dit is geen garantie voor de toekomst. Want dit historische rendement kan zomaar te maken hebben met het feit dat duurzaam beleggen de laatste tien, vijftien jaar een hoge vlucht heeft genomen en veel meer geld naar duurzame bedrijven is gestroomd. Dat kan de aandelenprijzen hebben opgedreven. Als je nú instapt, doe je dat mogelijk in relatief dure bedrijven die in de toekomst misschien helemaal niet zo'n hoog rendement gaan bieden. Daar wil ik eveneens meer onderzoek naar doen. Ik sluit niet uit dat er nog golf komt van duurzame beleggers. Ik hoop het ook. Dan kun je nog steeds profiteren van de toenemende vraag naar duurzame aandelen. Maar je moet er serieus rekening mee houden dat het rendement op lange termijn minder kan worden."

"Het is dus niet uit te sluiten dat de groene bedrijven een wat lager rendement behalen over de langere termijn. Dat impliceert inderdaad dat de wat vervuulendere bedrijven een hoger rendement kunnen bieden."

Dan wordt mijn pensioen dus lager bij duurzame beleggingen.

"Daarom staan pensioenfondsen en verzekeraars voor een lastige keuze. Wat goed is voor de wereld, is misschien niet altijd goed voor de deelnemers. Ik ga me er hard voor maken om dat duidelijker te krijgen. Want we moeten het debat voeren op basis van zoveel mogelijk kennis en niet op basis van wishful thinking. Vooralsnog zie ik meer heil in de boodschap dat je met duurzaam beleggen de financiële (klimaat)risico's kunt verminderen, wat natuurlijk ook goed zou zijn voor de deelnemers."

Duurzaamheid, circulariteit, groen en klimaat zijn allemaal lekker trendy. Bedrijven zetten zich er graag mee in hun etalage. Als je daarin belegt, kun je van een koude kermis thuiskomen. Ik zie een bubbel.

"Green washing is een serieus probleem. Groene bedrijven worden als duurzaam en dus aantrekkelijk gezien door beleggers. Dat hangt samen met de twijfelachtige kwaliteit van de data. De meeste ervan dragen de bedrijven zelf aan. Daar heeft geen accountant of toezichthouder naar gekeken. Daar moet echt wat aan veranderen. De Europese Commissie werkt daarom aan betere verslaggevingsregels en standaarden voor duurzaamheid en de CO₂-uitstoot. Dat is hard nodig." ■