

Niet-duurzaam zijn is te goedkoop

Dirk Schoenmaker, Hoogleraar Financiering aan de Rotterdam School of Management, deed onderzoek naar groen monetair beleid en beïnvloedde daarmee het beleid van de ECB. Hij heeft een missie: beleggers aanzetten tot een fundamentele omslag, van focus op kortetermijnwinst naar langetermijnwaarde.

Door Harry Geels

U staat op nummer 4 in de Economenparade 2023 van meest innovatieve economen.

Hoe verklaart u deze hoge positie?

‘Als je veel onderzoek doet buiten de gebaande paden, kan dat tot een hoge klassering in het ESB-innovatie-klassement leiden. En dan bedoel ik echt vernieuwend onderzoek, niet slechts het aanpassen van bestaande modellen. Ik vermoed in dit geval dat het onderzoek naar groen monetair beleid heeft bijgedragen aan de hoge klassering. Aanvankelijk was dit onderzoek verboden terrein. Monetair beleid zou namelijk primair over inflatie moeten gaan en niet belast moeten worden met nevendoele. Vijf jaar geleden maakte duurzaamheid nog geen deel uit van het mandaat van de ECB. Maar er kan veel veranderen in korte tijd.

Dankzij de uitkomsten van mijn onderzoek heeft de ECB het beleid in het kader van kwantitatieve verruimingen (QE) veranderd. Ik maakte duidelijk dat als de ECB ‘neutraal’ monetair beleid voert, er ook obligaties uit de CO₂-intensieve bedrijven worden gekocht, relatief veel zelfs, omdat ze kapitaalintensief zijn, in tegenstelling tot bedrijven uit de dienstensector, die bijna geen obligaties uitgeven. Vanuit een duurzaamheidsperspectief is neutraal beleid dus helemaal niet neutraal. Bij het opkopen van obligaties moet de weging naar CO₂-intensieve bedrijven naar beneden, hetgeen inmiddels ook gebeurt. Let wel, het gaat niet alleen om de risico's van CO₂-intensieve bedrijven, waar de ECB nu steeds vaker op wijst bij investeringen en financieringen. Het gaat hier om een allocatie-argument. Risico is eigenlijk het ‘laffe’ argument. We moeten ook durven alloceren naar de ‘goede’ bedrijven. Er is overigens nu geen QE meer, maar ook bij het in onder-

pand nemen van obligatieportefeuilles door de ECB, wordt tegenwoordig met de ‘carbon footprint’ rekening gehouden.’

U heeft een aantal ‘top-sellers’ geschreven, ‘Principles of Sustainable Finance’, ‘Financial Markets and Institutions: A European perspective’, ‘Governance of International Banking: The Financial Trilemma’, en ‘Corporate Finance for Long-term Value’. Wat maakt uw boeken over duurzame financiering zo speciaal?

‘In deze boeken verschaffen mede-onderzoeker en mede-auteur professor Willem Schramade en ik een integrale waardering van bedrijven door van de financiële waarde aan de hand van de ‘discounted cashflow-methode’ (DCF), de contante waarde van de sociale en ecologische waarde af te trekken (als deze negatief is), of op te tellen (als deze positief is). We kunnen zo prima uitrekenen wat een ton aan CO₂-uitstoot kost en daar vervolgens een reeks van maken die we contant maken. Ook de sociale factor is goed op vergelijkbare wijze te berekenen en contant te maken. Dat hebben we gedaan in het kader van ons onderzoek naar de AEX Futureproof Index. Philips scoort in deze index bijvoorbeeld hoog omdat het met de medische apparatuur levensjaren verlengt, en aan levensjaren kunnen via welvaartstheorie ook prijzen worden toegekend. Zo zijn we in staat prijzen te bereke-

nen voor alle sociale en ecologische factoren. Ook Randstad, vanwege de werkverschaffing, en KPN, vanwege de sociale communicatiecomponent, scoren hoog.

Deze studies hebben waarschijnlijk ook bijgedragen aan de eerder besproken

‘De paradigmaverandering begint juist in de financiële sector, omdat daar wordt bepaald wat wel en niet wordt gefinancierd.’

CV

Dirk Schoenmaker

Dirk Schoenmaker is Hoogleraar Financiering aan de Rotterdam School of Management. Zijn onderzoek en onderwijs richten zich op duurzame financiering, een duurzame economie, centrale banken en Europese financiële integratie. Daarnaast is hij Research Fellow bij het Centre for European Policy Research (CEPR), de Brusselse denktank Bruegel en co-voorzitter van het Sustainable Finance Lab. Hij promoveerde in de Economie aan de London School of Economics. Voor zijn aanstelling bij RSM was hij van 2009 tot 2015 Decaan van de Duisenberg School of Finance. Van 1998 tot 2008 werkte hij bij het Ministerie van Financiën.



ESB-klassering. De vraag is natuurlijk of deze nieuwe waarderingsmethodiek daadwerkelijk zal leiden tot ander beleggingsgedrag. Dat is wellicht op dit moment nog te veel gevraagd. We hebben echter goede hoop. De methodiek is volledig transparant en 'evidence based'. We hebben vooral twee doelgroepen in gedachten: de bedrijven zelf, en dan vooral de besturen en raden van commissarissen, die duidelijkere inzichten krijgen in waar het goed gaat en waar het beter kan, en fundamentele beleggers, waarschijnlijk in eerste instantie vooral de institutionele. Er is, zoals gezegd, sinds kort een index. De geschiedenis leert dat er een trackrecord nodig is om die standaard te laten worden. Het zal ook helpen als we meer bedrijven in de index opnemen, bijvoorbeeld een Europese Futureproof Index. Het echte inzicht ontstaat als we per sector de 'winnaars' en 'verliezers' met elkaar kunnen vergelijken. Tot slot hebben we ook een nieuwe fundamentele ratio ontwikkeld, als verbetering van de oude 'price-to-book', namelijk de 'Futureproof Ratio', waarbij de integrale waarde gedeeld wordt door de financiële waarde, hetgeen resulteert in een ratio die extra informatie verschaft ten opzichte van de 'oude' ratio's.

Wat zijn de belangrijkste bevindingen in uw boek 'Financial Markets and Institutions'?

'Dat is een klassieker, met een Europees perspectief. Dat was nodig aangezien de meeste financieringsboeken van Amerikaanse origine zijn en bijvoorbeeld met de Federal Reserve beginnen. Het idee van mijn mede-auteur Jacob de Haan en van mij was om een standaardwerk te schrijven dat begint met de ECB en vervolgens de Europese financiële markten beschrijft. We lopen overigens

in Europa wat betreft data wel erg achter op de VS. Er is hier wat dat betreft nog steeds een lange weg te gaan.

Wat onder andere opvalt, is dat de beurzen in de VS een veel belangrijkere rol spelen bij de financiering van bedrijven. In Europa overheerst de bankfinanciering, met een afnemende rol wel te verstaan. Een ander groot verschil is dat de Amerikaanse markt één markt is, terwijl Europa veel meer gefragmenteerd is. Maar ook hier worden stappen gezet. We hebben tegenwoordig een aantal grote Europese beurzen en er zijn op EU-niveau stappen gezet naar een kapitaalunie. Europese banken zijn nog wél een geval apart. Die blijven nog vaak binnen lokale bankenoligopolies, gesteund door politici die sinds de kredietcrisis weinig voelen voor internationale bankenfusies. Iedere Europese bank valt nog steeds onder de lokale toezichthouder, naast Europa-breed toezicht van de ECB, waarvan de een strenger in de leer is dan de andere. We zien banken blijkbaar toch nog altijd als nationale iconen, gelijk aan onze luchtvaartmaatschappijen.'

Intrigerend is verder de term 'financial trilemma', wat betekent dat?

'Trilemma is inderdaad een intrigerende term: drie factoren die niet allemaal tegelijkertijd op kunnen gaan. Als je vaste wisselkoersen hanteert, kun je niet aan eigen monetair beleid doen. Dat is het monetaire trilemma. Als we een Europese bankenunie willen hebben, dan moet er ook centraal, dus niet lokaal, toezicht zijn en moet er een overkoepelend depositogarantiestelsel zijn, een idee dat ik al voor de kredietcrisis heb uitgewerkt en gepresenteerd op een conferentie in Frankfurt. Diverse

'Als we een Europese bankenunie willen hebben, dan moet er ook centraal, dus niet lokaal, toezicht zijn.'

‘Vanuit een duurzaamheidsperspectief is neutraal monetair beleid helemaal niet neutraal.’

ECB-officials hebben het financieel trilemma als basis van de bankenunie later ook in verschillende uitingen benoemd.

Het Europese bankenstelsel staat er overigens niet zo slecht voor. Kijk naar de VS, waar in 2023 nog een bankencrisis was. De lokale politiek moet de laatste stappen durven zetten. Dezelfde discussie geldt trouwens ook voor eurobonds. Het trieste is dat we blijkbaar crises nodig hebben om nieuwe stappen te kunnen zetten en dat we in goede tijden niet vooruit kunnen met een goede inhoudelijke discussie. Maar ik geef de moed nooit op. Een van mijn mentoren, Charles Goodhart, zei ooit: ‘Never underestimate the power of a good idea.’ Vaak schort het initieel aan goede communicatie, maar meestal vindt een goed idee zijn weg wel, en die hoop heb ik ook voor de vervolmaking van de bankenunie of de Future-proof Index. Ik ga ervoor!’

Waar komt uw bevlogenheid voor duurzaamheid vandaan en hoe bezieet u die in het huidige gepolariseerde debat? Wat zijn de knelpunten en hoe kunnen die met de leer van de duurzame financiering worden opgelost?

‘Mijn laatste boek heet, bewust of onbewust, ‘Corporate Finance for Long-term Value’. De term duurzaamheid is inderdaad gepolariseerd, zelfs sleets geraakt. Als de focus op waardecreatie op de lange termijn komt te liggen, weet iedereen dat duurzaamheid en bijvoorbeeld de risico’s van klimaatverandering moeten worden meegenomen. Het probleem van klimaatverandering is de huidige focus op de korte termijn. Politici willen herkozen worden. Bestuurders van ondernemingen worden ieder kwartaal afgerekend op de winst. Maar als we het anker, de waardecreatie op de lange termijn, verder in de tijd leggen, dan kunnen we wegblijven bij de waan van de dag.

Overigens ontstaat die bevlogenheid voor het behoud van de planeet vanzelf als iemand zich verdiept in de

onderzoeken naar de ‘planetary boundaries’.

Inmiddels zijn zes van de

negen grenzen overschreden en het leefklimaat wordt er de komende decennia in de meeste delen van de wereld niet beter op. Een open, onderzoekende en interdisciplinaire ‘mindset’ heeft me daarbij geholpen. Verder is het belangrijk het algemeen belang altijd boven het deelbelang te stellen, iets dat ik heb meegekregen toen ik nog bij het Ministerie van Financiën werkte. In die zin ben ik naast wetenschapper nog altijd een halve beleidsmaker.’

Wat zijn verder uw ambities, als wetenschapper en als mens?

‘Ik ben nog altijd zo blij als een kind wanneer we een nieuw wetenschappelijk model of een nieuwe zienswijze ontwikkelen die nieuwe inzichten verschaft en daadwerkelijk aanslaat in de maatschappij. Om dat laatste tot stand te brengen, zoek ik ondersteuning in de communicatie, want dat is ook een vak apart. Duurzaamheid is daarbij een belangrijk thema. Klimaat is niet links of rechts, het raakt ons allemaal, de huidige en volgende generaties.

Een uitdaging is verder dat in de financiële wereld 90% van de mensen nog neo-klassiek, ofwel conform het ‘shareholders value’-concept, in de wedstrijd zit. Door eenzijdig te streven naar het hoogste rendement, exploiteren we, hoe je het ook wendt of keert, de andere stakeholders, inclusief de planeet. Er moet een paradigmaverandering komen en die begint waarschijnlijk juist in de financiële sector, omdat daar wordt bepaald wat wel en niet wordt gefinancierd. Natuurlijk zijn er vergezichten over populistische stromingen in de wereld. Maar het begint bij onszelf, en iets breder, bij de financiële wereld hier. Ik hoop dat de Futureproof Index, die waarschijnlijk snel een Europees en Amerikaans broertje krijgt, daaraan een bijdrage kan leveren. Aanpalend moet ‘true pricing’ een belangrijkere rol spelen. Duurzaamheid is niet duurder. Niet-duurzaamheid is te goedkoop.’ ■