

# FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

## MISDRAGENDE LANDEN SNOEI- HARD TREFFEN MET SANCTIES

Oleg Itskhoki, University of California

## RONDE TAFEL ESG INTEGRATIE

7 experts aan het woord

## MET IMPACTBELEGGEN

**GAAN** Martin Sanders,  
AXA Investment Managers

## PENSIOENFONDSEN HET VERSCHIL MAKEN



RONDE TAFEL  
Green Bonds



Good things  
happen when  
experts come  
together



Together, we're experts  
in equities, bonds, ESG,  
thematics and alternatives.

Experience  
The Expert Collective

> [IM.NATIXIS.COM](https://www.im.natixis.com)

**HOOFDREDACTEUR**

Jolanda de Groot  
[jolanda@financialinvestigator.nl](mailto:jolanda@financialinvestigator.nl)

**ADJUNCT HOOFDREDACTEUR**

Harry Geels  
[harry@financialinvestigator.nl](mailto:harry@financialinvestigator.nl)

**EINDREDACTIE**

Baart Koster

**REDACTIE**

Hans Amesz, Wim Groeneveld, Baart Koster,  
 Joost van Mierlo, Daan Nijssen, Jan Jaap Omvlee,  
 Lies van Rijssen en Esther Waal

**RAAD VAN ADVIES**

Han Dieperink  
 Bob Homan  
 Mary Pieterse-Bloem  
 Jeroen van der Put  
 Karin Roeloffs  
 Hans de Ruiter

**REDACTIERAAD**

Michiel Cleij  
 Hellen Goorse  
 Jacqueline van Leeuwen  
 Philip Menco

**AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE**

Sevinç Acar, Elisa Bontrop, Bram Bos, Willem  
 Bouwman, Mik Breek, Jonathan Davis, Han  
 Dieperink, Manouk Fles, Emily Foshag, Stephen  
 Freedman, Jeroen de Graaf, Ella Hoxha, Oleg  
 Itskhoki, Thijs Jochems, Thomas Kieselstein,  
 Madeleine King, Bas Knol, Andy Langenkamp,  
 Sjoerd Lont, Pieter de Marez Oyens, Narina  
 Mnatsakanian, Rishma Moennasing, Habib  
 Moudachirou, Benedicte Mougeot, Michiel  
 Pekelharing, Pim Poppe, Charles Portier, Pim  
 Rank, Ryan Reardon, Alain Richier, Mark  
 Rosenberg, Philippe Roset, Hans de Ruiter,  
 Martin Sanders, Mamadou-Abou Sarr, Hannah  
 Simons, Daan Spaargaren, Hans Stegeman,  
 Jan Willem van Stuijvenberg, Viktor Stunnenberg,  
 Travis Tucker, Fred Wouters en Masja Zandbergen

**FOTOGRAFIE**

Ruben Eshuis Photography  
 Kees Rijken Fotografie  
 Cor Salverius Fotografie

**BASISONTWERP**

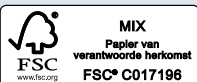
jannie.design

**OPMAAK**

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

**DRUK EN DISTRIBUTIE**

Scope Business Media in samenwerking met  
 PreVision

**ADVERTENTIES**

Jolanda de Groot  
[jolanda@financialinvestigator.nl](mailto:jolanda@financialinvestigator.nl)

**UITGEVER**

Financial Investigator Publishers B.V.  
[info@financialinvestigator.nl](mailto:info@financialinvestigator.nl)

**ABONNEMENTEN**

Financial Investigator wordt via controlled  
 circulation uitsluitend verspreid onder professio-  
 nele beleggers. Lezers die tot de doelgroep  
 behoren waar Financial Investigator zich op richt,  
 kunnen het magazine of de PDF van het magazine  
 zonder kosten toegezonden krijgen. U kunt zich  
 zowel aanmelden als afmelden via onze website  
[www.financialinvestigator.nl](http://www.financialinvestigator.nl). Voor verzending naar  
 het buitenland brengen wij portokosten in rekening.  
 Neem voor meer informatie contact met ons op via  
[info@financialinvestigator.nl](mailto:info@financialinvestigator.nl)

**DISCLAIMER** De inhoud van Financial Investigator dient enkel  
 ter informatie en is geen voorstel of aanbod tot het aankopen  
 of verhandelen van de financiële instrumenten die hierin  
 beschreven worden en is geen beleggingsadvies. Uitgever en  
 auteurs verklaren dat deze uitgave op zorgvuldige wijze en  
 naar beste weten is samengesteld, evenwel kunnen uitgever  
 en auteurs op geen enkele wijze instaan voor de juistheid en  
 volledigheid van de informatie. Uitgever en auteurs aanvaarden  
 dan ook geen enkele aansprakelijkheid voor schade, van  
 welke aard dan ook, die het gevolg is van handelingen en/  
 of beslissingen die gebaseerd zijn op bedoelde informatie.  
 Evenmin aanvaarden uitgever en auteurs aansprakelijkheid  
 voor materiaal zoals foto's en afbeeldingen die door derden  
 zijn aangeleverd. Niets uit deze uitgave mag worden vervoer-  
 vuldigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand,  
 of openbaar gemaakt worden, in enige vorm of op enige  
 wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, middels fotokopieën,  
 opnamen, of enige andere manieren, zonder voorafgaande  
 schriftelijke toestemming van de uitgever.

## The Road to Net Zero

Het is weer herfst en dat vindt ook zijn weerslag in de stemming op de aandelen-  
 beurzen. Na een mooie ervaring in juli zijn beleggers weer somber gestemd geraakt,  
 vooral door het agressieve monetaire beleid in de Verenigde Staten. Ook de ECB zette  
 in september een historisch grote rentestap met een verhoging van 75 basispunten in  
 één keer. Daarnaast blijven de hoge inflatie en de oorlog in Oekraïne het nieuws  
 domineren.

Energiecrisis, inflatiecrisis, koopkrachtcrisis, oorlog en dan is er natuurlijk ook  
 nog het klimaat. Hoe verloopt de interactie tussen de verschillende crises? Gooit  
 bijvoorbeeld de klimaattransitie olie op het inflatievuur? En van welke crisis geniet  
 de bestrijding de voorkeur? Is dat de inflatiecrisis? Als we  
 geen koopkracht meer hebben, valt er ook weinig te consu-  
 meren of te investeren. Of gaat de prioriteit toch naar het  
 klimaat, omdat we alles op alles moeten zetten om de  
 temperatuurstijging op aarde onder de 1,5 °C te houden?



De 'Road to Net Zero' loopt als een rode draad door deze  
 editie. Dit valt veelal samen met het vraagstuk hoe ESG in  
 het beleggingsbeleid en in de beleggingsportefeuilles van  
 institutionele beleggers kan worden geïntegreerd. Zo ook in  
 het coverinterview met Martin Sanders, Head of Pension  
 Investments bij AXA Investment Managers. Hij heeft niet de illusie dat er met ESG-  
 integratie alleen voldoende kan worden bereikt. 'In de afgelopen tien jaar was het ESG  
 wat de klok sloeg, maar tot grote doorbraken heeft het niet geleid. Impact Investing  
 heeft veel meer potentie als het om duurzaamheid gaat.'

Toch is het integreren van ESG in beleggingsbeleid essentieel. Maar over ESG-beleid  
 bestaat nogal wat verwarring in de markt, aldus de deelnemers aan een door Financial  
 Investigator georganiseerde Ronde Tafel. Er is voor asset managers een belangrijke  
 taak weggelegd om beleggers voor te lichten op het gebied van ESG en om concrete  
 informatie te verschaffen.

Green bonds vormen een interessant instrument om ESG-doelen te realiseren en om  
 de Road to Net Zero in te slaan. De markt van green bonds is echter nog onderbelegd,  
 zo blijkt uit een andere Ronde Tafel. Gegeven de sterke trend in de markt ten gunste  
 van ESG-beleggen en Impact Investing zullen de vraag naar en de uitgifte van green  
 bonds de komende jaren enorm toenemen.

Ook staan we in dit nummer expliciet stil bij de oorlog in Oekraïne en de relatie van  
 het Westen met Rusland. 'Westerse landen hadden nooit afhankelijk moeten worden  
 van de invoer van olie en gas uit Rusland', stelt econoom Oleg Itskhoki. Hij is Hoog-  
 leraar aan de University of California. Hij vindt dat landen die de wereldorde verstoren,  
 moeten worden aangepakt met hardere sancties. Dit is volgens hem de belangrijkste  
 les van de oorlog tussen Rusland en Oekraïne.

Daarnaast treft u in deze editie weer een mooi  
 palet aan van andere onderwerpen, die in inter-  
 views, artikelen en columns aan bod komen.

Ik wens u veel leesplezier!

**Jolanda de Groot**  
 Hoofdredacteur

Educatieve bijeenkomst  
 voor pensioenfondsen over  
 'The Road to Net Zero'

31 oktober 2022  
 van 12.45 tot 17.30 uur  
 MN, Den Haag

Meer informatie:  
<https://www.financialinvestigator.nl/nl/seminar-31-10-2022>



10

Met impactbeleggen gaan pensioenfondsen het verschil maken

6

Misdragende landen snoeihard treffen met sancties



Ronde Tafel ESG Integratie

COVERVERHAAL

**10 Met impactbeleggen gaan pensioenfondsen het verschil maken**, Interview met Martin Sanders, AXA Investment Managers

THEMA THE ROAD TO NET ZERO

**20 Ronde Tafel ESG Integratie**

**30 Duurzaamheidsagenda alleen zinnig als die richting geeft**, Triodos Investment Management

**32 ESG: woningen vormen een betere investment case**, Interview met Mark Rosenberg, BPL Pensioen, en Jeroen de Graaf, Syntrus Achmea

**34 Repositioning to a circular economy**, HSBC Asset Management

**36 Effective ESG investing requires materiality and intentionality**, V-Square Quantitative Management

**38 De rol van natural capital bij het behalen van de net zero-doelstellingen**, Interview met Pieter de Marez Oyens, BNP Paribas Asset Management

**42 Hoe ESG-beleggen tot inkeer kwam**

**46 Aanpak biodiversiteitsverlies heeft grote gevolgen voor beleggingswereld**, Pictet Asset Management

**48 Ronde Tafel Green Bonds**

**60 How ETFs can help to achieve net zero**, Interview met Ryan Reardon, State Street SPDR ETFs

**62 Don't overlook EM Debt in sustainable investment portfolios**, PineBridge Investments

**64 Money markets: back in the spotlight?**, Interview met Alain Richier, Ostrum Asset Management (onderdeel van Natixis Investment Managers)

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

**6 Misdragende landen snoeihard treffen met sancties**, Interview met Oleg Itskhoki, University of California

**16 Ik help mensen graag vooruit**, Interview met Mik Breek, Zelfstandig Bestuursadviseur

**66 Listed Infrastructure: a complementary allocation in institutional portfolios**, Principal Real Estate, Principal Asset Management

S Gesponsord

COLUMNS

- 15 CFA Society VBA Netherlands:** Inflatie en het Annual Dinner: Over klimaat, knelpunten en keerpunten
- 29 Thijs Jochems:** Innovatiebeleid: risico's gesocialiseerd, winsten geprivatiseerd
- 41 IVBN:** De huurmarkt als katalysator voor de woningmarkt
- 45 Pim Rank:** Lender liability: het nieuwe zwaard van Damocles?
- 57 Han Dieperink:** De kleren van de keizer
- 70 Andy Langenkamp:** Volatiliteit weet van geen wijken



16

Ik help mensen graag vooruit

RUBRIEKEN

- 4 Kort nieuws
- 68 Boeken
- 71 On the move special: **Sjoerd Lont**
- 72 On the move kort

EVENTS KALENDER

**Ronde Tafels komende periode:**

**3 november:** Sustainable ETFs

**Seminars komende periode:**

**31 oktober:** The Road to Net Zero voor pensioenfondsen

**10 november:** Geopolitical turmoil & high inflation: How to position your portfolio for 2023 and beyond?

**17 november:** Beleggen in Private Markets voor Family Offices



Hoe ESG-beleggen tot inkeer kwam



Ronde Tafel Green Bonds

COLUMBIA THREADNEEDLE

# Pensioenfondsen die het kunnen, moeten risicovoller beleggen

De vooruitzichten voor de financiële markten zijn volatiel en onzeker, maar ondanks de geopolitieke spanningen en het recessiegevaar zijn de verwachte rendementen voor alle beleggingscategorieën aanzienlijk gestegen vergeleken met een jaar geleden. Dat zegt Jitzes Noorman, Delegated CIO en Beleggingsstrateeg bij Columbia Threadneedle in zijn beleggingsnota 'Recessie, fragmentatie en onzekerheid'.

Volgens Noorman zijn hogere startrentes en hogere startdividend yields, in combinatie met lagere waarderingen (lagere aandelenkoersen en hogere spreads), de voornaamste verklaring. 'Maar', zegt Noorman, 'het gaat hier om nominale rendementen. Gecorrigeerd voor de toegenomen inflatieverwachtingen is er in reële termen lang niet in alle gevallen sprake van hogere verwachte rendementen.'

Net als in voorgaande jaren worden de hoogste rendementen verwacht op aandelen in opkomende markten en leveren staatsobligaties het laagste maar nog altijd positieve rendement op. 'Met name risicovolle obligaties – de verliezers van afgelopen jaar – kennen dit jaar een aantrekkelijke risico-rendementsverhouding. Ook commodities en catastrofe-obligaties scoren dit jaar goed in ons CMA-model (Capital Market Assumption).'

Noorman voerde daarnaast verschillende scenarioanalyses uit om te voorspellen wat er kan gebeuren als de inflatie hoog blijft, als de groei achterblijft, of – een combinatie van beide – als stagflatie zijn intrede doet. 'In het hoge inflatiescenario presteren commodities goed, gevolgd door inflatie-geïndexeerde obligaties, maar ook absolute return-categorieën zoals deposito's, catastrofe-obligaties en

hedge funds. In het lage groei-scenario presteren nominale staatsobligaties met een lange looptijd relatief goed. Een belangrijke constatering is dat het op de lange termijn nagenoeg niet mogelijk is om het rendement te beschermen tegen een daling van reële rentes en reële inkomsten, omdat op de lange termijn inkomsten de initiële koerseffecten domineren.

Beleggingsrendementen zijn dan uiteindelijk een reflectie van lagere reële inkomsten.'

Op de korte termijn bieden positieve koerseffecten op obligaties bescherming, aldus Noorman. 'Maar op de lange termijn resteert maar één oplossing: het lagere rendement compenseren door risicovoller te beleggen. Daarvoor moet natuurlijk wel ruimte zijn in het risicobudget.'

## DE PRIORITEITEN VAN

# Manouk Fles

**1** Om mijn rol goed te kunnen vervullen, is het belangrijk om de leden van DUFAS goed te kennen. Daarom ga ik graag met leden in gesprek over ontwikkelingen in de sector en de verwachting die ze van onze organisatie hebben.

**2** Een belangrijke doelstelling van ons is om de zichtbaarheid van de sector en de standpunten daarbinnen bij relevante stakeholders te vergroten. Goed contact met stakeholders, zoals de AFM, DNB en het ministerie van

Financiën, is dus van groot belang.

**3** Een belangrijk onderwerp waar ik me mee bezighoud is de AIFMD-review. Samen met de leden hebben we gereageerd op de voorgestelde wijzigingen. We bereiden ons nu voor op de implementatie, zodra de finale wettekst bekend is, van de aanpassingen.



Manouk Fles is op 1 september als Manager Regulatory Affairs bij de Dutch Fund and Asset Management Association (DUFAS) aan de slag gegaan. Branchevereniging DUFAS zet zich in voor een gezonde vermogensbeheersector in Nederland.

## DNB

# Dutch pension funds sell record amount in assets

Dutch pension funds sold € 88 billion worth of assets in the first half of 2022, according to figures from DNB. They used part of the proceeds to meet the margin requirements under derivatives contracts, which had risen due to increased interest rates. Equities in particular were divested as pension funds sought to rebalance their asset allocations. The divestments represented approximately 4.6% of pension funds' total invested assets.

BLACKROCK

## Turbulente tijden dwingen verzekeraars tot aanpassen portefeuilles

Verzekeraars overal ter wereld vernieuwen dit jaar hun beleggings-aanpak om in te kunnen spelen op de snel veranderende markt-omstandigheden. Ze focussen op het opbouwen van een veerkrachtigere beleggingsportefeuille, op liquiditeitsbeheer en op het integreren van technologie. Dit blijkt uit het jaarlijkse Global Insurance Report van BlackRock, dat deze asset manager voor de elfde keer heeft laten uitvoeren.

De enquête werd gehouden onder 370 senior beleggingsprofessionals en bestuurders bij verzekeringsmaatschappijen in 26 landen. De verzekeraars zijn samen goed voor bijna \$ 28.000 miljard dollar aan beheerd vermogen.

Zo'n 79% van de ondervraagden is van plan de eigen strategische asset allocatie voor de lange termijn onder de loep te nemen en bijna de helft (48%) zal dit jaar de risicobereidheidsdrempels aanpassen. Een ruime meerderheid (60%) geeft aan zich het meest zorgen te maken over inflatie, op de voet gevolgd door zorgen over de volatiliteit van de koersen van hun beleggingen (59%) en de liquiditeit (58%).

Om hun portefeuilles verder te diversifiëren, is 87% van de respondenten van plan om in de komende twee jaar de allocatie naar private investeringen te verhogen. Dit komt ten opzichte van de huidige allocatie gemiddeld neer op een stijging van 3%. Verzekeraars zijn ook van plan meer kapitaal toe te wijzen aan liquide assets, wat duidt op een barbell-aanpak: 37% van de respondenten versterkt de cashpositie en 31% gaat meer beleggen in vastrentende waarden.

Ruim twee derde van de geënquêteerden geeft aan (zeer) waarschijnlijk de komende twee jaar brede ESG-doelstellingen in de beleggingsportefeuilles te zullen implementeren. Daarnaast zegt 85% hoogstwaarschijnlijk specifieke klimaatdoelstellingen voor de portefeuille te zullen vastleggen. Van de respondenten ziet 62% besluitvorming op het gebied van duurzaamheid als een belangrijke trend die de sector de komende jaren vormgeeft. De inzet van de juiste technologie en instrumenten is essentieel voor eenduidigheid binnen duurzaamheidsanalyses, van informatieverstrekking en rapportage tot en met de evaluatie van investeringen.

De ondervraagden zetten ook erg in op de invoering van nieuwe beleggingsbenaderingen, zoals obligatie-ETFs. Zij melden dat ze van plan zijn het gebruik van vastrentende ETFs in hun portefeuilles uit te breiden, voornamelijk om de liquiditeit (54%) en het rendement (48%) te verbeteren.



ILLUSTRATIES: SHUTTERSTOCK



INVESCO

## Marktvolatiliteit en ESG-integratie doen allocaties naar factorbeleggen toenemen

Invesco publiceerde recent de bevindingen van zijn zevende jaarlijkse Global Factor Investing Study. De studie baseert zich op interviews met 151 institutionele en particuliere beleggers die samen meer dan \$ 25.400 miljard aan beleggingen beheren.

- 67% van de respondenten vindt dat factorbeleggen het afgelopen jaar hielp om de marktvolatiliteit te beheersen en 64% zegt dat het vertrouwen in kwantitatief beleggen de afgelopen twaalf maanden is toegenomen.
- Afgelopen jaar verhoogde 41% van de respondenten hun allocaties, 39% is van plan dat het komende jaar te doen.
- Beleggers passen hun factorstrategieën steeds vaker aan actuele marktomstandigheden aan: 43% wijzigt de factordefinities om de 1-3 jaar, tegenover 16% in 2021.
- 66% van de beleggers is het ermee eens dat factoren kunnen worden gebruikt om ESG-doelstellingen te implementeren.

Uit de studie van dit jaar blijkt dat de deelnemers verwachten dat op factor gebaseerde strategieën beter zullen presteren tijdens perioden van inflatie en trage economische groei. Ze vinden ook dat beleggen in vastrentende waarden in de huidige marktomgeving aantrekkelijker is met factorbeleggen, omdat het een goede manier betreft om de volatiliteit te beheren en beleggingsportefeuilles te diversifiëren.

De respondenten verwachten dan ook dat waarde, lage volatiliteit en kwaliteit de komende twaalf maanden de best presterende factoren zullen zijn. Meer dan 80% vindt dat hun factorallocaties de prestaties van hun fundamentele actieve strategieën hebben geëvenaard of overtroffen. Ten opzichte van marktgewogen strategieën geldt dit voor 64% van de deelnemers.

# Misdragende landen snoeihard treffen met sancties

Landen die de wereldorde verstoren, moeten worden aangepakt met hardere sancties. Dat is de belangrijkste les van de oorlog tussen Rusland en Oekraïne. Daarbij zullen landen die de sancties opleggen ook hard worden geraakt. Dat geldt vooral voor bedrijven, hoewel de meeste sectoren veel veerkrachtiger zijn dan gedacht.

Door Joost van Mierlo

Dat zegt Oleg Itskhoki, een econoom die in de afgelopen maanden is uitgegroeid tot een van de meest kritische commentatoren met betrekking tot de ontwikkelingen in Rusland en Oekraïne. De Amerikaanse Rus, geboren in Rusland en sinds 2004 woonachtig in de Verenigde Staten, geldt als een van de meest talentvolle jonge economen ter wereld. Hij sleepte eerder dit jaar de John Bates Clark Medal, door sommigen omschreven als de 'Nobelprijs voor jonge economen', in de wacht.

Itskhoki gruwet van de oorlog en vraagt zich af of iemand in Rusland een idee had wat er met de oorlog kon worden bereikt. Deze twijfel is in de afgelopen maanden alleen maar versterkt. Hij voorspelt een diepe recessie in zijn geboorteland, zonder hoop op enig herstel in de komende jaren. 'Het zal voor het eerst in de geschiedenis zijn dat een technologisch redelijk ontwikkeld land een technologische stap terug zal doen.'

Russen zelf reageren volgens Itskhoki apathisch. Ze hebben geen politieke invloed meer. 'De laatste democratisch gekozen tegenstander van Poetin is enkele weken geleden opgepakt. In Moskou heeft Poetin wellicht de steun van 25% van de bevolking, maar in het Russische parlement hebben zijn geestverwanten 100% van de zetels. Vergeleken met Rusland is Venezuela een schoolvoorbeeld van democratie', aldus Itskhoki. 'En ik beseft hoe gebrekkig de democratie daar is.'

Het is volgens Itskhoki terecht dat de aandacht nu op het menselijk leed is gericht. Maar uiteindelijk zal het voor Europese landen beter zijn dat ze niet langer afhankelijk zijn van olie en gas uit Rusland. En de transitie richting duurzame energie zal ook nog eens ietwat worden versneld.

**De sancties tegen Rusland waren bedoeld om het land op de knieën te krijgen. Dat is niet gelukt. Zijn ze mislukt?**

'Als het inderdaad de bedoeling was om het financiële systeem van Rusland in te laten storten, dan waren de sancties ontoereikend. Dat wil niet zeggen dat de sancties niet indrukwekkend waren. Zowel de genomen maatregelen als de brede coalitie van landen die de sancties omarmden waren omvangrijk. Het is moeilijk om er een historisch precedent voor te vinden.

En er waren aanvankelijk ook signalen die wezen op een grote crisis. De roebel stortte de eerste maand na het begin van de oorlog en het instellen van de sancties in. Als er toen door de Russische Centrale Bank of door het Russische ministerie van Financiën grote fouten waren gemaakt, dan had bijvoorbeeld het banksysteem kunnen omvallen. Maar dat zijn nu juist de plekken waar

nog kwalitatief hoogwaardige ambtenaren zitten. Er volgde dan ook snel herstel.'

**Wat was er mis met de sancties?**

'Er was niet zozeer iets

**'Westerse landen hadden nooit afhankelijk moeten worden van de invoer van olie en gas uit Rusland.'**



## CV

## Oleg Itskhoki



De in 1983 in Moskou geboren Oleg Itskhoki behoort tot de meest gerespecteerde jonge economen ter wereld. Hij ontving dit jaar de John Bates Clark Medal, voor economen tot veertig jaar, die door velen wordt gezien als een opmaat naar de Nobelprijs voor Economie. Itskhoki studeerde Economie aan de New Economic School in Moskou en vertrok in 2004 naar Harvard University in de Verenigde Staten waar hij in 2009 promoveerde. Hij is Hoogleraar aan University of California en doceerde eerder aan Princeton University. Hij bezit het Amerikaanse en het Russische staatsburgerschap.

mis met de sancties. Ze waren imposant. Maar ze waren vooral gericht op de importzijde van de Russische economie. Dat zal op den duur voor problemen zorgen. Want Rusland had rekening gehouden met de sancties. De meest cruciale sectoren hadden voorraden voor een periode van zes tot twaalf maanden opgebouwd.

Je merkt dat er nu tekorten ontstaan. Dat geldt niet alleen voor de zware industrie, maar ook voor militaire operaties. Dan gaat het vooral om hoogwaardige technologie. Het is de verwachting dat de Russische economie tot volgende zomer met 12% zal krimpen. Dat raakt iedereen. En het grote verschil met eerdere crises, zoals de kredietcrisis of de COVID-19-pandemie, is dat er geen snel herstel volgt. Het is de verwachting dat na de snelle krimp die nu plaatsvindt er een periode van op zijn best stilstand volgt. Dat wordt heel zwaar.'

#### Wat had er meer of anders gedaan moeten worden?

'Rusland is afhankelijk van de export van olie en gas. Het is ook een land dat een enorm handelsoverschot heeft en daarnaast, in ieder geval tot heel recent, een groot begrotingsoverschot. Dat handelsoverschot werd in de eerste maanden na de oorlog alleen maar groter. Dat was voor een deel het gevolg van de stijgende energieprijzen, maar Rusland produceerde in de eerste maanden van de oorlog ook meer olie en gas dan in de vergelijkbare periode vorig jaar.

Het betekende dat er in die periode ruim \$ 100 miljard aan extra inkomsten binnenkwam. Het Westen heeft de oorlog feitelijk gefinancierd, of in elk geval mede gefinancierd. Met die extra inkomsten is

het ook geen wonder dat de roebel snel herstelde en daarna tot een niveau steeg dat hoger was dan in de afgelopen jaren het geval was.'

#### Maar het Westen was toch afhankelijk van olie en gas uit Rusland?

'Ja, dat klopt. Vooral Europese landen zijn de afgelopen jaren meer gaan vertrouwen op Russische olie en gas. Het was dan ook problematisch om de export te stoppen. Maar het is niet onmogelijk. Het wordt steeds duidelijker dat sectoren die afhankelijk zijn van Russisch gas een veel groter vermogen hebben om snel alternatieven te vinden dan tot nu toe voor mogelijk werd gehouden. Dat zie je bijvoorbeeld bij het opbouwen van de voorraden. Tegen alle verwachtingen in zijn de meeste landen in staat geweest normale voorraden op te bouwen. In het verleden gebeurde dit voor de helft met Russisch gas. Nu was dat voor slechts 10% het geval.'

#### Had Europa de import van Russisch gas moeten stoppen?

'Het minste dat had kunnen worden gedaan, was het instellen van een maximumprijs. Dat is iets waar nu eindelijk werk van wordt gemaakt. Maar een grote groep economen stelde dit al in maart van dit jaar voor. Het had in ieder geval kunnen voorkomen dat al dat extra geld naar Rusland stroomde. Met het stoppen van de import van olie en gas zou Rusland echt hard zijn geraakt. Het zou ook hebben betekend dat de onderhandelingen over een staakt-het-vuren indertijd een veel grotere kans van slagen zouden hebben gehad. Maar politici luisterden niet naar ons economen, maar naar de machtige industriële lobby. Terwijl wij als economen denken dat de industrie >

'Niemand begrijpt precies wat Rusland met de oorlog met Oekraïne wilde bereiken.'

## ‘Het wordt steeds duidelijker dat sectoren die afhankelijk zijn van Russisch gas een veel groter vermogen hebben om snel alternatieven te vinden dan tot nu toe voor mogelijk werd gehouden.’

zich snel aan zou hebben gepast, mede omdat de sancties in de lente plaatsvonden, wilde de industriële lobby het liefst dat er zo weinig mogelijk veranderde.’

### Dat was dit voorjaar. Nu heeft Rusland zelf de gaskraan dichtgedraaid. Wat betekent dat?

‘Het is onjuist om te denken dat dit aangeeft dat Rusland in een krachtige positie zit. Ik zie het als een vorm van bluff van Poetin. Het zorgt voor enige problemen in Europa en de hogere energieprijzen zijn natuurlijk vervelend, maar voor Rusland is de situatie veel ernstiger. Er is nog altijd een overschot op de handelsbalans, maar er is voor het eerst een begrotingstekort. Rusland staat voor het eerst voor de harde keuze om mensen hun pensioenen te betalen of om nieuwe wapens te leveren aan het leger in Oekraïne. In de eerste helft van dit jaar konden ze dat allebei doen vanwege de extra olie-inkomsten. Nu gaat het echt pijn doen.’

### Zal er verzet komen?

‘Het is moeilijk om precies te weten wat Russen denken, zelfs voor mij. Mensen durven hun mening niet te geven. Slechts 3% van de ondervraagden geeft een antwoord bij opiniepeilingen. Die zeggen dan ook helemaal niets. Het is een onthutsende situatie. In de afgelopen jaren hebben 145 miljoen Russen hun politieke stem verloren. Het is een erbarmelijke situatie.’

Ik constateer een soort van massale apathie. Russen hebben de politiek de rug toegekeerd. Hetzelfde geldt ten aanzien van de oorlog met Oekraïne. Ze willen er niets van weten. Maar ze worden wel hard geraakt. De importsancties hebben voor tal van tekorten gezorgd. Je merkt dat er wel iets meer import op gang komt via Turkije en via China, maar het blijft een zeer pijnlijke situatie. Hoe langer de sancties aanhouden, hoe penibeler de situatie zal worden.’

### Wat betekent dat voor de positie van Poetin?

‘Niemand begrijpt precies wat Rusland met de oorlog wilde bereiken. Maar wat in elk geval duidelijk is, is dat de oorlog dramatisch uitpakt voor Rusland. Het land bevindt zich in een hopeloze economische

situatie. Niemand had precies kunnen voorspellen hoe de Oekraïners zouden reageren op de invasie, maar er had in Rusland in elk geval een serieuze discussie moeten plaatsvinden over de

gevolgen van eventuele sancties.

Maar Poetin heeft zich omringd met jaknikkers die geen tegenspraak durven te geven. Het is daarmee niet duidelijk hoeveel mensen het daadwerkelijk voor het zeggen hebben. Is het Poetin alleen? Of zijn het er twee of vier of acht? Het gaat hoe dan ook om een hele kleine groep die het hele land in zijn greep houdt. Het is onmogelijk om aan te geven hoe dat zich zal ontwikkelen.’

### En wat betekent het voor de rest van Europa?

‘Op de korte termijn zijn er problemen. Dat is niet alleen het gevolg van de hogere energieprijzen en de hoge inflatie. Het is voor het eerst sinds de Tweede Wereldoorlog dat er een massale oorlog plaatsvindt binnen Europa. Zelfs zonder de verstoring van de energiemarkt zou dat voor een grote schok hebben gezorgd.’

Maar voor de langere termijn is het waarschijnlijk beter voor Europa. Westerse landen hadden nooit afhankelijk moeten worden van de invoer van olie en gas uit Rusland. Dat is een fout geweest die in de afgelopen tien tot vijftien jaar is gemaakt. Maar nu is dat als gevolg van de oorlog en de genomen maatregelen niet langer het geval. Het zorgt ervoor dat de politiek strategische positie van landen verbetert.

Een ander gevolg is dat de transitie naar het gebruik van duurzame energie wordt versneld. Veel landen hebben al een strategie om voor 2035 een situatie te bereiken waarbij er sprake is van een net zero uitstoot van CO<sub>2</sub>. Ik verwacht dat dit proces wordt versneld als gevolg van de oorlog en de situatie met Rusland. Dat betekent

echter niet dat de omslag volgend jaar al wordt bewerkstelligd, maar ik vermoed dat de net zero-ambitie nu een jaar of twee jaar eerder zal worden bereikt. En ook dat kan als een gunstige uitkomst van deze dramatische oorlog worden beschouwd.’ ■

## ‘Rusland staat voor het eerst voor de harde keuze om mensen hun pensioenen te betalen of om nieuwe wapens te leveren aan het leger in Oekraïne.’



# DUURZAAMHEID STAAT CENTRAAL BIJ AL ONZE BELEGGINGSBESLISSINGEN

BNP Paribas Asset Management biedt als vermogensbeheerder particulieren, bedrijven en institutionele beleggers een breed scala aan oplossingen. Bij al ons doen en laten — ook voor beleggers — staat duurzaamheid centraal. Onze strategie en bedrijfs- en beleggingsbeslissingen zijn erop gericht actief bij te dragen aan de energietransitie, milieubehoud en de bevordering van gelijkheid en inclusieve economische groei (“de drie E’s”).



ENERGY  
TRANSITION

## De drie E’s van BNP Paribas Asset Management

Als langetermijnbelegger is het van essentieel belang om ons te richten op de toekomst, en met name drie hoofdthema’s vormen de basis voor ons diepgaand onderzoek, onze betrokkenheid en thematische investeringen. Dit zijn de energietransitie, ecologische duurzaamheid en gelijkheid (Engels: equality) en inclusieve groei.



ENVIRONMENTAL  
SUSTAINABILITY

In overeenstemming met deze focus heeft BNP Paribas AM een strategie voor energietransitie, een koolstofvrije strategie en een circulair fonds gelanceerd. Deze inspanningen zijn in lijn met het werk dat we doen aan klimaatgerelateerde financiële informatie en het classificeren van bedrijfsactiviteiten, bijvoorbeeld in verband met de nieuwe taxonomie van de EU Technical Expert Group on Sustainable Finance.



EQUALITY AND  
INCLUSIVE GROWTH

Voor de toekomst ligt de focus van de industrie vooral op het meten van impact: impact op het milieu, en breder, impact afgestemd op de duurzame ontwikkelingsdoelen (SDG’s) van de VN. Dit is een onderwerp waaraan we werken en we kijken ernaar uit om onze vorderingen de komende jaren met investeerders te delen.

## Ons commitment voor duurzaamheid

Wij zien onszelf als beleggers die de wereld willen vormen: *future makers*. Wij zetten onze beleggingen — en onze invloed bij bedrijven en overheden — in voor een economie met een lage CO<sub>2</sub>-uitstoot in een wereld die goed en gezond is voor de huidige én voor komende generaties. Wij zijn *future makers*.

Lees meer over de duurzame ontwikkelingen en beleggingsmogelijkheden: [www.bnpparibas-am.nl](http://www.bnpparibas-am.nl)

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France, Netherlands Branch (adres: Postbus 71770, 1008 DG Amsterdam) (“BNPP AM NED”), is een (vermogens)beheerder geautoriseerd door de Autoriteit Financiële Markten (“AFM”) om de activiteiten van de beheerder in Nederland uit te voeren, onder de naar Nederland gepaspoorte vergunning verstrekt door L’Autorité des marchés financiers (“AMF”) aan BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France, geregistreerd bij de AFM. Voordat u investeert in enig financieel instrument dient u het prospectus alsmede de Essentiële Beleggersinformatie (EBI) met informatie over het product, de kosten en de risico’s te lezen. Het prospectus, de EBI alsmede overige informatie zijn verkrijgbaar op de website: [www.bnpparibas-am.nl](http://www.bnpparibas-am.nl). De in deze advertentie opgenomen opinies zijn het oordeel van BNPP AM NED op een specifiek moment en kunnen worden gewijzigd zonder voorafgaand bericht. BNPP AM NED is niet verplicht de hierin opgenomen informatie en opinies te actualiseren of te wijzigen.



**BNP PARIBAS**  
**ASSET MANAGEMENT**

De duurzame belegger  
voor een wereld  
in verandering



# Met impactbeleggen gaan pensioenfondsen het verschil maken

Martin Sanders is nu tweeënhalft jaar Head of Pension Investments bij AXA Investment Managers. In die tijd zag hij vier trends een steeds grotere invloed op de Nederlandse pensioenwereld krijgen: de veranderende samenstelling van de obligatieportefeuille, inflatie, duurzaamheid, en een hernieuwde interesse voor alternatives, die oplossingen kunnen bieden voor zowel de matching- als de returnportefeuille.

Door Harry Geels Fotografie Kees Rijken

## Hoe heeft u de afgelopen tweeënhalft jaar beleefd in uw werkomgeving?

‘Ik stapte midden in de coronacrisis over van Altis Investment Management naar AXA IM. Het was een bijzondere tijd en dat gold ook voor mijn overstap, die achteraf gezien – mede door de voortschrijdende mogelijkheden om digitaal te vergaderen – is meegevallen. Technologie heeft de wereld kleiner gemaakt. Internationale samenwerking is makkelijker geworden, zeker in een relatief platte organisatie als de onze. De uitwisseling van kennis en ervaring is er beter op geworden, zo mag ik wel stellen. Wat me aan onze organisatie specifiek is opgevallen, is hoe ver we zijn met duurzaamheid.

Dat zag ik overigens al bij Altis, waar AXA IM in allerlei managerklasseringen goed scoorde op duurzaamheid. Franse vermogensbeheerders lopen hier behoorlijk voorop, wat overigens niet geheel verrassend is. De Fransen hebben het Akkoord van Parijs zeer serieus genomen – het kon ook bijna niet anders – en al vroeg in allerlei wetgeving en toezichtkaders geïncorporeerd. Nederlandse pensioenfondsen lopen wat betreft duurzaamheid natuurlijk ook voorop in de wereld. Het is fijn dat ik in mijn rol, mede geholpen door mijn pensioenachtergrond, de behoeften van onze Nederlandse klanten kan overbrengen op onze portfoliomanagers, die dat door onze focus op duurzaamheid doorgaans goed oppakken.

Nederlandse institutionele klanten en de Franse focus op duurzaamheid zijn een goede match. Ik heb specifiek

veel aandacht gevraagd voor meer duurzaamheid in de matchingportfolios. Green en impactbonds daarin zijn bij ons eigenlijk een vanzelfsprekendheid geworden, alsmede het screenen op duurzaamheid van de tegenpartijen bij het aangaan van swaps.

Duurzaamheid is natuurlijk een van de grote trends die de pensioenwereld de laatste jaren flink in beweging hebben gebracht. Andere belangrijke trends zijn mijns inziens de veranderende rol en samenstelling van obligatieportefeuilles en de hernieuwde blik op en zelfs ruimere inzet van alternatives. En last but not least: inflatie, een trend die nu vooral met duurzaamheid strijdt om de meeste aandacht.’

## Laten we die vier trends nader bespreken, te beginnen bij de veranderende rol van obligaties.

‘Wat betreft het nieuwe pensioenstelsel proberen pensioenfondsen op dit moment vooral uit te vinden of ze moeten kiezen voor het flexibele of het solidaire contract. Hierbij onderzoekt men onder meer wat die keuze betekent voor de uitvoering, in het bijzonder voor de administratie en de communicatie. In tweede instantie wordt pas gekeken of de beleggingsportefeuilles anders moeten worden ingericht, waarbij ik een latente wens waarneem om hier het liefst zo min mogelijk in te veranderen. Hierdoor dreigen de noodzakelijke vernieuwingen in de portefeuilles zo lang mogelijk te worden uitgesteld. Men blijft te veel hangen in het silodenken, oftewel in te strak gedefinieerde strategische beleggingscategorieën, >

## ‘Door het silodenken vallen regelmatig beleggingscategorieën buiten de boot, zoals cross-over credits, die investment grade noch high yield zijn.’

die in een specifieke investment case moeten worden uitgeschreven, waarbij dan tevens wordt aangegeven of die categorieën behoren tot de matching- of tot de returnportefeuilles.

Dit past natuurlijk goed bij het huidige FTK- en ALM-denken: per categorie een index kiezen en daar vooral niet te veel van afwijken. Maar zo worden kansen gemist, waarschijnlijk nog wel meer in de matching- dan in de returnportefeuille. Een voorbeeld van zo'n gemiste kans in de matchingportefeuille is alternative credits. Ook vallen er door het silodenken regelmatig beleggingscategorieën buiten de boot, zoals cross-over credits, die investment grade noch high yield zijn. Ik zie dit als een van de beperkingen van het FTK. Ik verwacht dat men onder het nieuwe pensioenstelsel meer op rendement gaat sturen, wat wel tot veranderingen gaat leiden.

Maar zó ver wordt dus, nadrukkelijk gezegd, door de pensioenfondsen nog niet gedacht en dat zorgt voor gemiste kansen. Ik moet wel een nuance aanbrenge. Bij illiquide beleggingen, waar benchmarks meestal minder goed gedefinieerd zijn, lijkt wél veel mogelijk, ook nu al.

Een andere beperking van het FTK is vooral dat het een nominaal stelsel is en dat inflatieprotectie niet wordt gezien als een bescherming van de pensioenregeling. Ik verwacht dat hier onder het nieuwe pensioenstelsel wel verandering in zal komen en dat inflatieprotectie zo meer aandacht krijgt.

### De hoge inflatie is een belangrijke trend. Welke protectie-mogelijkheden hebben beleggers tegen oplopende inflatie?

‘Pensioenfondsen waren tot een jaar of anderhalf jaar geleden amper geïnteresseerd in het inbouwen van inflatieprotectie. Door

een relatief lange periode van lage inflatie en ons nominaal stelsel was inflatie eigenlijk een non-

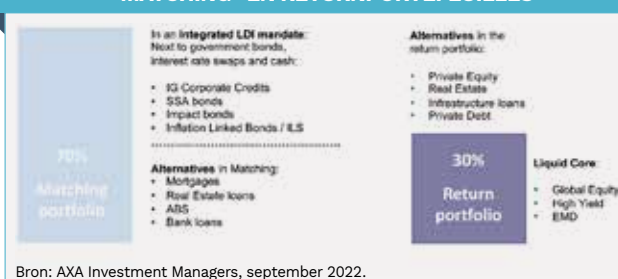
issue. Pensioenfondsen waren daardoor niet goed tegen inflatie beschermd. En dat zijn ze eigenlijk nog steeds niet. Langzaam begint het besef door te dringen dat de inflatie voorlopig wel hoog zal blijven. Weliswaar niet op de huidige hoge niveaus, maar waarschijnlijk wel boven de inflatiedoelstellingen van de centrale banken.

Wat kan je dan doen? Inflation-linked bonds zijn interessant. Sommige beleggers denken dat ze daarvoor te laat zijn. De grootste winsten zijn daar inderdaad waarschijnlijk al gerealiseerd, maar in een scenario van meer structureel hogere inflatie blijven ze interessant. Neem eventueel de tijd om deze beleggingscategorie op te bouwen, dus in stappen. Op het gebied van het hedgen van de rente kan ook nog het nodige gedaan worden, bijvoorbeeld het afbouwen als de rente oploopt, vooral bij fondsen die een hoge mate van rentebeschermt hebben en die verwachten dat de rente verder wordt verhoogd om de inflatie af te remmen. Door de rentehedge in stappen te verlagen, wordt het pensioenvermogen minder kwetsbaar voor inflatiestijging. Dit is vanwege de oplopende rente en hogere dekkingsgraden voor steeds meer fondsen een mogelijkheid. Er is nu meer vrijheid van denken mogelijk.

Als derde zouden we ook in de matchingportefeuille meer return- en inflatiebeschermende karakteristieken moeten inbouwen, bijvoorbeeld door meer in spreadpro-

ducten te beleggen. De term matchingportefeuille is eigenlijk geen goede benaming meer. Het is overigens jammer dat het nieuwe pensioenstelsel eigenlijk ook een nominaal stelsel is, denkend vanuit een nominaal beschermingsrendement. De meeste deelnemers willen volgens mij een inflatiebestendig pensioen.’

FIGUUR 1: OVERZICHT VAN ALTERNATIVES IN MATCHING- EN RETURNPORTEFEUILLES



Bron: AXA Investment Managers, september 2022.

## Martin Sanders

Martin Sanders is sinds 2020 werkzaam bij AXA Investment Managers als Head of Pension Investments. In die rol reikt hij pensioenfondsen beleggingsoplossingen aan in het licht van de veranderende omgeving. Hiervoor was hij Managing Director bij Altis Investment Management. Sanders werkt sinds 1991 in de Nederlandse en Europese pensioenwereld. Gedurende elf jaar was hij Chief Investment Officer bij Uninvest Company.



### Wat valt er te zeggen over de uitdagingen op het gebied van duurzaamheid?

‘Eerst nog even hoog over: de belangrijkste uitdaging op het gebied van duurzaamheid is de stap van bewustzijn naar actie. Er is sinds het Akkoord van Parijs eigenlijk vooral bewustzijn gecreëerd. Maar de grote stappen vooruit zijn, vooral door gevestigde belangen, lange tijd niet gezet. Er moet naar mijn mening strengere regelgeving komen en een goede beprijzing van vervuilende producten en diensten. Daarnaast moeten overheden meer budgetten beschikbaar stellen om de energietransitie te vergemakkelijken en controle uit te voeren op de genomen maatregelen.

Het level playing field tussen grote en kleinere bedrijven en tussen sectoren moet eveneens worden bewaakt. De financiële industrie kan fungeren als aanjager van veranderingen door kapitaal ter beschikking te stellen aan duurzame bedrijven. Daarbij moeten de data met betrekking tot de E-, S- en G-factoren beter worden. Het is bijvoorbeeld nog altijd lastig te achterhalen of in een bepaalde keten de sociale omstandigheden op orde zijn.

Ik heb niet de illusie dat we met ESG-integratie alleen voldoende bereiken. In de afgelopen tien jaar was het ESG wat de klok sloeg, maar tot grote doorbraken heeft het niet geleid. Impact Investing heeft veel meer potentie als het om duurzaamheid gaat en ik verwacht dat hier de komende jaren veel meer geld naartoe gealloceerd gaat worden. Het is een goede stap voorwaarts om bedrijven te vermijden, te meten en te monitoren, maar beleggingsportefeuilles moeten daadwerkelijk anders ingericht worden, willen we de doelstellingen uit het Akkoord van Parijs halen.

Dit moet dus ook in de matchingportefeuille, met impact- en green bonds. Bij aandelen moet de focus weg van algemene indices en verschoven worden naar speciale impactindices. Diverse pensioenfondsen zijn hier al mee bezig en ik

verwacht dat dit veel navolging zal krijgen. Overigens heeft de SFDR, hoewel wellicht niet zo

bedoeld, duurzaam beleggen in een stroomversnelling gebracht. Veel beleggingsfondsen willen graag in de hogere categorieën 8 of 9 worden ingedeeld. Bij AXA IM zit nu al zo'n 85% van de fondsen in deze twee hoogste categorieën. Onze institutionele klanten eisen dat getuwoordig ook.’

### Tot slot de vierde trend, de toenemende aandacht voor alternatives. Waarom zijn die zo aantrekkelijk?

‘We zien inderdaad dat er meer aandacht komt voor alternatives. Enerzijds omdat er door de relatief lage yields en oplopende inflatie meer behoefte is om extra rendement te behalen, oftewel alternatieve risicopremies toe te voegen. Anderzijds om extra risicospreiding aan te brengen. Figuur 1 laat een aantal van die alternatives zien, in zowel de matching- als de returnportefeuille. Een aantal van die alternatives zijn wel wat complexer en minder liquide – vandaar natuurlijk ook de extra premies – en zijn daarom mogelijk niet voor elk pensioenfonds geschikt.

Sommige fondsen hikken wellicht tegen de hoge kosten van bepaalde alternatives aan, bijvoorbeeld private equity, waar die hoge fees voor een deel weer komen van prestatievergoedingen door de hoge rendementen van de laatste jaren. Wij denken dat het hogere rendement en de betere risicospreiding van alternatives de eventueel hogere kosten, complexiteit en illiquiditeit meer dan voldoende kunnen compenseren, juist voor pensioenfondsen, met hun lange beleggingshorizon. Gelukkig zijn

er ook minder complexe alternatives zoals ABS, vastgoed- en infrastructuurleningen en bank loans. Al met al vormen alternatives dus een prima aanvulling en zelfs gedeeltelijk ook een oplossing voor de grote uitdagingen van deze tijd. ■

‘Door de rentehedge in stappen te verlagen, wordt het pensioenvermogen minder kwetsbaar voor inflatiestijging.’



**BEFORE**



**DIG  
IN**



**AFTER**

# LET'S COOL DOWN THE PLANET TOGETHER

Justdiggit is on a mission to cool down the planet by **regreening** dry land in Africa. Justdiggit's restoration projects have a positive impact on climate, nature and people. Did you know that nature-based solutions can provide up to **37 percent** of the emission reductions needed by 2030 to keep global temperature rise under 2°C? Justdiggit uses communication, media and (mobile) technology to inspire and activate the farmers and their communities to restore their land,

but also to regreen the hearts and minds of people around the world. To date Justdiggit has restored **60,000 hectares** of degraded land and brought back **8 million trees**. Justdiggit is a proud partner of the UN Decade on Ecosystem Restoration 2021-2030. Our goal is to regreen Africa in the coming 10 years, together with all **350 million farmers**, and together with you. This is the Decade of Doing. **Dig in.**

**JUSTDIGGIT.ORG**

*COOLING DOWN THE PLANET*



UNITED NATIONS DECADE ON  
**ECOSYSTEM  
RESTORATION**  
2021-2030



# Inflatie en het Annual Dinner: Over klimaat, knelpunten en keerpunten

**Het Annual Dinner van CFA Society VBA Netherlands draaide om het thema inflatie. Gerenommeerde sprekers deelden hun inzichten, die ons onder het genot van een heerlijke maaltijd van Parijs naar China brachten, om te eindigen in de Verenigde Staten.**

Econoom en hoogleraar Rick van der Ploeg besprak de impact van de energietransitie op inflatie. Uit zijn woorden viel op te maken dat de doelstellingen van het Klimaatakkoord van Parijs niet worden gehaald als we doorgaan met het subsidiëren van fossiele brandstoffen. Daarnaast is de prijs van CO<sub>2</sub>-uitstoot op dit moment te laag en de dekking van het wereldwijde carbon-pricing systeem onvolledig. Hoge fossiele brandstofprijzen bieden juist een kans om de transitie naar groenere varianten te versnellen. Europa heeft zich de afgelopen jaren te veel gericht op het subsidiëren van hernieuwbare energie in plaats van een uniform systeem van CO<sub>2</sub>-prijsstelling.

Als industrieën zich dan over de grens verplaatsen, is het tijd voor importtarieven. Dergelijke maatregelen bevorderen de inflatie en centrale banken zullen de rente moeten blijven verhogen, maar het klimaatprobleem is groter. Alleen op deze manier kunnen de vereiste kantelpunten op sociaal, politiek en technologisch vlak gerealiseerd worden.

Collega-hoogleraar Sweder van Wijnbergen, eveneens voormalig econoom bij de Wereldbank, deelde zijn inzichten in de drijfveren van de huidige inflatie. Op karakteristieke wijze gaf hij zijn ongezoeten mening. Het rampzalige COVID-19-beleid in China is volgens hem een groter probleem dan de hoge energieprijzen. De massale lockdowns hielpen om tijd te kopen, maar de Chinese vaccins zijn niet effectief. De Chinese economie krimpt nu voor de tweede keer, wat grote negatieve gevolgen heeft voor de

wereldwijde economie. Door de lockdowns blijven er namelijk knelpunten in internationale waardeketens en een krimp in China betekent dat een belangrijke groeimotor voor de wereldeconomie hapert.

Ten tweede ging hij in op de invloed van de Russische oorlog op de energieprijzen. Kolen en olie vinden eenvoudig hun weg naar India en China, maar deze landen zullen een korting bedingen en Rusland zal meer willen produceren om die lagere prijs op te vangen. Dat betekent dat op de iets langere termijn er juist prijsdruk op de oliemarkt ontstaat. Als tegelijkertijd de Franse energiecentrales na het geplande onderhoud weer operationeel zijn en de Noorse hydrocentrales na de uitzonderlijke droge zomer weer stroom opwekken, is er meer ruimte voor normalisatie. Voor gas is het op de korte termijn lastiger om alternatieve bronnen te vinden, hoewel het openhouden van kerncentrales in bijvoorbeeld Duitsland kan helpen bij het diversifiëren van energiebronnen.

Ten slotte heeft de respons van wereldwijde centrale banken de tijdelijke prijschokken als gevolg van verstoord aanbod door ruim monetair beleid omgezet in een structureel inflatieproces.

De avond werd vakkundig geleid door Edin Mujagić, Hoofdeconoom bij OHV Vermogensbeheer. Mujagić legde uit hoe in 1971 president Richard Nixon de loskoppeling van de goudstandaard aankondigde en wat voor gevolgen dat had voor de dollar en inflatie. Ook liet hij zien dat de huidige inflatie niet louter een gevolg is van de Russische inval in Oekraïne: al in de zomer van 2021 begon de inflatie op te lopen.

Centrale banken gingen ondanks de signalen door met het ruime monetaire beleid. Ze zullen hard moeten ingrijpen om de inflatie een halt toe te roepen. Daarom kunnen we een tijd tegemoetzien van hogere inflatie en lagere groei. ■



Door **Philippe Roset**,  
organisatie  
Annual Dinner

# Ik help mensen graag vooruit

Het invoeren van de nieuwe pensioenregeling is veel meer dan een rekensom. Zijn pensioenfondsen en hun uitvoeringsorganisaties voldoende voorbereid? Mik Breek heeft daar als zelfstandig bestuursadviseur wel zorgen over.

Door *Lies van Rijssen*

## Hoe ben je in de financiële sector en de pensioensector terecht gekomen?

'Mijn eerste baan was in de sociale advocatuur bij een klein kantoor in Rotterdam. Ik hielp mensen bij kwesties rond arbeid en sociale verzekeringen en deed dat met veel overtuiging en plezier. Toch koos ik na vijftien jaar voor een diametraal andere werkomgeving. Ik trad als advocaat in dienst bij het derde kantoor van Nederland en ging aan de slag in de commerciële praktijk. Inmiddels weet ik dat dit soort switches een rode draad in mijn leven vormen. Na tien jaar advocatuur wilde ik zelf in de wind staan en besloot ik te gaan werken bij MeesPierson. Ik vervulde daar verschillende managementfuncties, leidde uiteenlopende projecten en heb veel in het buitenland mogen werken. In mijn tien jaar daar heb ik veel kanten van het werkgeverschap gezien. Het was een mooie en leerzame tijd waarin ik doorkneed raakte in het corporate life. De ontwikkeling van de Code Tabaksblat zorgde ervoor dat ik gegrepen werd door het onderwerp governance. Ik gaf mijn zekerheden op en werd zelfstandig bestuursadviseur in governance-dienstverlening. Dat doe ik nu alweer 15 jaar.

Op de golven van de governance ben ik in de pensioensector beland. Daar waren toen net de Principes voor goed pensioenfondsbetuur in de maak die de aftrap vormden naar de professionalisering van pensioenfondsbeturen. Ik ging zelfevaluaties begeleiden en fondsbeturen ondersteunen bij de inrichting van bestuursmodellen en de opzet van het interne toezicht. Mijn perceptie van de

pensioensector was toen dat het een nogal gesloten wereld was waarin een kleine groep mensen figureerde. Dat zie ik nog steeds wel, al zie ik ook dat de sector opener is geworden en er meer mensen van buitenaf bij zijn gekomen. Ik ben zelf toezichtfuncties in de pensioensector gaan bekleden en ook daarbuiten, bijvoorbeeld als toezichthouder in de zorg. Verder geef ik les aan pensioenfondsbetuurders en toezichthouders aan de CPE-opleiding van de Erasmus Universiteit en de Erasmus School of Accounting & Assurance en aan Avicenna, de Academie voor Leiderschap, en aan toezichthouders in de zorg, onderwijs en woningcorporaties. Zo heb ik een breed zicht gekregen op de overeenkomsten en verschillen in het denken en doen binnen en buiten de financiële sector. Ik probeer deze verschillende invalshoeken met de mensen in mijn werkomgeving te delen.'

## Wat zie jij als de belangrijkste ontwikkelingen en veranderingen van de laatste jaren in de financiële sector?

'Ik heb in de financiële sector de afgelopen jaren positieve ontwikkelingen voorbij zien komen, maar ook risicovolle. Positief is de toegenomen aandacht voor de klant. Niet alleen in termen van 'know your customer', maar vooral om de verschuiving van aanboddenken naar vraagdenken.

Wat zouden mensen nodig hebben van ons als financiële instelling? Financiële instellingen staan hier meer bij stil en reflecteren vaker op hun rol en toegevoegde waarde.

Risicovol vind ik de enorme regeldruk vanuit de

**'Risicovol vind ik de enorme regeldruk vanuit de wetgever en het externe toezicht van DNB en de AFM.'**

## CV

## Mik Breek



Mik Breek is sinds 2007 zelfstandig bestuursadviseur, commissaris en Onafhankelijk Bestuurder bij de Ondernemingskamer. Hij geeft les aan de CPE-opleiding van de Erasmus Universiteit en de Erasmus School of Accounting & Assurance en is als Docent Governance verbonden aan de Academie voor Leiderschap Avicenna. Hij is werkzaam (geweest) in diverse toezichtfuncties binnen en buiten de pensioensector. Breek heeft een arbeidsverleden in de advocatuur en de financiële wereld.

wetgever en het externe toezicht van DNB en de AFM. Dat financiële instellingen vaak forse boetes hebben moeten betalen, heeft ze bezorgd en overmatig gericht op compliance-vraagstukken gemaakt. Op zichzelf is het goed dat ze zich in hun klanten verdiepen, maar dat moet niet door angst gedreven zijn. Dat werkt een afvinkcultuur in de hand waarin mensen rigide uitvoeren en niet meer zelf nadenken.

### Als we inzoomen op de Wet toekomst pensioenen (WTP), wat zie jij dan als de belangrijkste risico's?

'We krijgen te maken met het dragen van eigen risico in een totaal nieuw pensioenstelsel, maar met een oud governance-systeem. De wetgever laat bij deze ingrijpende overgang de governance ongemoeid. De sociale partners vinden dat prima en de politiek hoor je er niet over. Maar bij een overgang zoals deze moet je zorgen voor draagvlak! In de governance van pensioenfondsen zijn deelnemers nauwelijks vertegenwoordigd. Vakorganisaties representeren slechts een kleine groep. Slapers zijn überhaupt niet vertegenwoordigd en veel gepensioneerden staan momenteel op hun achterste benen vanwege de manier waarop er met hun aanspraken wordt omgegaan.

Het ei van Columbus heb ik niet, maar men moet gaan nadenken over een nieuwe organisatie voor de pensioenuitvoering, waarin door directe inbreng van de verschillende groepen risicodragers het draagvlak voor het nieuwe stelsel wordt verstevigd. Op fondsniveau en op het niveau van de sociale partners, dus ook op het niveau van de vakbonden. Ook zij moeten innoverend gaan kijken naar de governance van de pensioenuitvoering. Gebeurt dat niet, dan zijn over vijf tot tien jaar juridische procedures te verwachten van

deelnemers of pensioengerechtigden over inbreuk op hun rechten of over verkeerde of dure uitvoeringsbesluiten. Daarbij moet bedacht worden dat er nog veel onzekerheden zijn over hoe het pensioenvermogen in het nieuwe pensioenstelsel moet worden verdeeld en hoe de evenwichtige belangenafweging daarbij moet plaatsvinden. Dat vraagt kracht en tegenkracht van capabele bestuurders en intern toezichthouders die goed luisteren naar hoe de risicodragers willen dat hun pensioenregeling wordt uitgevoerd.

En dan het regievraagstuk. In het nieuwe stelsel moeten deelnemers en gepensioneerden meer en vaker worden geïnformeerd over hun pensioen. Organisatorisch komt er daardoor ontzettend veel op pensioenfondsen af. De uitvoeringsketen moet opnieuw worden ingericht. Hoe houdt het bestuur daarover de regie en het overzicht op waar de risico's zitten? Hoe staat het met de communicatie tussen de uitvoerders in de keten: de pensioenadministrateur en de vermogensbeheerder? En met de gegevensuitwisseling die nodig is om de toedeling aan persoonlijke pensioenpotjes te realiseren? Zijn de IT-systemen hier tijdig op toegerust? Bekend is de afname van het aantal pensioenadministrateurs in Nederland. Daar kan een capaciteitsrisico ontstaan. Daarbovenop komt het tekort aan arbeidskrachten in de pensioensector: zijn er straks genoeg vaardige handen beschikbaar? Positief om hier te vermelden is het recent verschenen rapport van de Expertgroep ketenchallenge 'Inzicht door overzicht'. Het rapport komt met enige aanbevelingen om de complexiteit in de uitvoeringsketen te reduceren, onder meer door verdergaande samenwerking tussen ketenpartners en standaardisatie en uitwisselbaarheid van gegevens. Het is bemoedigend dat uitvoeringspartijen elkaar hier weten te vinden.

## ‘We krijgen te maken met het dragen van eigen risico in een totaal nieuw pensioenstelsel, maar met een oud governance-systeem.’

Verder zie ik een timingsrisico nu de Tweede Kamer druk zet op de invoeringsdatum van de WTP. Wat als de uitvoeringspartijen niet klaar zijn voor de implementatie van de nieuwe regeling? Hebben de pensioenfondsen dan een plan B? Als het fout gaat, krijgen niet de sociale partners of de politiek de zwarte piet, maar de fondsbesturen.

Ook zie ik een geschiktheidsrisico. Ik hoop maar dat bestuurders zich goed voorbereiden op wat er op hen afkomt bij de uitvoering van de nieuwe pensioenregeling, want er verandert ook van alles in hun takenpakket. Zij moeten deelnemers, slapers en gepensioneerden helpen keuzes te maken die passen bij hun financiële situatie. Naast het managen van de operationele issues moeten bestuurders dus ook in staat zijn om deze nieuwe zorgplicht in te vullen. Zijn ze daarvoor geschikt? Het is goed als bestuurders hierover bij zichzelf te rade gaan.’

### **Gaan we de goede kant op met het toekomstbestendig maken van het pensioenstelsel? Voel je je er persoonlijk senang bij?**

‘Het zal na het voorgaande niet verbazen dat ik me meer senang zou voelen bij een stelsel waarbij de direct belanghebbenden meer invloed hebben. Als ideaal scenario zie ik een gecontroleerde overgang naar een professioneel ingericht pensioenstelsel waarin het belang van de deelnemers vooropstaat en waarin zij kunnen kiezen hoe en door wie hun pensioen wordt beheerd. Het coöperatiemodel zou hiervoor een goede optie kunnen zijn: het coöperatiebestuur voert uit wat de leden bepalen. Met de IT van vandaag en met een juiste inzet van social media moet zo’n concept van de grond kunnen komen en ook praktisch uitvoerbaar zijn.’

### **Hoe ga je beroepsmatig om met een thema als diversiteit? En met een thema als duurzaamheid?**

‘Ik ben opgegroeid in Amsterdam West in een multiculturele wereld. Mijn vrouw komt uit Suriname, we zijn nu 35 jaar samen. Behalve in Nederland heb ik met allerlei soorten mensen gewerkt in Azië – in Hong Kong, Singapore en India – en in het Caribisch gebied. Ik woon in Antwerpen. Diversiteit is voor mij volledig vanzelfsprekend.

Duurzaamheid staat voor mij voor langetermijndenken en -doen. Dat werkt ook door in relaties en de manier waarop ik graag met mensen werk. Mijn klanten komen doorgaans terug. Ik doe helemaal niets aan marketing. Ik heb niet eens een website.’

### **Wat is een belangrijk inzicht dat jij in jouw werk hebt opgedaan?**

‘Geef nooit op. Het klinkt als een tegeltjeswijsheid.

Laat je leiden door ‘the things that make you tick’. Houd je dat vast, dan kan je veel aan, ook als het tegenzit. Geld of macht zijn voor mij nooit leidend geweest. Ik leer graag, ook van mijn opdrachtgevers, ben onafhankelijk ingesteld en gericht op het helpen van anderen.’

### **Wat beschouw je als belangrijkste moment in jouw loopbaan? Wat heb je daarvan geleerd?**

‘Op cruciale momenten heb ik kunnen loslaten. Anderen vonden dat soms onverklaarbaar of reageerden negatief. Ik ben mijn eigen weg gegaan en heb mijn eigen keuzes gemaakt.’

### **Wat waren tot nu toe jouw grootste uitdagingen?**

‘Eenmaal is een grote klant bij mij weggelopen. Dat heb ik vanuit mijn eigen kracht kunnen oplossen. Word je ook weer sterker van.’

### **Wat drijft jou als persoon en waardoor raak jij beroepsmatig en privé geïnspireerd?**

‘Ik vind het leuk bestuurders de helpende hand te bieden, bijvoorbeeld bij de overstap naar een ander bestuursmodel. Niet alleen vanwege de governance, maar vooral vanwege de rol die mensen daarin gaan spelen. Dat vergt vaak een gedragsverandering. Zij moeten de veranderingen doormaken en er klaar voor zijn.

Mijn werk als Bestuurder bij de Ondernemingskamer van het Gerechtshof in Amsterdam inspireert me ook. Wat een mooi en eervol werk is dat. De Ondernemingskamer schakelt je in om bedrijven te besturen bij conflictsituaties tussen bestuurders, commissarissen en aandeelhouders, terwijl het bedrijf door moet draaien. Ik kan hierbij steunen op mijn advocatenachtergrond, adviespraktijk en ervaring in het bedrijfsleven. Het raakt soms aan mediation, met het grote verschil dat je wel verantwoordelijk bent voor wat er gebeurt in het bedrijf of de instelling.’

### **Zijn er nog onderwerpen waarvan je het belangrijk vindt om ze nu aan de orde te stellen?**

‘Ik zou een appèl op fondsbestuurders willen doen om verantwoordingsorganen heel goed mee te nemen in de ontwikkelingen op weg naar de nieuwe pensioenregeling, want er komen op die organen nog veel belangrijke beslismomenten af. Wat er van verantwoordingsorganen gevraagd wordt, is in de huidige constellatie nog heel ambitieus.’ ■

# Pioneers discover the unknown. Like where to invest next.



For more information, please  
scan the QR code or visit  
[assetmanagement.pictet](https://assetmanagement.pictet)

 **PICTET**  
Asset Management

Building Responsible Partnerships

# Integreren ESG in beleggingsbeleid is essentieel

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Over ESG-beleid bestaat nogal wat verwarring in de markt. Asset managers hebben de taak om beleggers voor te lichten op het gebied van ESG en om concrete informatie te verschaffen. De vermogensbeheerindustrie zal daarbij haar focus moeten veranderen en zowel duurzaamheid als financiële doelstellingen moeten omarmen.

### Welke specifieke doelstellingen willen jullie organisaties behalen met ESG-beleid?

**Madeleine King:** ‘Ons doel is in wezen om onze klanten te helpen hun ESG-doelstellingen te behalen. De mate waarin we portefeuilles rond ESG positioneren hangt af van de wensen en behoeften van onze klanten. We bieden verschillende beleggingsbenaderingen aan omdat klanten in de diverse delen van de wereld op heel verschillende manieren over ESG denken. Sommige willen volledig ESG-beleggen, andere staan nog aan het begin van het ESG-pad. Wij willen ze allemaal kunnen bedienen.’

**Bas Knol:** ‘De gemene deler van het ESG-beleid van de klanten die ik heb geholpen bestaat uit drie doelstellingen: het verbeteren van het risico-rendementsprofiel door onder meer ESG-integratie, het minimaliseren van de negatieve impact door uitsluiting en het maximaliseren van de positieve impact door Impact Investing.’

**Masja Zandbergen:** ‘Natuurlijk richten we ons op de wensen van onze klanten. Maar wij zijn ervan overtuigd dat het integreren van ESG in het beleggingsbeleid essentieel is om op lange termijn sociaaleconomische impact te kunnen creëren en tegelijkertijd te zorgen voor een goed rendement. We geloven dat dit ons tot betere beleggers maakt. Om duurzaam beleggen te bevorderen, investeren we onder andere aanzienlijk in onderzoek en het opbouwen van partnerships.’

**Narina Mnatsakanian:** ‘Als vermogensbeheerder is het ons doel onze klanten te helpen hun vermogen te behouden en te laten groeien. Wij denken dat dat alleen mogelijk is in een duurzame wereld. We hebben een duurzaamheidsspectrum gecreëerd waaruit onze klanten in principe kunnen kiezen om hun doelstellingen te bereiken. In sommige gevallen kiezen klanten voor verantwoord beleggen, wat neerkomt op het vermijden van schade. In de meeste gevallen kiezen ze ervoor een steeds groter deel van hun investeringen in meer ‘do better (sustainable) or do good (impact)’- oplossingen te beleggen.’

**Thomas Kieselstein:** ‘Over ESG-beleid bestaat veel verwarring op de markt. Er is denk ik niet één beleid dat voor alles geschikt is. Vooral institutionele klanten willen maatwerk. Als leveranciers van beleggingsdiensten hebben wij een duidelijke verantwoordelijkheid om de markt voor te lichten en concrete informatie te verschaffen. We doen voorstellen en leggen uit welk voorstel wat betekent. Als belegger met een kwantitatieve benadering proberen wij te meten en metrieken te identificeren voor duurzame ontwikkelingsdoelen, voor impact, voor CO<sub>2</sub>-footprints, enzovoort.’

**Hannah Simons:** ‘We kijken naar investeringen met duurzame bedrijfsmodellen voor de lange termijn, die zich kunnen aanpassen en evolueren om te opereren in een steeds complexere en uitdagendere markt. Wij denken dat deze langetermijn-focus, gecombineerd met aanpassingsvermogen, goede rendementen kan opleveren. Voor ons is ESG-integratie, waar we overigens al lange tijd mee bezig zijn, ingebed in alles wat we doen. We hebben een reeks onderzoekstools ontwikkeld waarmee onze beleggingsmanagers weloverwogen beslissingen kunnen nemen, waarbij rekening wordt gehouden met duurzaamheid. Hoe wij ons als eigenaars gedragen, is even belangrijk als het proces dat tot een beleggingsbeslissing heeft geleid. Wij doen dit door in gesprek te gaan met ondernemingen en hen vervolgens ter verantwoording te roepen via ons stemgedrag.’

### Voorzitter:

**Pim Poppe,**  
Probability & Partners

### Deelnemers:

**Thomas Kieselstein,**  
Quoniam Asset Management  
**Madeleine King,**  
Legal & General Investment  
Management  
**Bas Knol,**  
ESG Support  
**Narina Mnatsakanian,**  
Van Lanschot Kempen  
**Hannah Simons,**  
Schroders  
**Masja Zandbergen,**  
Robeco



### VOORZITTER

Pim Poppe

Pim Poppe is Risk Management Professional en richtte in 2014 Probability & Partners op. Zijn belangrijkste aandachtsgebied betreft het ondersteunen van besturen van banken, pensioenfondsen en verzekeraars met strategisch risicomanagement en het inrichten van de risicobeheersingsorganisatie. Eerder was Poppe verantwoordelijk voor Group Risk Management bij SNS Reaal (2004-2013) en Robeco (1996-2004).



**Thomas  
Kieselstein**

Thomas Kieselstein is Medeoprichter en CIO van Quoniam Asset Management. Als CIO is hij verantwoordelijk voor de Equity-, Fixed Income- en Multi-Asset-investerings-teams. Vóór Quoniam werkte Kieselstein voor DZ Bank en Dresdner Bank Investment Group. Sinds 1994 ontwikkelt hij kwantitatieve beleggingsprocessen voor multifactor-aandelenstrategieën. Hij behaalde een MSc. in Engineering aan de Universiteit van Karlsruhe.



**Madeleine  
King**

Madeleine King is sinds 2015 Head of Research & Engagement bij Legal & General Investment Management. Voor LGIM werkte zij bij Credit Suisse, waar zij vijf jaar lang werkte als Trading Desk Analyst. Eerder was zij TMT Research Analyst bij HSBC en Barclays Capital. King heeft een BSc in Business Mathematics & Statistics behaald aan de London School of Economics.



**Bas  
Knol**

Bas Knol is ESG Consultant bij ESG Support en heeft meer dan dertig jaar gewerkt voor vermogensbeheerders, pensioenfondsen, banken en verzekeraars. Vanaf 2014 richt hij zich op het oplossen van ESG-vraagstukken. Zo helpt hij financiële instellingen ESG-wetgeving na te leven en met de aanscherping en implementatie van hun ESG-beleid. Knol is RBA, RBP, afgestudeerd Organisatiesocioloog en gecertificeerd Privacy Professional.



**Narina  
Mnatsakanian**

Narina Mnatsakanian werkt sinds 2017 bij Van Lanschot Kempen, eerst als Hoofd Duurzaam Beleggen en Impact-beleggen en nu binnen het recent gecreëerde Sustainability Centre als Executive Director. Daarnaast is Mnatsakanian Portfoliomanager van de Kempen Global Impact Pool. Voor haar komst naar Kempen was Mnatsakanian werkzaam bij Sarona Asset Management, MN, KPMG, EY en UNPRI.



**Hannah  
Simons**

Hannah Simons is Head of Sustainability Strategy bij Schroders. In deze rol werkt zij samen met de beleggingsteams om een samenhangende set aan beleggingsopties aan cliënten te kunnen aanbieden. Hiervoor was zij Head of Fiduciary Management. Simons was van 2013 tot 2015 Fiduciair Partner bij Russell Investments. Zij werkte van 2011 tot 2013 bij PIMCO, van 2004 tot 2011 bij BlackRock en van 1999 tot 2004 bij Watson Wyatt.



**Masja  
Zandbergen**

Masja Zandbergen is Head of Sustainability Integration bij Robeco. Eerder werkte zij als Research Analyst. Sinds 2003 heeft Zandbergen zich gespecialiseerd in Sustainability Investing. Voordat zij bij Robeco in dienst trad, was zij Portfolio Manager en Responsible Investment Specialist bij haar eigen bedrijf en Head of Equity bij Syntus Achmea. Zandbergen begon haar carrière bij Robeco in 1997 en keerde daar in 2015 weer terug.

### Welke regelgeving zal het meest bijdragen aan een betere wereld?

**Simons:** 'Je moet beginnen met het veranderen van het hele systeem. Dat is de kern van het EU-actieplan voor duurzame financiering, dat zo is opgezet dat kapitaal naar duurzame investeringen stroomt, dus naar investeringen die voor een betere toekomst kunnen zorgen.'

**Zandbergen:** 'De EU-verordening voor de financiering van duurzame groei is de enige, zeer gedurfde en uitgebreide verordening die nu van kracht is. Overigens lijkt de Britse regelgeving mij op bepaalde gebieden zelfs beter dan die van de EU. Het is een voorbeeld voor veel andere landen en regelgevers over de hele wereld.'

**Kieselstein:** 'Het Sustainable Finance Action Plan van de EU zet de markt aan het denken en dat is positief. Maar wat de uitvoering betreft, is het echt een uitdaging. We hebben een algemene EU-verordening en nu begint elk land die op een andere manier ten uitvoer te brengen. Dat kost, vrees ik, zoveel energie, dat de belangrijkste focus op de achtergrond raakt. Dat is een groot probleem. Het lijkt erop dat de Britse aanpak meer gericht is op het TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures)-framework.'

**Zandbergen:** 'Ik denk dat het Verenigd Koninkrijk meer gericht is op de risicorendementsverhouding terwijl de EU-regelgeving zich meer bezighoudt met de vraag welke bijdragen er kunnen worden geleverd aan het tot stand brengen van een betere wereld.'

**Knol:** 'Het Sustainable Finance Action Plan is onderdeel van de Europese Green Deal. Daar is ongeveer een biljoen euro mee gemoeid. Daarom verwacht ik dat de EU-verordening het meest zal bijdragen aan een betere wereld.'

### Hoe rapporteer je effectief over ESG?

**Mnatsakanian:** 'Over het algemeen rapporteren wij holistisch aan onze klanten. We proberen onze boodschap te brengen op een manier die begrijpelijk is. Institutionele klanten hebben doelstellingen bepaald op portefeuilleniveau, zowel duurzame als financiële als risicodoelstellingen. Het is belangrijk die allemaal



samen te brengen en daarover holistisch te rapporteren, zodat de klant ook echt kan sturen en zijn ambities kan omzetten in concrete acties en KPIs. Voor institutionele klanten zijn er op maat gemaakte rapportages. Voor particuliere klanten kiezen we relevante punten en maken we deze inzichtelijk: dit is wat er in uw beleggingsportefeuille gebeurt ten aanzien van het klimaat, dit ten aanzien van de SDGs.’

### Hoe beoordelen jullie de kwaliteit van de ESG-integratie door een manager?

**Knol:** ‘Ik heb voor een klant een raamwerk ontwikkeld voor het beoordelen van de kwaliteit van ESG-integratie door vermogensbeheerders. Als je het hebt over ESG-integratie, dan is dat voor elk product en elke beleggingscategorie anders. Op productniveau hebben we bekeken in welke fasen van het beleggingsproces ESG-factoren zijn geïntegreerd. We hebben gekeken naar de rapportage en naar de leveranciers van ESG-gegevens die een manager gebruikt. En ook naar de uitgaven, want dat zegt iets over hoe belangrijk de manager ESG-integratie vindt. Tot slot hebben we de ESG-doelstellingen van deze producten onderzocht. Op basis van al deze factoren is een ESG-scorecard gegenereerd, zowel op managerniveau als op productniveau. Asset owners kunnen op basis van de scorekaarten de managers selecteren die het beste bij hen passen.’

**Zandbergen:** ‘Het selecteren van duurzame managers wijkt in wezen niet af van het selecteren van andere managers, zoals bijvoorbeeld value-managers. Je moet kijken naar het trackrecord van het beleggingsteam en naar hun ervaring met het onderwerp. Verder moet je kijken naar hoe het beleggingsproces eruitziet en je moet nagaan of de beleggingsportefeuille in lijn is met wat je zegt dat je aan het doen bent in het proces. Mensen moeten leren en begrijpen wat duurzaamheid is en hoe je het kunt implementeren.’

**Simons:** ‘Naar onze mening moet je, om de langetermijnvooruitzichten van een potentiële belegging volledig te kunnen beoordelen, duurzaamheid naast de meer traditionele financiële factoren beoordelen. Wat dit uitdagend maakt, is dat duurzaamheid een enorm breed terrein bestrijkt. Bij de selectie van managers is het

daarom van cruciaal belang om te begrijpen hoezeer de organisatie achter duurzaamheid staat en vervolgens op productniveau hoe het product is ontworpen om het gewenste resultaat te leveren.’

**King:** ‘Op dezelfde manier waarop ik de financiële argumenten voor een belegging kan uitleggen, kan ik uitleggen waarom er bepaalde beleggingen in een duurzame portefeuille zitten. ESG is zo’n belangrijk onderdeel van onze business geworden, dat er op dit moment geen excuus meer voor is dat iemand dat niet kan integreren.’

### Is het resultaat van ESG-beleid en ESG-doelstellingen gemakkelijk meetbaar?

**Kieselstein:** ‘Ik zou zeggen van wel, maar dat is natuurlijk een standpunt van iemand die alles meet. Ik erken echter dat het problematisch kan zijn, omdat er niet één ESG-doelstelling is. Je hebt verschillende metingen nodig voor verschillende doelstellingen. Neem bijvoorbeeld het klimaat. Ik denk dat sommige klimaatmaatstaven de wereld gewoon niet zullen redden, omdat ze alleen maar meten wat in het verleden het geval was.

Als we het over meten hebben, denk ik dat de markt in het algemeen nog veel educatie en verbetering nodig heeft. Iedere asset owner wil echt maar één getal waaraan hij zich kan houden. We worden het te gemakkelijk eens over één getal en gaan dat gebruiken, terwijl het in feite niet nuttig is. We hebben veel meer onderwijs en data nodig. Voor het meten van de waarde van een bedrijf zijn geavanceerde metrieken en methoden ontworpen. We zouden hetzelfde moeten doen voor ESG.’

**Zandbergen:** ‘Het is zeker niet gemakkelijk meetbaar, omdat ESG-gegevens nog in de kinderschoenen staan. Zelfs voor een relatief eenvoudige meting als die van de CO<sub>2</sub>-uitstoot moeten al aannames worden gedaan en keuzes worden gemaakt. Het is heel moeilijk om daadwerkelijk aan te >

‘Het Sustainable Finance Action Plan is onderdeel van de Europese Green Deal. Daar is ongeveer een biljoen euro mee gemoeid. Daarom verwacht ik dat de EU-verordening het meest zal bijdragen aan een betere wereld.’

tonen dat ESG-integratie leidt tot betere beleggingsbeslissingen.'

**Kieselstein:** 'Over kinderschoenen gesproken: de ontwikkeling van een baby naar een vijfjarige is de grootste in een mensenleven.'

### **Bestaat er geen behoefte aan een soort onafhankelijke rapportage over ESG-doelstellingen?**

**Simons:** 'Als we rapporteren aan onze klanten, kijken we door verschillende lenzen. We tonen niet alleen de output van onze eigen tools, maar ook die van onafhankelijke ratingbureaus. We hantieren een volledig transparante aanpak en denken dat we door dit alles te laten zien een compleet en verrijkt beeld krijgen van onze portefeuilles. Als we alleen de resultaten van onze eigen instrumenten zouden presenteren, zouden de klanten geen vergelijkingsmateriaal hebben. Via derden ontstaat er een soort gemeenschappelijke basis.'

**King:** 'Een onafhankelijke beoordeling is niet per definitie een betere beoordeling. Ik denk dat het geen kwaad kan om portefeuilles van verschillende fondsbeheerders door één gemeenschappelijke bril te bekijken, maar uiteindelijk is het een beetje gevaarlijk om alleen daarvan gebruik te maken. Het laatste wat we volgens mij moeten doen, is te veel macht in handen leggen van ratingbureaus als MSCI of Sustainalytics, terwijl we het in veel gevallen volstrekt oneens zijn met hun beoordeling. De aard van financiële markten is dat er ruimte moet zijn voor meningsverschillen.'

### **Is het zinvol om twee benaderingen te hebben: je eigen interne aanpak en een externe?**

**Mnatsakanian:** 'Dat is het zeker. We hebben onze eigen ESG-score, die is geïntegreerd in onze actieve beleggingsfondsen. Deze score bevat gegevens uit

meerdere databronnen en helpt fondsbeheerders bij het nemen van beleggingsbeslissingen. Voor institutionele klanten beschikken we ook over data van onafhankelijke ratingbureaus als MSCI, zodat ze hun portefeuilles kunnen beheren op basis van meer gestandaardiseerde gegevens.'

### **Hoe ver is jullie organisatie gevorderd met de implementatie van de SFDR en de EU Taxonomie?**

**Simons:** 'We zijn goed op weg met SFDR level 2. Wat de taxonomie betreft zijn we heel duidelijk geweest, namelijk dat we nu gewoon geen uitspraken kunnen doen over de afstemming van de taxonomie. Het gaat hier echt om data. Dat hebben we begin dit jaar in ons prospectus gezet. We zullen in de gaten houden wat er gebeurt.'

**Mnatsakanian:** 'Wij maken goede vooruitgang met de uitvoering van SFDR level 2 en werken aan precontractuele sjablonen voor onze fondsen. Voor onze beursgenoteerde fondsen hebben wij ons prospectus al bij de toezichthouder ingediend en zullen we te zijner tijd beginnen met de communicatie naar onze klanten.'

**Kieselstein:** 'Er is nu een discussie gaande, althans in Duitsland, over of SDG-aanpassing meetelt voor artikel 9. Het gaat niet om de taxonomie op zich, maar om de vraag of een product in aanmerking komt voor artikel 9.'

### **Welke ESG-regelgeving vormt de grootste uitdaging en welke kost de meeste tijd om uit te voeren?**

**King:** 'Ik kan niet genoeg benadrukken hoe tijdrovend en arbeidsintensief de implementatie van de SFDR is. Ik denk dat we moeten erkennen dat in de wereld waarin we nu leven ESG-regelgeving een onderdeel van ons werk is.'

**Zandbergen:** 'De grote uitdaging voor ons is alle lokale regelgeving. Het is heel moeilijk om alle verschillende lokale voorschriften uit te voeren en daarop je eigen visie te ontwikkelen. Omdat we relatief veel tijd moeten besteden aan het implementeren van regelgeving, blijft er minder tijd over voor zaken waar we echt over moeten nadenken. We werken samen met regelgevers over de hele wereld en

**'Als je alleen maar bedrijven uitsluit om je ESG-doelstellingen te behalen, maak je niet echt een verschil in de echte wereld.'**

vragen ze of ze hun taxonomie niet te veel willen laten afwijken van de EU Taxonomie, omdat het anders een nachtmerrie wordt een en ander te implementeren.'

**King:** 'Het is de moeite waard om tenminste één goed ding te benadrukken dat uit de verordening is voortgekomen, namelijk dat we meer een gemeenschappelijke taal beginnen te krijgen rond ESG. Als fondsbeheerders zijn we nu veel duidelijker over wat onze productbasis is en hoe groen de fondsen zijn die we verkopen. Het feit dat er zoveel aandacht is voor greenwashing verhoogt de normen over de hele linie. Dat is uiteindelijk een goede zaak.'

### Welke stappen achten jullie het belangrijkste om ESG succesvol in het beleggingsproces te integreren?

**Zandbergen:** 'De eerste stap is om je doelstellingen en beleggingsovertuigingen te definiëren. Het is belangrijk om toegang te hebben tot relevant onderzoek. Voor een kwantitatieve belegger zullen dat data zijn en voor een fundamentele belegger research die gericht is op financiële, materiele issues en op de vraag hoe bedrijven daarmee omgaan en wat de impact daarvan is op hun business model. We voeren kwaliteitscontroles uit en stellen scorecards op. En natuurlijk hebben we KPIs geformuleerd.'

**Kieselstein:** 'De belangrijkste vraag is hoe ESG past in de rest van je investeringsproces. We hebben het erover dat duurzaamheid en rendement zo goed op elkaar zijn afgestemd. Maar laten we eerlijk zijn: wat was de best presterende sector dit jaar? Dat waren vervuilende oliemaatschappijen. Op een gegeven moment moet je een afweging maken tussen duurzaamheid en andere doelstellingen. Dat vereist een nogal excellent framework. Om een goed inzicht te krijgen in waar je je bevindt, is er waarschijnlijk een efficiëntielijn waarop je het meest efficiënte punt moet kiezen. In het verleden hadden we zoiets als een tweedimensionaal kader met risico en rendement. Nu hebben we, door de toevoeging van duurzaamheid, een driedimensionaal kader. Dat maakt het allemaal ingewikkelder. Je hebt een geïntegreerd kader nodig, waar niet eendimensionaal naar gekeken mag worden.'

## 'Voor het meten van de waarde van een bedrijf zijn geavanceerde metrieken en methoden ontworpen. We zouden hetzelfde moeten doen voor ESG.'

**Mnatsakanian:** 'Actief aandeelhouderschap, met engagement en dialoog, is voor ons essentieel. Als je alleen maar bedrijven uitsluit om je ESG-doelstellingen te behalen, maak je niet echt een verschil in de echte wereld. Je moet daarentegen proberen alle bedrijven in je portefeuille op het gewenste pad naar net zero uitstoot te krijgen. Daarbij focussen we op de 20% leiders in iedere sector om die in beweging te krijgen, waarbij de gedachte is dat de 80% achterblijvers uiteindelijk zelf zullen volgen.'

**Simons:** 'Als aandeelhouder is het cruciaal om te proberen bedrijven te stimuleren om de juiste weg in te slaan op ESG-gebied. Niet alleen door eisen te stellen, maar door echt samen te werken met het management.'

**King:** 'Bij het ESG-integratieproces moet niet worden vergeten dat niet elk bedrijf ESG op dezelfde manier benadert. Anders bestaat het gevaar dat ESG een oefening wordt in vakjes aankruisen. Er moet ruimte blijven voor een kwalitatief oordeel.' >





CV

### Rishma Moennasing

Rishma Moennasing is Lead Fondsen & Duurzaamheid bij het Investment Office van Rabobank. Zij is verantwoordelijk voor het duurzame beleggingsbeleid inclusief active ownership, responsible investments en manager selection and monitoring van mandaten voor Rabobank Vermogensbeheer. Naast haar functie bij Rabobank is zij actief als Sustainable Engagement Specialist voor de VBDO. Moennasing is door het vakblad CityWire genoemd als meest invloedrijke vrouw in de Europese fondsenindustrie.

## Financial Investigator stelde Rishma Moennasing, Lead Fondsen & Duurzaamheid bij het Investment Office van Rabobank, twee vragen:

### In hoeverre draagt actief aandeelhouderschap bij aan duurzame resultaten?

‘Actief aandeelhouderschap is voor ons een heel belangrijk instrument en wordt met de nieuwe groene regels vanuit de EU alleen maar belangrijker. We streven er naar om met onze beheerconcepten en mandaatfondsen een goed rendement te behalen, maar wel op een duurzame manier, waarbij een belangrijke rol is weggelegd voor actief aandeelhouderschap. Niet alleen vanwege de beleggingskansen, maar juist ook om duurzaamheidsrisico’s in kaart te brengen en te verminderen. Zo wordt met actief aandeelhouderschap het gesprek aangegaan met bedrijven die meer kunnen doen om op een verantwoorde manier met natuurlijke grondstoffen om te gaan en de biodiversiteit te beschermen, maar ook om de CO<sub>2</sub>-uitstoot te verminderen. Bedrijven die hier onvoldoende aan doen, kunnen in de toekomst te maken krijgen met materiële financiële schade en hogere kosten, die de toekomstige resultaten onder druk zetten. CO<sub>2</sub>-uitstoot en biodiversiteit zijn ook belangrijke elementen in de PAIs en met actief aandeelhouderschap kunnen we deze verbeteren, net als de andere PAIs.’

### Zie je een trend ontstaan waarbij alleen eigen ESG-scores door asset managers of asset owners worden ontwikkeld en in beleggingen worden geïntegreerd, in plaats van standaard ESG-ratings van de dataleveranciers?

‘Ik geloof in een combinatie van beide. Het gebruik van alleen eigen ESG-scores maakt dat er ruimte is voor subjectiviteit en het niet eenduidig toepassen van de eigen methode, waardoor het risico op greenwashing zich voor kan doen. Het gebruiken en toetsen van de eigen scores met die van ESG-dataproviders maakt het ESG-integratieproces meer waardevol. Dataproviders werken ook met standaard raamwerken die breed gebruikt worden binnen de beleggingsindustrie. Hierdoor is er minder ruimte voor subjectiviteit. Aan de andere kant lopen de dataproviders niet altijd voorop met het actualiseren van data of is de coverage van sectoren en bedrijven niet altijd voldoende. Om die reden kan het gebruiken van eigen ESG-research waarde toevoegen, door niet alleen de materiële ESG-risico’s bij bedrijven te vinden, maar ook beleggingskansen bij bedrijven die vooroplopen op het gebied van duurzaamheid, maar waarvan deze zaken nog niet tot uiting komen in de ESG-rating bij dataproviders.’

‘Omdat we relatief veel tijd moeten besteden aan het implementeren van regelgeving, blijft er minder tijd over voor zaken waar we echt over moeten nadenken.’

### Wat is de relatie tussen beleggingsovertuigingen en ESG-doelstellingen en hoe worden deze in het beleggingsproces verwerkt?

**Kieselstein:** ‘Er is geen duidelijk bewijs dat het verminderen van ESG-risico’s de performance verbetert. Het zou zelfs in strijd zijn met de kapitaalmarkttheorie dat je door risico’s te verminderen een hoger rendement krijgt. Dat betekent niet dat je er niet naar moet kijken. Je moet gewoon beter begrijpen hoe die risico-rendement trade-off ten opzichte van ESG in elkaar zit. Hoe de klimaatuitdagingen zich zullen ontwikkelen, is onduidelijk. Sommige beleggers zullen het beschouwen als een staartrisiko. Vanuit dat perspectief moeten we een verzekeringspremie betalen. Er zullen beleggers zijn die dat weigeren en gewoon zeggen: ik wil geld verdienen aan het staartrisiko.’

**Mnatsakanian:** ‘Asset management zal zijn focus moeten veranderen, waarbij zowel duurzaamheid als financiële doelstellingen van belang zijn. En daarbij gaat het erom dat we onze klanten zo goed mogelijk helpen te navigeren door de onontkoombare transitie, zoals de energietransitie en de voedseltransitie.’

### Welke regelgeving zal naar verwachting tot arbitrage leiden? Hoe en met welke gevolgen?

**Knol:** ‘In de praktijk is er al sprake van arbitrage. Een bank in de Verenigde Staten kreeg bijvoorbeeld een boete van \$ 1,5 miljoen omdat zij ten onrechte had beweerd dat alle beleggingen ESG-gerelateerd waren. Ik heb ook gekeken naar Europese boetes. Handelingen die in strijd zijn met de SFDR en de taxonomieverordening kunnen volgens het ‘Besluit uitvoering EU-verordeningen financiële markten’ bestraft worden met boetes die kunnen oplopen tot 5% van de netto-omzet en € 20 miljoen.’

**King:** ‘Er is een grote vraag naar een kleine pool van groene assets. Dat leidt tot vertekeningen in waarderingen en dat is nooit goed op de financiële markten. Het is geen arbitrage, maar ik zou zeggen dat beleggers die financieel rendement uit ESG willen halen, moeten kijken naar de transitieruimte.’

‘Het feit dat er zoveel aandacht is voor greenwashing verhoogt de normen over de hele linie. Dat is uiteindelijk een goede zaak.’

**Simons:** ‘De enorme vraag naar een zeer kleine groep assets kan een heel verkeerd geprijsde situatie creëren. Het principe om bedrijven te steunen die er vandaag niet zijn, is de sleutel tot het genereren van langetermijnwaarde.’

### Hoe verwachten jullie dat de belangrijkste negatieve factoren, de Principle Adverse Impacts (PAIs), de ESG-integratiebenadering zullen beïnvloeden?

**Mnatsakanian:** ‘Veel PAIs zijn niet nieuw, maar ‘what gets measured, gets managed’. Vermoedelijk realiseren partijen zich nu nog niet dat hierdoor het ESG-integratieproces wordt beïnvloed. Verder zal de verplichting om te rapporteren, om elk jaar vooruitgang te tonen, het ESG-integratieproces op een bepaalde manier veranderen, in de zin dat de PAIs zullen meewegen in investeringsbeslissingen.’

**Simons:** ‘Ik denk dat de specifieke PAIs die door de regelgevers zijn geïdentificeerd en die onder de verplichte en vervolgens vrijwillige openbaarmakingsregels vallen in de beleggingsprocessen zullen worden opgenomen. Een van de dingen waar ik me zorgen over maak, is of er niet te snel drempels worden vastgesteld voor wat ‘goed’ is. Er zijn zeker PAIs waar we terecht zeer duidelijke drempels vaststellen, kwesties rond controversiële acties bijvoorbeeld. Of PAIs waarbij we bedrijven willen aanmoedigen om hun ESG-prestaties te verbeteren. Maar er zijn ook PAIs die we in overweging willen nemen, maar waarover momenteel heel weinig gegevens beschikbaar zijn. Bedrijven moeten daarom worden aangemoedigd om gegevens te publiceren. Uiteindelijk zullen de Europese verplichting voor duurzaamheidsrapportage, de Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) en andere soortgelijke regelingen wereldwijd, dit verplichtstellen.’

**King:** ‘De PAIs zijn geen nieuwe stukken informatie. Wat er volgens mij verandert, >

is dat fondsbeheerders voor het eerst specifiek kijken naar een aantal van deze indicatoren op fondsniveau. Dat zal leiden tot gedragsverandering met misschien onbedoelde gevolgen. Een paar bedrijven die het gemiddelde van een beleggingsportefeuille scheefftrekken, zullen meer verkocht worden dan bedrijven die dat niet doen.'

**Simons:** 'Als drempels te snel worden vastgesteld, komt een bedrijf dat op het punt staat te transformeren misschien niet in aanmerking voor een belegging. Deze bedrijven hebben het potentieel om de uitzonderlijke rendementen te leveren die wij nastreven.'

**Verwachten jullie dat er een trend zal ontstaan van eigen ESG-scores die door asset managers of asset owners worden ontwikkeld en die in beleggingen worden geïntegreerd, in plaats van standaard ESG-ratings van de dataleveranciers?**

**Mnatsakanian:** 'Er is al sprake van zo'n trend. De meeste vermogensbeheerders, vooral actieve, hebben hun eigen forward-looking ESG-scores. Ze kunnen hun eigen opvattingen toepassen, verschillende gegevens combineren, engagementresultaten opnemen en hun eigen analyses inbrengen. Dat komt allemaal samen in de eigen score. Ik denk dat dit gangbaar wordt op de markt omdat de standaardratings te veel backward-looking zijn.'

**'Er zullen inderdaad meer eigen ESG-scores ontwikkeld worden. Maar het helpt asset owners niet als hun verschillende managers allemaal een eigen score hebben.'**

**'Als drempels te snel worden vastgesteld, komt een bedrijf dat op het punt staat te transformeren misschien niet in aanmerking voor een belegging.'**

**Knol:** 'Uit een onderzoek van Square Well Partners uit maart 2021 blijkt dat dertig van de vijftig grootste vermogensbeheerders in de wereld hun eigen ESG-score hebben ontwikkeld. Dat vond ik een interessant gegeven, net als het feit dat twintig vermogensbeheerders meer dan vier externe ESG-ratingbureaus gebruiken. De eigen ESG-score is dus waarschijnlijk mede gebaseerd op de input van andere organisaties.'

**Kieselstein:** 'Er zullen inderdaad meer eigen ESG-scores ontwikkeld worden. Maar het helpt asset owners niet als hun verschillende managers allemaal een eigen ESG-score hebben. Asset owners willen een standaardscore, wat een probleem is omdat de standaardscore niet hetzelfde is als een eigen managerscore. Omdat asset owners een standaard nodig hebben, zullen zij wellicht hun vermogensbeheerders vragen om hun beleggingsprocessen te gaan veranderen. Deze ontwikkeling zou een uitdaging voor de beleggingsindustrie betekenen.'

**Zandbergen:** 'Daar ben ik het mee eens. Dat is de reden waarom wij nu nagaan of we sommige van onze frameworks kunnen delen met klanten en academici. Ten eerste om die frameworks beter te maken, maar ten tweede om ervoor te zorgen dat onze klanten ze daadwerkelijk kunnen gebruiken. Wij willen ons ontwikkelen, want duurzaamheid is niet statisch. Het verandert met de tijd. Om dat goed te kunnen monitoren zijn gegevens nodig. Als we geen gegevens of informatie kunnen vinden die goed genoeg is, bouwen we die zelf. Dat doen we al jaren. We hebben ons eigen SDG-kader gebouwd en zijn ervan overtuigd dat dat het beste is. We kijken nu naar een biodiversiteitsframework, ook voor toekomstgerichte klimaatmetriek en dat soort dingen.' ■

## IN HET KORT

De meeste vermogensbeheerders zijn ervan overtuigd dat het integreren van ESG in het beleggingsbeleid essentieel is om op lange termijn sociaaleconomische impact te kunnen creëren en tegelijkertijd voor een goed rendement te zorgen.

Het Sustainable Finance Action Plan van de Europese Unie zet de markt aan het denken en dat is positief. Maar wat de uitvoering betreft, is het echt een uitdaging.

Als het in het kader van ESG-beleid over meten gaat, heeft de markt nog veel educatie en verbetering nodig.

Er moet voor worden gewaakt te veel macht in handen te leggen van ratingbureaus.

Asset managers zullen meer eigen ESG-scores ontwikkelen. Er is al sprake van een trend.

# Innovatiebeleid: risico's gesocialiseerd, winsten geprivatiseerd

**Sinds de Great Financial Crisis (GFC) van 2007-2009 zijn de Europese overheden een grotere rol gaan spelen in het financieren van startende ondernemingen. Met name innovatieve start-ups wil de EU stimuleren. In Nederland is voor dat doel het Nationaal Groeifonds (met 20 miljard aan subsidies!) opgericht. Is dit doelmatig en wat zijn de maatschappelijke gevolgen?**

Voor de GFC was het merendeel van het kapitaal voor startende ondernemingen in Europa nog afkomstig van financiële instellingen. Na deze periode nam de financiering vooral vanuit banken en verzekeraars sterk af. In 2010 kwam de EU daarom met het 'Capital Markets Union Action Plan, Venture EU'. Het idee hierachter was dat de financiële markten in Europa vooral bij de financiering van innovatieve start-ups niet goed functioneerden.

Hoe is de situatie nu? Traditioneel zijn Europese bedrijven aanzienlijk meer afhankelijk van bankfinanciering dan Amerikaanse en ook vele Aziatische bedrijven. Betekent dit nu dat niet-bankfinanciering in de vorm van bijvoorbeeld Venture Capital voor niet-beursgenoteerde bedrijven in Europa sterker ontwikkeld is? Recente cijfers laten zien dat Venture Capital-investeringen in de Verenigde Staten, maar ook in landen als Singapore, China en India, als percentage van het bbp meer dan tien keer zo hoog zijn als in Europa. De waarschijnlijkheid dat bijvoorbeeld succesvolle Europese start-ups in de techsector door Amerikaanse bedrijven worden opgekocht, is dan ook aanzienlijk groter dan andersom.

De noodzaak voor Europa om het gebrek aan beschikbare financiering voor innovatieve start-ups te adresseren, is evident. Wat gebeurt er echter met (deel)financiering van innovatieve bedrijven door overheden als die bedrijven succesvol zijn?

Ter illustratie van overheidssteun aan bedrijven die uitermate succesvol zijn geworden: ASML

en Tesla. Rond 2000 zag ASML het licht, als afsplitsing van Philips. De start van ASML werd mogelijk gemaakt door subsidies van de Nederlandse overheid en financiële steun van Philips. Nu werken er in Nederland circa 50.000 mensen direct en indirect voor ASML. In april 2010 ontving Tesla een zachte lening van de Amerikaanse overheid van 465 miljoen dollar tegen 2% rente. In juni van datzelfde jaar ging Tesla naar de beurs en een decennium later is Elon Musk een van de rijkste mensen ter wereld.

Vooraanstaande economen als Mariana Mazzucato en Rebecca Henderson hebben gewezen op het feit dat disruptieve innovaties voor een belangrijk deel door overheidsgelden worden gefinancierd. En dat overheden moeten zorgen dat de rendementen op succesvolle innovatieve financieringen ook aan het publiek ten goede komen. Start-ups gaan regelmatig failliet. Met Venture Capital krijgen overheden de rendementen op de start-ups die wel succesvol zijn. Bij subsidieverlening is er geen rendementsverdeling.

Hoe zit dit met het Nationaal Groeifonds? Is dat fonds doelmatig en maatschappelijk 'fair'? Financiering middels het Nationaal Groeifonds verloopt in de vorm van subsidies. Subsidies vallen onder Europese regelgeving, hetgeen betekent dat ze voor 50% lineair moeten worden gematcht met private gelden. Aangezien het Nationaal Groeifonds voor een project een ondergrens hanteert van € 30 miljoen aan investeringen, betekent dit dat er voor € 15 miljoen of meer aan privaat kapitaal moet worden opgehaald. Dit is in de nogal onderontwikkelde markt voor start-ups in Nederland een hele lastige. Dan maar uitwijken naar de VS en daar voor start-up financiering aankloppen? Dat was nu net niet de bedoeling. Waarom is er geen Venture Capital-fonds dat volgens het Europese Capital Markets Union Action Plan voor 70% met overheidsgeld mag worden gefund in plaats van een subsidieregeling? Dat is doelmatiger en zo voorkom je ook dat de risico's worden gesocialiseerd en de winsten worden geprivatiseerd. ■



Door **Thijs Jochems**,  
Adviseur en Private  
Investor

# Duurzaamheidsagenda alleen zinnig als die richting geeft

De Sustainable Development Goals blijken niet het meest geschikte instrument om 's werelds duurzaamheidsagenda uit te voeren. De weg voorwaarts is gelegen in minder complexiteit en meer actie.

Door Hans Stegeman

De in 2015 aangenomen en in 2030 te behalen Sustainable Development Goals (SDGs) zijn niet meer weg te denken als agenda voor 's werelds duurzaamheidsambities. De gedachte achter de SDGs was dat het, door concrete doelen te stellen en een eindjaar te bepalen, mogelijk zou zijn om meer richting te geven aan de duurzaamheidsagenda, alsook om meer kapitaal te mobiliseren om die agenda te realiseren. Getuige alle private fondsen die bijdragen aan het promoten van de SDGs en de aandacht die ervoor is, zou je ook denken dat dit een groot succes is.

## Teleurstelling

Halverwege de termijn waarin ze behaald zouden moeten worden, kunnen we constateren dat er al twee jaar op rij mondiaal weinig voortgang is (Sachs et al, 2022). De COVID-19-pandemie zorgde voor stagnatie. Er valt zelfs weer een toename van de armoede te constateren. Daarbovenop worden ecologische grenzen steeds verder overschreden. En de energie- en voedselcrisis waar de wereld na het losbarsten van de oorlog in Oekraïne, in is beland, biedt weinig hoop op vooruitgang. Niemand die nog gelooft dat de doelen in 2030



kunnen worden gehaald.

Dat ligt niet alleen aan externe ontwikkelingen. We kunnen namelijk ook concluderen dat de SDGs niet het meest geschikte instrument zijn om de mondiale duurzaamheidsdoelen te realiseren. Dit komt door de aard van de duurzame ontwikkelingsdoelen, maar het heeft ook veel te maken met wensdenken over duurzame financiering.

## Vier grote problemen

Een viertal grote manco's zorgt ervoor dat de doelen niet werken:

- Ontkenning van de complexiteit en de samenhang.
- Blindheid voor een mogelijk afruilen van de doelen onderling.
- De illusie van maakbaarheid.
- De onmogelijkheid om de SDGs te financieren.

Zeventien doelen met 169 subdoelen zijn een onmogelijke hoeveelheid. De

essentie van de SDGs is dat ze allemaal met elkaar samenhangen. Duurzaamheidsproblemen zijn complex en gecompliceerd (Andersson and Tönberg, 2018). Niet alleen is een duurzaamheidstransitie ingewikkeld, ze hangt ook van vele factoren af. Dan kan je wel op allerlei indicatoren – die inderdaad belangrijk zijn – trachten te sturen, maar het is een illusie te denken dat je daarmee precies de causaliteit kan achterhalen of de richting exact kunt beïnvloeden. Dat hoeft niet erg te zijn, zolang je maar accepteert dat je holistisch naar alle elementen kijkt. Het gaat echter mis als de overheid en het bedrijfsleven menen te kunnen 'shoppen' in de SDGs en dan die doelen kiezen die goed uitkomen, omdat ze weergeven wat ze toch al doen. Dat ziet er misschien duurzaam uit, maar zal echt niet tot verandering leiden, vanwege een gebrek

**'Halverwege de termijn waarin de SDGs behaald zouden moeten worden, kunnen we constateren dat er al twee jaar op rij mondiaal weinig voortgang is.'**



aan samenhang met de andere doelen.

Een tweede manco zit in de contradicties en het afruilen tussen de SDGs. Het is simpelweg niet mogelijk om alle doelen te behalen. Wij, de rijke landen, halen onze relatief goede sociale score ten laste van ons milieu en ook ten laste van armere landen (Sachs, et al. 2022). Armere landen scoren vaak veel beter op de ecologische doelen, maar sociaal slecht. En als de totale economische activiteit in de wereld al te groot is voor de draagkracht van de aarde, dan is een toename ervan (SDG 8) wel goed voor een betere sociale score, maar natuurlijk nooit te verenigen met ecologische doelen. Op dit moment wordt het sociale deel van de SDG-agenda vooral behaald ten koste van de leefomgeving (Hameter, 2022). Afruilen vraagt om keuzes en een rangorde van doelen helpt daarbij.

Een derde manco van de SDGs is de gedachte van maakbaarheid. Als we maar investeren in technologie en groei, dan komt het wel goed met de verduurzaming. Groei en technologie dragen in sommige gevallen zeker bij aan een duurzame toekomst, maar heel vaak ook niet. Een vaak voorkomend fenomeen is dat technologie juist leidt tot 'terugkaats effecten'. Neem bijvoorbeeld de efficiëntere verbrandingsmotor die geleid heeft tot grotere auto's, waardoor elke milieuwinst weer teniet is gedaan.

Een laatste probleem is dat het maar niet lukt het financieringsgat van de SDGs te dichten. Werd dit

voor COVID-19 nog geschat op \$ 2,5 biljoen per jaar, inmiddels is dit opgelopen tot \$ 4,2 biljoen (OECD, 2020). Structureel gaat het om meer dan \$ 100 biljoen (Force for Good, 2022). Deels wordt het gat gevuld met overheidsgeld. Het lukt echter maar mondjesmaat om er privaat kapitaal voor te mobiliseren. Dit lijkt in contrast te staan met het toenemend aantal impactfondsen, die wel degelijk bijdragen aan de SDGs en waar in 2021 naar schatting \$ 2,5 miljard in omging (Force for Good, 2022). De meeste van die fondsen investeren echter in (bestaande) beursgenoteerde bedrijven die nu hun activiteiten labelen naar de SDGs. Daar is op zich niets mis mee, maar het levert geen additioneel kapitaal op om SDG-uitdagingen te financieren.

Bij elkaar zorgen deze manco's ervoor dat de SDGs, zelfs al zouden we sommige van de (sub)doelen behalen, geen systeemverandering opleveren. Uiteindelijk komt het er vooral op neer dat we herlabelen wat we toch al doen.

### Oplossingen

Gezien de magere successen stelde een groep wetenschappers recent voor om de SDGs op te heffen.<sup>1</sup> Een ineffektieve en complexe agenda biedt geen richting en houdt de status quo in stand, terwijl systeemverandering dringend nodig is.

Eenduidigheid en afdwingbaarheid van de agenda bieden een werkbaar alternatief. Eenduidigheid in de doelen betekent de wereld-economie terugbrengen binnen de grenzen van de aarde, een bestaansminimum

voor iedereen en, wellicht als belangrijkste, vrede om de agenda te kunnen uitvoeren.

De afdwingbaarheid gaat samen met het sturen van kapitaalstromen richting duurzaamheid. Zowel de wortel als de stok zijn daarbij nodig. Een economie binnen grenzen creëren betekent letterlijk een stokje steken voor niet-duurzame financieringen. Dit kan in verschillende gradaties: verbieden, normeren en beprijzen, door bijvoorbeeld bedrijven meer kapitaal te laten aanhouden omdat dit op termijn ook tot hogere financiële risico's leidt.

De wortel is het creëren van de juiste markten en marktomstandigheden. Dat betekent het faciliteren van privaat-publieke investeringen, dat overheden doelen stellen en eventueel risico wegnemen of sturen op inspanningsverplichtingen die duurzame uitkomsten genereren. Dit is veel tastbaarder dan een agenda van 17 doelen en 169 subdoelen, waaruit iedereen naar believen kan shoppen. Een duurzame agenda heeft alleen nut als ze richting geeft. Anders is het een vrijbrief om te blijven doen wat altijd al gebeurde. ■

<sup>1</sup> Initiative for Leadership and Sustainability: People will suffer more if professionals delude themselves about sustainable development – Letter to UN (iflas.blogspot.com)

#### Bibliografie

- Claes Andersson en Petter Tönberg (2018). Wickedness and the anatomy of complexity, Futures, 118-138.
- Capital as a Force for Good: 2022 Report, Force for Good, Londen (2022).
- Markus Hameter (2022). Economics without ecology: How the SDGs fail to align socioeconomic development with environmental sustainability, Ecological Economics.
- Global Outlook on Financing for Sustainable Development 2021, OECD, Parijs (2020).
- Jeffrey Sachs, Guillaume Lafortune, Christian Kroll, Grayson Fuller en Finn Woelm (2022). Sustainable Development Report 2022, Cambridge University Press, Cambridge.



**Hans Stegeman**

Chief Investment Strategist,  
Triodos Investment Management

## IN HET KORT

De SDGs geven de mondiale duurzaamheidsagenda weer. Ze spelen een steeds belangrijkere rol bij impact investing.

Het probleem is dat de agenda te weinig richting geeft. Hierdoor zijn de doelen halverwege uit zicht geraakt.

Een eenvoudiger en serieuzer agenda is de oplossing.

# ESG: woningen vormen een betere investment case

Syntrus Achmea Real Estate & Finance verduurzaamt in opdracht van BPL Pensioen op grote schaal oudere huurwoningen. Mark Rosenberg (BPL Pensioen) en Jeroen de Graaf (Syntrus Achmea) leggen uit waarom. 'We laten op alle ESG-factoren en onderliggende deelfactoren hogere scores zien dan de benchmark.'

Door Harry Geels

## Waarom is duurzaamheid zo'n belangrijk thema voor BPL Pensioen?

**Mark Rosenberg:** 'Duurzaamheid is voor ons pensioenfonds al jaren een onderscheidende factor en we geven daar door de tijd heen steeds meer invulling aan. We hantieren bewust de slogan 'Een groen fonds voor de groene sector.' We willen hierdoor de herkenbaarheid van ons fonds vergroten. Bij elke beleggingscategorie houden we rekening met duurzaamheid, al wordt dat regelmatig op andere manieren ingevuld. Bij EMD sluiten we bijvoorbeeld al jaren landen uit waar we niet mee willen worden geassocieerd. Residentieel vastgoed leent zich uitermate goed voor beleggen met een werkelijk duurzame impact.'

## Wat verstaan jullie precies onder duurzaamheid als het om vastgoed gaat? ESG, Impact Investing, CO<sub>2</sub>-neutraal of anderszins?

**Rosenberg:** 'Er is de laatste tijd ook wel

kritiek op het ESG-concept. De leveranciers van data trekken verschillende conclusies over dezelfde bedrijven en sommige beheerders zijn niet zo ESG-proof als ze beweren. In Florida heeft gouverneur Ron DeSantis het rekening houden met ESG-overwegingen bij het beleggen van staatspensioenen zelfs verboden. Niettemin denken wij dat duurzaam beleggen bij ons past en toegevoegde waarde heeft. Metastudies wijzen uit dat je met ESG-beleggen een betere risico-rendementsverhouding kunt realiseren. Maar zelfs als dat niet zo zou zijn, moet een bestuur van een pensioenfonds besluiten nemen die in het langetermijnbelang zijn van de deelnemers. Een duurzame samenleving is zo'n belang. Voor de duidelijkheid: het is mogelijk om zowel een goed financieel resultaat te behalen als duurzaam te beleggen. Dat tonen onze resultaten ook aan. Woningen lenen zich specifiek voor beide doelen: ze bieden zowel een prima investment case met goede rendementen en stabiele kasstromen als de mogelijkheid om de samenleving duurzamer te maken. Wij hebben bewust gekozen voor woningen in Nederland, waarbij we qua huurniveau complementair willen zijn aan de woningcorporaties.'

**Jeroen de Graaf:** 'Inderdaad, binnen de woningportefeuille van BPL Pensioen loopt een grootschalig verduurzamingsprogramma. De filosofie is dat verduurzaamde woningen energetisch beter zijn, waardoor ze toekomstbestendiger zijn. Dat verdient zich uiteindelijk terug door de waardeontwikkeling. De huurders krijgen een comfortabeler huis met lagere energielasten. Dat is zeker in de huidige tijd een enorme pre. Naast het verduurzamen hebben we de afgelopen jaren ongeveer 1.250 energieneutrale woningen aan de beleggingsportefeuille toegevoegd. We leggen hierbij de duurzaamheidsambities zorgvuldig vast in het ESG-beleid. Binnen het Environmental gedeelte van ESG concentreren wij ons op het verlagen van de CO<sub>2</sub>-uitstoot, op klimaatrisico's en op biodiversiteit. Bij Social kijken wij bijvoorbeeld naar de sociale impact die woningen kunnen hebben, zoals betaalbare huisvesting, huurderswelzijn en sociale partnerships met gemeenten. In Amsterdam wordt door participatie in Stadsgoed geïnvesteerd in de verbetering van het Wallengebied, waarbij het veranderen van de huidige bestaande monocultuur het doel is. Hierdoor worden nieuwe bewoners en ondernemers aangetrokken.'

**'Op basis van onze routekaart weten we dat we ten opzichte van 1990 zo'n 38% CO<sub>2</sub>-emissies hebben gereduceerd. De tussendoelstelling is een halvering in 2030.'**

## Waarom kiezen jullie nadrukkelijk voor het verduurzamen van bestaande woningen? Is er iets te zeggen over 'embodied carbon'?

**Rosenberg:** 'We belegden vroeger ook wel in winkelcentra en kantoren. De uitdagingen op het gebied van ESG, spreiding, economische cycli, de daarmee samenhangende volatiliteit en dergelijke zijn hier groter. Woningen vormen een betere investment case voor ons, zowel financieel als op het gebied van duurzaamheid. Er ligt naast het investeren in nieuwe woningen een focus op onze bestaande woningen, die wij in de loop der tijd steeds verder verduurzamen. Als een belegger écht veel impact wil bewerkstelligen, moet hij heel oude woningen opkopen en die verduurzamen, al dan niet door ze eerst tegen de vlakte te gooien. Daarbij moet inderdaad een weloverwogen afweging worden gemaakt op basis van onder meer embodied carbon. Maar dat is vanwege onze bestaande portefeuille dus minder aan de orde.'

**De Graaf:** 'Wat betreft het Klimaatakkoord van Parijs hebben we voor BPL Pensioen sinds 2020 een CO<sub>2</sub>-emissie routekaart, waarop een route is uitgestippeld die, rekening houdend met aankopen, verkopen en onderhoud, de woningportefeuille in 2050 naar CO<sub>2</sub>-neutraal brengt. Op basis van deze routekaart weten we dat we ten opzichte van 1990 zo'n 38% CO<sub>2</sub>-emissies hebben gereduceerd. De tussendoelstelling is een halvering in 2030. We houden daarbij ook rekening met de embodied carbon. In dit kader hebben we ook een strategie gericht op houtbouw in plaats van bouwen met beton. Hout is een bouwproduct dat tijdens de levensduur CO<sub>2</sub> opslaat, 80% minder transportbewegingen behoeft en ook nog een bijdrage levert aan snellere bouw van nieuwe woningen. Tevens wordt bij de verduurzaming van de bestaande woningportefeuille scherp gekeken naar circulariteit. Dit jaar wordt bij een woningbelegging voor het eerst een kozijn toegepast dat bestaat uit 100% gerecycled kunststof.'

## Wat is de rol van Syntrus Achmea bij het verduurzamen van de BPL-woningen?

**Rosenberg:** 'We hoeven hier zeker niet bescheiden te zijn. Syntrus Achmea is nu bezig om 1.900 woningen van ons te verduurzamen. Dat is een van de grootste operaties in de Nederlandse pensioenwe-

reld. Daarnaast hebben we natuurlijk samen de eerdergenoemde routekaart bepaald en ons daaraan gecommitteerd. Gelukkig hebben we in Syntrus Achmea een partner gevonden die invulling kan en wil geven aan onze doelstellingen. Ze komen met grote regelmaat met adviezen en proposities. Die nemen we natuurlijk niet altijd één op één over, maar ze leiden wel altijd tot zinvolle discussies in het bestuur en regelmatig ook tot nieuwe investeringen. Syntrus Achmea weet na al die jaren ook wel wat ze wel en niet aan ons voor kunnen leggen.'

**De Graaf:** 'Met de genoemde voorbeelden kun je je als institutionele belegger in vastgoed prachtig profileren richting je achterban. Financieel rendement gaat hand in hand met maatschappelijk rendement. Binnen de wereldwijde duurzaamheidsbenchmark voor vastgoed, GRESB, is BPL Pensioen binnen de peer-group non-listed woningbeleggers vorig jaar als nummer 3 van Europa geëindigd. Ook worden tevredenheidsonderzoeken onder de bewoners verricht. Ze leveren zeer goede resultaten op. Verduurzaamde objecten scoren hier beduidend beter. Wat betreft de rendementen geldt natuurlijk dat de kosten voor de baten uitgaan. Projecten in uitvoering leiden kortstondig tot een underperformance. Na realisatie laten ze een outperformance zien. Inmiddels is het aandeel energielabel A verdubbeld naar 60%. Dat is erg goed voor een omvangrijke beleggingsportefeuille met een lang trackrecord.'

## Wat zou de overheid moeten doen om verduurzaming van de woningmarkt te versnellen?

**Rosenberg:** 'Helaas lopen we in Nederland bij veel nieuw- en verbouwprojecten allerlei vertragingen op, onder andere door de traditioneel overvloedige bezwaarprocedures, langdurige gemeentelijke procedures en de nieuwe huurbepalingen. Dat is schadelijk voor de verduurzaming die wij nastreven.'

**De Graaf:** 'Zeker met alle nieuwe overheidsregels, vooral gericht tegen de uitwassen van een deel van de particuliere beleggers, is het nu moeilijk om voor een institutionele belegger op een verantwoorde wijze projecten te acquireren. Het overheidsbeleid heeft hierbij een averechts effect op de beoogde woningbouwproductie.' ■



**Mark Rosenberg**

Pensioenfondsbestuurder en Specialist Vermogensbeheer, BPL Pensioen



**Jeroen de Graaf**

Portfolio Manager, Syntrus Achmea Real Estate & Finance

## IN HET KORT

Het is mogelijk om met het verduurzamen van woningen zowel een goed financieel resultaat te behalen als duurzaam te beleggen.

Verduurzaamde woningen zijn toekomstbestendiger en dat verdient zich terug door de waardeontwikkeling.

Bestaande woningen verduurzamen is de beste manier om impact te hebben.

Houtbouw en circulariteit kunnen bijdragen aan de verduurzaming van woningen.

Verduurzaamde woningen scoren beduidend beter in tevredenheidsonderzoeken.

Nieuwe overheidsregels en lange procedures zorgen voor een vertraging van verduurzamingsprojecten en hebben een averechts effect.

# Repositioning to a circular economy

Our rate of consumption is a massive driver of our carbon footprint and strained supply for natural resources. A circular economy is the solution and has increasing relevance to business success.

By *Travis Tucker and Benedicte Mougeot*

## Why a circular economy?

With today's stressed supply chains and elevated commodities prices, Figure 1 is food for thought. It shows that globally, we consume more than 12 metric tons of natural resources per person, which means an increase of 40% in less than two decades. Cumulatively, that's about 1.8 earths each year, or 80% more resources than the planet can regenerate<sup>1</sup>. High income countries rely on two-fifths of their materials from elsewhere in the world. Yet as can be seen by the doubling in consumption from upper middle income countries such as China, demand will continue to grow with the middle classes of Asia and elsewhere.

A more circular economy is the only legitimate solution to this growing problem. This means extending the lifecycle of products and reusing materials along the supply chain – both of which should ultimately lower input costs for businesses in the long-run. Achieving a more circular

economy has far-reaching benefits, making it a priority under the UN Sustainable Development Goals (SDG 12). Currently, the global rate of recovered materials as a percentage of materials used, or the rate of circularity, is less than a tenth. Accordingly, 70% of greenhouse gas emissions are directly linked to the extraction, transportation and use of materials. Doubling the circularity rate would reduce our global carbon footprint by 40% versus current trajectories.<sup>2</sup>

This is particularly important as governments rethink efforts to decarbonise their economies amidst an energy supply crunch. Due to rising energy prices some governments have resorted to increasing fossil fuel subsidies to compensate, or even worse, firing up coal plants – one of the worst contributors to CO<sub>2</sub> emissions. Increased focus on energy independence should incentivise clean energy investment over the long run, since locally generated renewable energy means less reliance on

other countries for supply. However, burning dirtier fossil fuels now is only taking us further away from a path to limit climate change. At scale solutions beyond renewable energy are urgently needed. Transitioning to a more circular economy has as big a potential impact as any and will drive much broader sustainability benefits.

## Business incentives

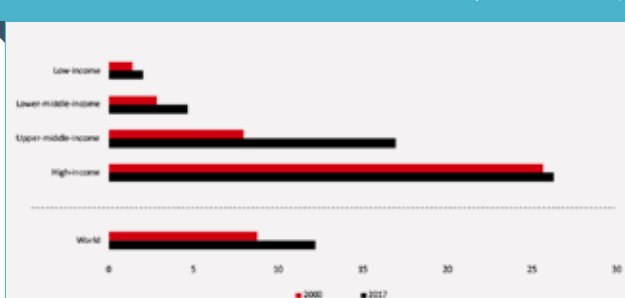
Importantly for companies and investors, increasing circularity can also improve the bottom line. For instance, the four million tons of solar panels currently installed worldwide account for over 40,000 tons of

waste. Given the energy transition needed, we could reach 60 million tons of solar panels mounted over the next few decades. Recycling those panels as they reach their end of life could provide \$ 15 billion worth of materials for two billion new panels.<sup>3</sup> Furthermore, silicon from solar panel waste can be repurposed for lithium-ion batteries, presenting an opportunity to offset initial costs and supply another industry hampered by scarcity of input materials, namely electric vehicles.

Tesla recently indicated it is considering direct involvement in lithium mining due



FIGURE 1: MATERIAL FOOTPRINT PER CAPITA (METRIC TONS)



Source: United Nations Department of Economic and Social Affairs (2020).

to supply constraints driving spot prices for the vital battery input ten-times above the cost of extraction.<sup>4</sup> This pricing pressure is more than a short-term challenge. Figure 2 shows demand for the metal will be literally off the charts, at 26 times the level of consumption in the 2030s compared with the last decade if net zero ambitions are to be achieved by 2050.

A similar outlook can be seen for other metals and minerals that are key to the energy transition: an average five-fold increase in demand. The impact of such consumption of finite resources whose intended use is to help save the planet is not lost on business leaders. Tesla's management has also emphasized increased recycling efforts to create a more circular business model less vulnerable to supply stresses.

The EU has taken the lead in championing the transition to a circular economy, implementing supportive policies under its new 'Circular Economy Action Plan' adopted in 2020. These policies are grounded in expectations of boosting economic output by driving business innovation. A

recent study identified potential to increase EU GDP and generate nearly a million new jobs by 2030.<sup>5</sup>

A shift in consumer preferences supports this approach. Shoppers today are choosing brands and products with better sustainability credentials, preferring clothing brands, for instance, that prioritise durability and recycling of their materials. Over half of consumers are willing to change their purchasing habits to help reduce negative environmental impacts.<sup>6</sup>

### Investment implications

Across industries, companies are rethinking wasteful business models. Those leading such change are building more efficient businesses, thus improving profitability while often strengthening their brand image and customer loyalty. Alongside industry leaders are those enabling it via the products or technology to support it, such as circular packaging and shipping solutions.

Technology has been a facilitator, enabling better engagement with customers across the product life cycle

and supporting opportunities for repair and re-use programs. Likewise, resale platforms are quickly growing in popularity, with the fashion resale market for instance, expected to double to over \$ 55 billion in the next three years alone<sup>7</sup>. Exemplifying the staying power of this shift, an overwhelming four-fifths of those who have purchased used products plan to continue to do so.<sup>8</sup> Separately, product sharing platforms are challenging the traditional approach of ownership altogether. 70% of Gen Z and Millennials have already tried or want to try renting products instead of purchasing.<sup>9</sup>

The transition to a circular economy is in its early stages. The historical practice of high-income countries consuming natural resources largely sourced from poorer countries is unsustainable. Leaders in this transition have much to gain by adopting business models that can improve supply chain resiliency along with the bottom line in the long run. Increasingly supportive government policies should only make circular business models even more advantageous. ■



**Travis Tucker**

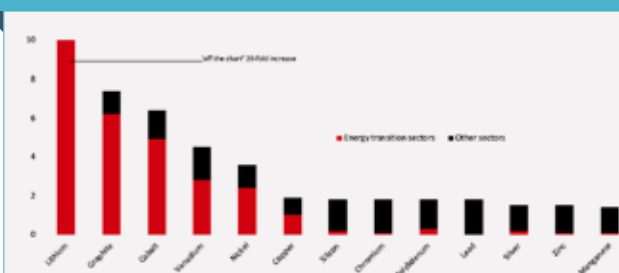
Senior Manager  
Research & Insights,  
HSBC Asset Management



**Benedicte Mougeot**

Head of Climate Equity,  
SRI Equity Fund Manager,  
HSBC Asset Management

**FIGURE 2: DEMAND FOR CRITICAL ENERGY TRANSITION METALS TO INCREASE SHARPLY (RATIOS, 2030S AVERAGE CONSUMPTION RELATIVE TO 2010S AVERAGE)**



Source: IMF World Economic Outlook (October 2021). Any forecast, projection or target where provided is indicative only and not guaranteed in any way. HSBC Asset Management accepts no liability for any failure to meet such forecast, projection or target.

- 1 The Global Footprint Network (GFN), 2022.
- 2 2021 Circularity Gap report, Circularity Gap Reporting Initiative.
- 3 Bloomberg Intelligence, November 2021.
- 4 Tesla Inc Q1 2022 Earnings Call, 20 April 2022.
- 5 Cambridge Econometrics, Trinomics, and ICF (2018), Impacts of circular economy policies on the labour market.
- 6 IBM Institute for Business Value, 2021. Research Insights Report – Meet the 2020 consumers driving change.
- 7 McKinsey & Company, The Business of Fashion, 2022 – The State of Fashion 2022.
- 8 IBM Institute for Business Value, 2020. Research Insights Report – Meet the 2020 consumers driving change.
- 9 IBM Institute for Business Value, 2020. Research Insights Report – Meet the 2020 consumers driving change.

#### Disclaimer

The commentary and analysis presented in this document reflect the opinion of HSBC Asset Management on the markets, according to the information available to date. They do not constitute any kind of commitment from HSBC Asset Management. Consequently, HSBC Asset Management will not be held responsible for any investment or divestment decision taken on the basis of the commentary and/or analysis in this document.

## SUMMARY

The global rate of consumption is 80% more than the planet can sustain, and keeps growing.

This not only puts severe stress on natural resources, but also drives our carbon footprint.

A circular economy is the solution, and can improve the bottom line for businesses.

# Effective ESG investing requires materiality and intentionality

The rationale and usefulness of investing in ESG are increasingly being questioned. Was its remarkable rise in popularity just a fad? Certainly not, as is made clear when we examine what makes ESG necessary and effective.

By *Habib Moudachirou and Mamadou-Abou Sarr*

ESG investing has dramatically grown over the last few years, driven by regulation, market demand, investors' and stakeholders' requests. Financial firms have been expanding their sustainability efforts as part of their long-term strategies.

This popularity came with great scrutiny, exemplified by criticisms pointing to a lack of standardization, greenwashing concerns and doubts on links between ESG and financial performance. These legitimate concerns called for answers, not only to increase the effectiveness of ESG investing, but also to safeguard its credibility with investors.

## ESG backlash? The green elephant in the room

'ESG investing is ineffective,' 'not practically measurable,' 'the acronym is out-

dated,' 'it detracts from the financial performance,' summarize some of the objections to ESG. In recent months, in the US, these whispers led to law proposals by a few states, including Florida, Texas and Indiana. The proposed laws seek to bar investment firms from managing state pensions, citing either that 'ESG investing is a breach of fiduciary duty' or that 'ESG investing shuns companies in sectors that are vital for the economy' of said states.

We believe that ESG investing cannot be viewed as a homogenous field. There has been a tremendous evolution from the early years of basic exclusionary approaches to ESG. Investment firms today employ approaches that are essentially iterations of three primary approaches: SRI, Impact Investing and ESG



Integration. In our organization, we break down ESG evolution into three 'I' areas: Information, Impact and Integration. Typically, SRI investing involves exclusions to an investment universe based on moral or religious criteria which relies on good corporate disclosure (Information). Conversely, Impact Investing often focuses on combining the financial objective (profit) with a desired social, economic or environmental outcome (purpose). Lastly, ESG Integration takes a holistic approach by combining both financial and non-financial objectives to mitigate risks and improve returns.

Though compelling, abundant research on the fiduciary duty argument finds that companies that incorporate material sustainability issues add long-run

value to their profitability. Arguably, the current societal transition makes it untenable for businesses to continue opposing shareholder primacy and stakeholder capitalism. Shareholder primacy is a shareholder-centric form of corporate governance focused on maximizing shareholder value, while stakeholder capitalism is a system in which corporations are oriented to serve the interests of all stakeholders. In the long-term, stakeholder capitalism and shareholder primacy can be said to have a symbiotic relationship: absent of that realisation, value created at the expense of the non-investor stakeholders may be short-lived.

## ESG materiality, the key to financial performance?

ESG is not a separate asset class, nor does it make portfolios immune to ma-

cro crises. Both ESG and non-ESG strategies with the same investable universe have performed similarly this year. The first eight months of 2022 have seen most asset classes experience a tumultuous and downward trend, amid inflationary pressures caused by widespread supply-chain disruption and an energy and commodity crisis intensified by the war in Ukraine.

To draw conclusions on ESG financial performance, a long-term view must be considered. The year 2020 saw many ESG strategies outperform for the same reasons as they are underperforming in 2022: an information technology sector overweight and an energy sector underweight.

Portfolio construction is critical. Investors recognize that material ESG matters may have a direct financial impact on companies' balance sheets and investment portfolios as vectors of risks and opportunities. That said, not all ESG issues are financially material. One must identify and integrate the relevant metrics in the invest-

ment process, following a recognized standard.

The Sustainability Accounting Standards Board (SASB) materiality map has been increasingly adopted by asset owners as their reporting framework, following SASB's suite of industry-specific ESG focused standards that have a financial impact. This idea stems from the realisation that every sub-industry has its own ESG issues that matter. An investment solution that focuses on ESG materiality may be well positioned to deliver added long-term value.

### Intentionality as a remedy to greenwashing

As greenwashing continues to make headlines, pressure is mounting for fund managers to prove their truthfulness to investors about their ESG-labeled products. Recently, Morningstar removed over 1,200 funds, worth \$ 1 trillion, from its ESG funds list. The SEC has begun to levy fines over ESG claims, putting all managers on notice. Last year, the German regulator BaFin initiated a probe into allegations of ESG misstate-

ments by the asset management arm of a global firm.

Regulation continues to play a key role in protecting investors. In Europe, the EU taxonomy sets a general framework for a unified classification system, while the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) requires that fund managers evaluate and disclose their financial products' ESG features. Meanwhile, the SEC calls for disclosure and justifications for ESG-labelled on products. ESG considerations must be core to the investment process, rather than an overlay: the integration of material sustainability factors into investment portfolios should be intentional rather than incidental.

### ESG is not stopping, rather will keep evolving

Corporations are finding themselves at the confluence of a climate and a societal transition. Tomorrow's winners – and survivors – will likely be the ones who will recognize and adeptly manage changes. ESG is here to stay, although the field will keep fast evolving. ■

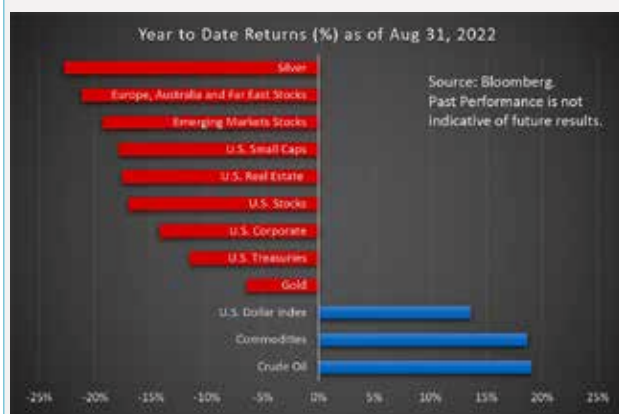


**Habib Moudachirou**  
Co-Founder and Chief Investment Officer, V-Square Quantitative Management



**Mamadou-Abou Sarr**  
Co-Founder and President, V-Square Quantitative Management

**FIGURE 1: YTD RETURNS - ESG PERFORMANCE SECTION**



Source: Bloomberg (31 august 2022).

#### Disclaimer

##### Important Information

The trends discussed herein have not been independently verified by V-Square Quantitative Management LLC ("V-Square") and should not be considered recommendations for action, offer, solicitation, or recommendation with respect to any investment service or product V-Square has no obligation to provide any updates or changes. This information contained herein has been obtained from sources V-Square believes to be reliable, but the accuracy and completeness of such information is not guaranteed, and V-Square shall not be responsible for any inaccuracy, error, or omission from such information. Recipients should not rely upon this information as a substitute for obtaining specific advice from their own professional legal or tax advisors.

All investments involve risk, including potential loss of principal invested. Past performance does not guarantee future performance. Individual client accounts may vary. ESG strategies are subject to the risks associated with their underlying investments' asset classes. The demand within markets or sectors that an ESG strategy targets may not develop as forecasted or may develop more slowly than anticipated.

More information: [www.vsqm.com/disclosures.pdf](http://www.vsqm.com/disclosures.pdf)

© 2022 V-Square Quantitative Management LLC. All rights reserved.

## SUMMARY

The rise of ESG investing is attracting scrutiny, often citing financial performance and greenwashing.

Materiality is to drive financial performance: investors recognize that material ESG issues may directly impact companies' balance sheets.

Intentionality to mitigate greenwashing: the integration of material sustainability factors into portfolios should be intentional – not accidental – to effectively deliver.

Ultimately, climate and societal transitions only reinforce the need for ESG, which will keep evolving.

# De rol van natural capital bij het behalen van de net zero-doelstellingen

‘Investeren in bosbouw is essentieel voor het bereiken van net zero.’ Dat zegt Pieter de Marez Oyens, Co-Head Global Product Strategy bij BNP Paribas Asset Management, over het belang van natural capital in beleggingsportefeuilles.

Door Jan Jaap Omvlee

Net zero is de nieuwe focus voor beleggers. Als de CO<sub>2</sub>-emissies niet snel genoeg dalen, zal de opwarming van de aarde waarschijnlijk niet beneden een stijging van 1,5 °C blijven, met alle desastreuze gevolgen van dien, waaronder extreme hitte en stijging van de zeespiegel. Om op het pad naar 1,5 °C te komen, moet de mensheid wereldwijd in 2050 de netto emissies tot 0 reduceren: net zero dus. De belangrijkste factor om dat te behalen, zijn duidelijke CO<sub>2</sub>-reductiedoelstellingen. Daarnaast is het nodig onvermijdbare CO<sub>2</sub>-uitstoot te compenseren. ‘Hierin spelen natural capital en bosbouw een cruciale rol’, aldus Pieter de Marez Oyens.

## Wat is uw rol bij BNP Paribas Asset Management en hoe manifesteert uw instelling zich op het gebied van duurzaamheid?

‘Ik werk nu bijna negen jaar voor dit bedrijf, waarvan een jaar of drie in Hong

Kong. Na Hong Kong heb ik vier jaar in Parijs gewerkt en vanaf augustus 2021 in Amsterdam. Ik ben verantwoordelijk voor het wereldwijde productaanbod. Bovendien ben ik lid van het Sustainability Committee van BNP Paribas Asset Management. Daar worden alle strategische beslissingen op het gebied van duurzaamheid genomen bij onze organisatie. Duurzaamheid is echt verankerd in onze strategie en onze beleggingsbeslissingen. Als een van de pioniers – sinds 2002, toen we ons eerste SRI-fonds introduceerden – en leiders in duurzaam beleggen in Europa willen wij bijdragen aan de verduurzaming van de financiële sector. De energietransitie, een duurzaam milieu, de bevordering van gelijkheid en inclusieve groei hebben wij daarbij als prioriteiten geformuleerd. Sustainability zit echt in de kern van onze strategie, zoals neergelegd in onze Global Sustainability Strategy van 2019.

Een belangrijk item dat vaak terugkomt is engagement. Wie zorgt ervoor dat er uiteindelijk wordt gestemd over en wordt gekeken naar klimaatkritische aspecten? Uit extern onderzoek blijkt dat enkele grote asset managers op aandeelhoudersvergaderingen als puntje bij paaltje komt helemaal niet voor, maar tegen klimaatgerelateerde voorstellen stemmen. Ons stemgedrag op aandeelhoudersvergaderingen is wel op één lijn met onze strategische focus op duurzaamheid en we lopen daarin volgens onderzoeksbureau Squarewell voorop.’

## U dicht natural capital een belangrijke rol toe bij het bereiken van de net zero-doelstellingen. Wat is natural capital en waarom is dit zo belangrijk?

‘Natural capital kan gedefinieerd worden als de voorraad natuurlijke hulpbronnen, zoals land, water en lucht, die goederen en diensten leveren voor de mens. De helft van het wereldwijde bbp hangt af van het natuurlijk kapitaal. Dat kapitaal wordt echter 1,75 keer sneller opgebruikt dan de aarde het kan regenereren, zo blijkt uit cijfers van BNP Paribas Asset Management. De wereldwijde bevolkingsgroei en de stijgende inkomens van de huishoudens doen de vraag toenemen, waardoor het dringend noodzakelijk is om beschadigde ecosystemen te herstellen. De financiële sector moet daarin een sleutelrol spelen.’

‘De helft van het wereldwijde bbp hangt af van het natuurlijk kapitaal. Dat kapitaal wordt echter 1,75 keer sneller opgebruikt dan de aarde het kan regenereren.’



‘Een van de uitdagingen is het gebrek aan consistente data. Wij proberen bij te dragen aan de oplossing door due diligence uit te voeren op verschillende data vendors.’



## CV

### Pieter de Marez Oyens

Pieter de Marez Oyens is Co-Head Global Product Strategy bij BNP Paribas Asset Management en Lid van het Global Sustainability Committee. In zijn functie is hij verantwoordelijk voor het wereldwijd definiëren, managen en positioneren van de volledige range van fondsen en mandaten van deze asset manager.

### Bosbouw bestaat al lang als asset class. Wat is hier extra aantrekkelijk aan?

‘Bosbouw is een heel aantrekkelijke asset class en dat heeft verschillende redenen. Het bevat onder meer een illiquiditeitspremie en daar is veel vraag naar op dit moment. Bosbouw heeft aantrekkelijke rendementen en heeft bovendien een hele lage correlatie met andere asset classes. De markten kunnen omhoog gaan, de markten kunnen omlaag gaan, maar bomen zijn ongeacht de richting van de markten weer een paar centimeter gegroeid. Bosbouw heeft wel specifieke risico's, zoals bepaalde ziektes, maar die zijn niet gecorreleerd aan hoe de markt zich beweegt. Ook speelt het beheren van klimaatrisico's, zoals het toenemende gevaar van brand, een belangrijke rol.

Maar er is meer. Bosbouw kan waarde toevoegen aan land, mits dit op een duurzame wijze gebeurt. Voorbeelden hiervan zijn de transitie naar duurzaam beheer,

‘Bosbouw kan waarde toevoegen aan land, mits dit op een duurzame wijze gebeurt.’

het verbeteren van de water- en luchtkwaliteit en het stimuleren van de biodiversiteit. Omdat het steeds om concrete projecten gaat, is de bijdrage heel goed meetbaar.

Daarnaast zijn er nieuwe aspecten aan bosbouw als gevolg van de toenemende focus op duurzaamheid en het formuleren van de klimaatdoelstellingen. Ten eerste is er een toenemende vraag naar duurzaam hout, bijvoorbeeld in de bouw als alternatief voor het CO<sub>2</sub>-intensieve staal en cement. Ook vanuit het perspectief van carbon credits zijn er interessante pluspunten, waaronder een hedge tegen toekomstige carboncredittarieven en carbon services voor institutionele klanten. Als je al die aspecten naast elkaar zet, is het een asset class die bijzonder aantrekkelijk is en waar beleggers naar zouden moeten kijken.

Bovendien is er een groeiend perspectief dat bijna alle klimaatscenario's zijn gebaseerd op de bijdrage van Negative Emission Technologies (NETs). Deze technologieën zijn erop gericht CO<sub>2</sub> aan de lucht te onttrekken en zijn noodzakelijk om de CO<sub>2</sub>-uitstoot die niet voorkomen kan worden, te compenseren. Op dit moment bestaan er echter nog geen NETs die op een schaalbare en betaalbare wijze voldoende CO<sub>2</sub> kunnen onttrekken aan de >

lucht. Natuurlijk blijft de eerste maatregel het zo veel mogelijk verminderen van de uitstoot in alle sectoren. Maar voor ons zijn bossen de enige bewezen technologie die de wereld tot net zero emissies kan brengen.'

### Welke barrières voor het verwezenlijken van de net zero ambities ziet u bij institutionele beleggers?

'De vraag is doorgaans hoe dit in de portefeuille moet worden geïmplementeerd en wat de consequenties zijn. Waar moet ik beginnen? Welke effect heeft dit op de verwachte risico-rendementsverhoudingen in de portefeuille? Vaak begint een gesprek over indexbeleggingen. Hoe kan je net zero nastreven met indexbeleggen? Welke rol kan engagement spelen in een indexportefeuille? Betekent een duurzame oplossing per definitie hogere kosten? Gesprekken over bosbouw vinden meestal plaats met partijen die al verder zijn.

Dan is er de uitdaging wat betreft data. Zijn de CO<sub>2</sub>-data van voldoende kwaliteit om deze te gebruiken als sturingsmiddel in de portefeuille? Is er voldoende dekking voor zowel Scope 1, 2 als 3? Wij helpen institutionele partijen met het delen van onze eigen ervaringen bij het integreren van onze net zero ambities en die van onze klanten. Daarnaast hebben wij een reeks van oplossingen die specifiek hiervoor bedoeld zijn.'

### Welke stappen zouden institutionele beleggers moeten zetten om tot net zero te komen?

'Allereerst is het goed dat er een interne discussie plaatsvindt bij pensioenfondsen over dit thema en om vast te stellen wat de doelstellingen moeten zijn op het gebied van CO<sub>2</sub>-reductie in de portefeuille. Tevens moeten tijdslijnen bepaald worden voor de verschillende asset classes voor het behalen van net zero. Het is de rol van asset managers om oplossingen hiervoor

'Voor ons zijn bossen de enige bewezen technologie die de wereld tot net zero emissies kan brengen.'

'De markten kunnen omhoog gaan, de markten kunnen omlaag gaan, maar bomen zijn ongeacht de richting van de markten weer een paar centimeter gegroeid.'

aan te dragen. Wat betreft de rol van natural capital bekijken wij meestal een aantal zaken gezamenlijk via allerlei gesprekken op verschillende niveaus. Hoe werkt natural capital in een portefeuille eigenlijk? Hoe kan je dat als pensioenfonds in overeenstemming brengen met je financiële doelstellingen? En wat is het effect van bosbouw op de risico-rendementsverhouding? Wat zijn de overall effecten? Wat betekent het voor de ESG-score en voor je daadwerkelijke CO<sub>2</sub>-footprint? Dat zijn allemaal vragen die pensioenfondsen hebben over hoe ze dit thema concreet kunnen benaderen en waarbij wij graag helpen om een antwoord te formuleren.'

### Bij gebrek aan een single data governance framework voor het verzamelen van emissiedata en zonder een methodologie voor het meten van en rapporteren over de 'temperature alignment' van hun portfolio's zijn er voor financiële instellingen veel data- en benchmarkinguitdagingen. Wat moeten institutionele beleggers doen om deze uitdagingen het hoofd te bieden?

'Een van de uitdagingen is het gebrek aan consistente data. Wij proberen bij te dragen aan de oplossing door due diligence uit te voeren op verschillende data vendors. Daarnaast nemen wij in onze methodologie voor het bepalen van ESG-scores de kwaliteit, beschikbaarheid en materialiteit van data mee alvorens een belegging al dan niet op te nemen en te bepalen met welke weging. Verder proberen wij onder meer via de Task Force on Climate Related Financial Disclosure van de Financial Stability Board bij te dragen aan meer standaardisatie in de rapportage van klimaatgerelateerde financiële informatie. Dat helpt ons als financiële sector bij het behalen van de net zero doelstellingen.' ■

## IN HET KORT

Bij het realiseren van de net zero-doelstellingen is de cruciale rol van natural capital in het algemeen en van bosbouw in het bijzonder nog onderbelicht.

Natural capital, in de vorm van bosbouw, is een aantrekkelijke asset class.

Als toonaangevende speler op het gebied van duurzaamheid probeert BNP Paribas Asset Management dit onderwerp meer onder de aandacht te brengen.

# De huurmarkt als katalysator voor de woningmarkt

**Op 6 september is het politieke seizoen weer van start gegaan. Het belooft een hete herfst te worden. Voor de toekomst van de Nederlandse woningmarkt liggen belangrijke dossiers op stapel.**

Het is volkomen terecht dat de woningmarkt hoog op de politieke agenda staat. De oplopende woningtekorten en malafide verhuurpraktijken domineren al jarenlang het debat in de samenleving. Dat deze problemen niet van vandaag op morgen kunnen worden opgelost, is evident. Maar dat betekent niet dat er geen gerichte politieke focus kan worden aangebracht met kansen voor zowel de korte als de langere termijn.

Er leeft een grote politieke wens om een deel van de vrije sector huurmarkt te reguleren. Zo zouden de huren in de vrije sector meer in het verlengde van de sociale huursector komen te liggen. Deze invalshoek vraagt om nuance. Het sociale huursegment, waarbinnen met name woningcorporaties actief zijn, wordt gerealiseerd op basis van een geheel ander (en gesubsidieerd!) verdienmodel dan de wijze waarop middeldure huurwoningen door onder meer institutionele beleggers marktconform worden verwezenlijkt en geëxploiteerd. Tot op heden wordt deze mismatch niet door iedereen voldoende (h)erkend. Door een te enge focus op het naar beneden brengen van de huren in plaats van het afstraffen van malafide verhuurders, én door de betaalbaarheid van huren niet in het grotere plaatje van 'woonlasten' (inclusief energiekosten) te plaatsen, blijven huurders en woningzoekenden vooralsnog zitten in een onafgebroken cyclus van 'pappen en nathouden'.

Gerichte maatregelen om malafide verhuurders aan te pakken, moeten te allen tijde worden genomen. Dit najaar wordt de parlementaire behandeling van het wetsvoorstel 'Goed Verhuurderschap' verwacht.

Wanneer deze wet in werking treedt, kunnen gemeenten disruptieve verhuurpraktijken direct aanpakken, zonder dat bonafide verhuurders hier de dupe van zijn. Meer zichtbaarheid tussen verschillende typen verhuurders gaat er hopelijk voor zorgen dat er meer waardering komt voor de partijen die een positieve bijdrage leveren aan de woningmarkt.

In het kader van Goed Verhuurderschap hebben ChristenUnie en PvdA een initiatiefwetsvoorstel gemaakt dat een einde moet maken aan oneigenlijk gebruik van tijdelijke huurcontracten. Behalve een einde aan de toenemende woonstress voor huurders willen politici ook de mogelijkheid voor huisjesmelkers stopzetten om elke twee jaar de huren extra te verhogen. Ik ben het er helemaal mee eens dat vaste huurcontracten voor verhuurders het uitgangspunt moeten zijn. Tegelijkertijd is het voor bonafide verhuurders belangrijk dat zij in bepaalde situaties gebruik kunnen blijven maken van tijdelijke huurcontracten<sup>1</sup>. Ook huurders en woningzoekenden zijn hierbij gebaat.

Juist de huurmarkt biedt mogelijkheden om de woningmarkt langjarig te stimuleren. In het verlengde van woningcorporaties zijn institutionele beleggers bij uitstek geëquipeerd om vroegtijdig in te spelen op kansen en mogelijkheden die de samenleving voor de lange termijn dienen. Deze kansen betreffen niet alleen het gericht aanpakken van malafide verhuurders, maar zijn zeker ook te vinden op het terrein van verduurzaming van de woningvoorraad en het creëren van aantrekkelijke en toekomstbestendige steden en gemeenschappen. Met andere woorden: alleen samen zijn we in staat meerdere vliegen in een klap te slaan. Daarom roep ik politici van links tot rechts dan ook op: onderzoek de unieke kansen die nú voorliggen en zet in op verdere stimulering. ■



Door **Elisa Bontrop**,  
Senior Beleidsadviseur  
Woningmarkt bij  
de Vereniging van  
Institutionele  
Beleggers in Vastgoed  
Nederland (IVBN)

<sup>1</sup> Voor meer informatie, zie de inbreng van IVBN op de Rondetafel Tijdelijke Huurcontracten d.d. 13 september 2022. Te raadplegen via de website van IVBN.



# Hoe ESG-beleggen tot inkeer kwam

De Financial Times kwam in de zomer met een longread over ESG, met de titel: 'How ESG investing came to a reckoning'. Het artikel leidde tot veel discussies. Wat was precies de boodschap van de Financial Times en hoe reageerden Nederlandse pensioenexperts?

Door Harry Geels

Het acroniem ESG stamt uit 2004. Toen riep de Verenigde Naties in een rapport op om voortaan meer rekening te houden met ESG-factoren bij het nemen van beleggingsbeslissingen. Het duurde even voordat het concept echte tractie kreeg. Volgens de door de Financial Times (FT) aangehaalde studie van PIMCO werd het concept tussen mei 2005 en mei 2018 in minder dan 1% van de 'earnings calls' besproken. Daarna ging het ineens snel. De financiële industrie omarmde de term en in mei 2021 werd 'ESG' in meer dan een vijfde van de earnings calls genoemd. Rond die tijd begon ook het vermogen dat gealloceerd werd naar ESG-

fondsen op te lopen. Dit jaar zal het belegde vermogen in ESG-fondsen volgens Morningstar ruim boven de \$ 3 biljoen uitkomen, wat neerkomt op een verdriedubbeling vanaf het jaar 2019.

Het gebruik van ESG kreeg een enorme boost door de uitbraak van de COVID-19-pandemie in maart 2020, toen veel beleggingsfondsen met een ESG-label relatief goede prestaties lieten zien.

Wat ESG verder heeft geholpen, is de omarming van duurzaam beleggen door de toezichhouders. Zo besloot de Securities and Exchange Commission (SEC) in mei 2020 een 'ESG-openbaarmakingskader' te creëren voor consistente en vergelijkbare informatie zonder het gebruik van een extern ratingbureau. Er was behoefte ontstaan aan meer eenduidige informatie en de SEC meende dat toezichhouders in de beste posities zaten een kader vast te stellen waarbinnen bedrijven materiële informatie bekend kunnen maken waarop beleggers kunnen vertrouwen voor hun beleggings- en stembeslissingen. Er bestond tot dan redelijk veel inconsistentie en ambiguïteit rond ESG-ratings en dat stoorde. Uit het 'Aggregate Confusion Project' van MIT bleek bijvoorbeeld dat in 5 tot 10% van de gevallen dat een bedrijf bij het ene ratingbureau in de top 5% van het ESG-klassement zat, het bij een ander ratingbureau tot de onderste 20% behoorde.

De EU was al vanaf 2019 bezig met een project om ESG scherper af te bakenen. Dat leidde in het voorjaar van 2021 tot de implementatie van de SFDR, regelgeving die vooral de vergelijkbaarheid en transparantie van duurzame beleggingsproducten beoogt te vergroten. En dat was nodig. De inclusie van ESG in beleggingsfondsen verschilt namelijk sterk per fonds, van fondsen die slechts aan uitsluitingen doen tot en met fondsen die met uitgebreide modellen bedrijven meer gewicht geven in de portefeuilles als ze hoger op ESG-criteria scoren.

## Greenwashing en oorlog

De vele benaderingen waarvan sommige losjes werden ingevuld, kwam de financiële industrie ook op kritiek te staan. Het gebruik van het begrip 'greenwashing' steeg procentueel bijna net zo snel als het gebruik van de term 'ESG'. De scepsis bereikte een hoogtepunt toen in mei van dit jaar Duitse autoriteiten op basis van een verdenking van greenwashing een inval deden bij DWS en zijn meerderheidsaandeelhouder

Deutsche Bank, met dank aan klokkenluidster Desiree Fixler die later tegen de FT zei dat zij nog steeds in het ESG-concept gelooft, maar dat 'bureaucraten en marketeers het concept kaapten en de betekenis ervan lieten verwateren'.

Ook de oorlog in Oekraïne had impact op de ESG-ontwikkelingen. Overheden moesten ineens hun kijk op het gebruik van bepaalde energiebronnen herzien. En beleggers zagen zichzelf voor de vraag gesteld welke landen ze zouden moeten uitsluiten. Mochten ze nog in China of India beleggen? Dat waren immers landen die de oorlog van Rusland tegen Oekraïne niet wilden veroorzaken en zaken met Rusland bleven doen.

Beleggers zagen zich bovendien gedwongen hun visie op de wapenindustrie te herzien. Het werd zelfs de vraag of beleggers zich nog wel ESG-beleggen zouden kunnen permitteren, gezien de uitdagingen op het gebied van energie en wapens.

Ian Simm, Oprichter van Impax Asset Management liet in de FT optekenen dat het ESG-acroniem verwarrend is. Het begrip vertroebelt volgens hem twee zaken. Allereerst geeft ESG een objectieve beoordeling van risico's en mogelijkheden, maar het brengt ook een subjectieve beoordeling van waarden en ethiek met zich mee. Mensen raken hierdoor in de knoop en hebben geen idee meer waar ESG-beleggen nu precies over gaat. Regelgeving en de daarbij behorende taxonomie brachten wel wat duidelijkheid, maar toch heeft volgens Simm iedereen bij ESG een ander beeld voor ogen. De term zou naar zijn mening zelfs mogelijk 'het einde van zijn levensduur hebben bereikt'.

### Meer regelgeving

Zou nog meer regulering ESG-beleggen niet scherper gedefinieerd kunnen krijgen? Het is in elk geval wel wat diverse toezichthouders pogen te doen, zo constateert de FT. Het Verenigd Koninkrijk en de EU plannen striktere regels voor ESG-ratingbureaus. In de Verenigde Staten heeft de SEC recent een boete van \$ 1,5 miljoen opgelegd aan BNY Mellon voor misleidende ESG-informatie. En natuurlijk houdt de industrie haar adem in wat betreft de uitkomsten van het DWS-onderzoek. De Duitse BaFin zou met striktere, nog duidelijkere regels voor het classificeren van fondsen komen, maar heeft dat voornemen nog even uitgesteld. De geopolitieke situatie zou te instabiel zijn voor een nieuwe permanente regulering. Mensen met grote zorgen om het klimaat zijn onrustig

geworden door de discussies over ESG. Ze zijn bang dat die mogelijk vertragend werken voor het behalen van de doelstellingen uit het Akkoord van Parijs.

Dat was ook de portee van een artikel dat Bloomberg publiceerde naar aanleiding van het FT-artikel, met de kop 'How ESG's reckoning may eventually pay dividends'. Todd Cort, Professor aan de Yale Universiteit en Georg Kell, Directeur van Arabesque Asset Management, stellen daarin dat de validiteit van ESG door het huidige debat niet wordt aangetast, maar dat deze er wel door wordt herschreven. 'ESG 2.0 Is in the making', zo stellen ze. Er bestaat volgens hen op korte termijn wel het gevaar dat beleggingsgeld toch minder duurzame wegen zoekt. Maar nieuwe klimaatrapporten en natuurrampen zullen de focus steeds weer naar het ESG-concept terugbrengen en dan vooral naar de E van Environment.

Een recent rapport van de NASA waarin wordt aangetoond dat de temperatuur op aarde in de laatste vijftig jaar door CO<sub>2</sub>-emissies is opgelopen met 1,1 °C is zo'n rapport dat 'de mensen weer met de neus op de feiten heeft gedrukt'.

### Driegesprek met Nederlandse experts

Is het ESG-concept, zoals Ian Simm in de FT schrijft, nu aan het eind van zijn levensduur? Of maakt het een transitie naar iets beters door, zoals Todd Cort en Georg Kell via Bloomberg stellen? Gaan we naar ESG 2.0 toe? We laten drie experts aan het woord, eerst over ESG in het algemeen en daarna over de impact van de oorlog en de invloed van de inval bij DWS op het concept.

Jan Willem van Stuijvenberg, Investment Consultant Risk, Rates & LDI, meent dat het ESG-concept afleidt van de oorspronkelijke doelstelling: het behalen van een zo goed mogelijke balans tussen rendement en risico. Beleggingen met een hoog ESG-karakter kunnen naar zijn zeggen waardevol zijn in een portefeuille, maar dienen wel enkel beoordeeld te worden op de impact in termen van rendement en risico. Het is evident dat beleggers een uitruil maken tussen rendement en risico, maar de ESG-dimensie daaraan toevoegen, werkt vanuit zijn perspectief vertroebelend.

Hans de Ruiter, Chief Investment Officer van Stichting Pensioenfondsen TNO, stelt dat ESG staat voor een breed palet aan



**Jan Willem van Stuijvenberg**

Investment Consultant Risk, Rates & LDI en Oprichter van Van Stuijvenberg Financial Services



**Hans de Ruiter**

Chief Investment Officer, Stichting Pensioenfondsen TNO



**Daan Spaargaren**

Senior Strateeg Verantwoord Beleggen, PME Pensioenfondsen

benaderingen om E-, S- en G-issues te verankeren in het beleggingsbeleid. ‘Zonder nadere duiding van hoe je dit doet en zonder nadere duiding van je ESG-doelstellingen is het weinigzeggend. Als beleggers helder zijn over hun duurzaamheidsdoelstellingen en hoe deze zijn vertaald naar het beleggingsbeleid, dan biedt dat transparantie naar alle stakeholders en kunnen beleggers daarop worden gemonitord. Dat voorkomt greenwashing.’ Volgens hem is duurzaam beleggen een aanpak waarbij ESG-factoren expliciet zijn verankerd in het beleggingsbeleid. Dit kan via uitsluiting, insluitingen, engagement, stemgedrag en impactbeleggingen. Veel beleggers combineren deze verschillende manieren in hun beleid.

Daan Spaargaren, Senior strateeg Verantwoord Beleggen bij PME Pensioenfonds, meent dat ESG-ratings deugdelijk blijven voor het beheersen van ESG-risico's. ‘Maar ESG draagt nauwelijks bij aan verduurzaming van de economie en maatschappij, omdat ESG-informatie die bijdrage door ondernemingen niet meet. Daarvoor is een heel ander soort duurzaamheidsanalyse van ondernemingen nodig.’ Bij PME Pensioenfonds werkt men ook met de belangrijkste pilaren voor MVB, zoals uitsluiting, engagement, stemmen en impactbeleggen. Die worden steeds belangrijker gevonden. Zonder aan rendement in te moeten toedie wereld beter maken door te investeren in bijvoorbeeld de energietransitie en innovatieve fondsen als DeepTech XL en Innovations Industries, is wat Spaargaren voor ogen heeft.

Heeft de oorlog in Oekraïne nu daadwerkelijk wat verandert aan het ESG-concept, of zorgt het meer voor een tijdelijke herijking van het begrip? Van Stuijvenberg vindt dat de oorlog laat zien hoe fluide het concept eigenlijk is. ‘Het is veel minder eenduidig dan zaken als rendement en risico.’ Volgens hem brengt ESG tot op zekere hoogte de politiek in het beleggingsproces, hetgeen ‘onwenselijk is’. ESG beweegt naar zijn mening onmiskenbaar mee met geopolitieke ontwikkelingen en met wat politici wenselijk achten.

Volgens De Ruiter is het concept door de oorlog echter ‘zeker niet aangetast’. Als er beleggers zijn die op basis van de oorlog nu opeens de wapenindustrie wel akkoord vinden, dan is dat wat hem betreft een aanpassing van het duurzaamheidsbeleid op basis van nieuwe inzichten. ‘Dat zegt niets

over het ESG-concept. Het zegt hooguit dat duurzaam beleggen een zekere dynamiek kent, en dat lijkt me logisch.’

Ook voor Spaargaren verandert de oorlog niets aan het concept. Ingrijpende maatschappelijke gebeurtenissen laten wel vaker een verschuiving in publieke opvatting zien, aldus Spaargaren. ‘Kijk naar de publieke opinie tijdens de pandemie ten aanzien van farmaceutische bedrijven. En na het uitbreken van de oorlog in de Oekraïne ten aanzien van de defensie-industrie.’ ESG-informatie betreft volgens hem geen publieke opvattingen in de analyse. ‘Beleggers kunnen de publieke opinie natuurlijk wel meewegen in hun beleggingsbeleid.’

Zou, tot slot, de inval van de toezichthouder bij DWS het concept nog kunnen veranderen? Van Stuijvenberg vindt dat DWS ‘net wat te ver is gegaan met greenwashing en nu terecht de neus stoot, hetgeen andere partijen zeker alerter zal maken’. Ondanks dat hij geen groot voorvechter is van ESG, vindt hij het terecht dat toezichthouders hier kordaat op acteren en er streng op toezien. ‘Als deugdelijke aanbieder dien je immers gewoon te leveren wat in de prospectus wordt beloofd.’

De Ruiter denkt dat de DWS-case, net als de oorlog in Oekraïne, niets aan het ESG-concept verandert. ‘De inval bij DWS leidt er hopelijk wel toe dat vermogensbeheerders niet langer meer knollen voor citroenen verkopen, maar ook echt doen wat ze zeggen te doen.’ Wat De Ruiter betreft, moeten vermogensbeheerders hun ESG-beleid zodanig transparant maken, dat door beleggers kan worden vastgesteld of de uitvoering in overeenstemming is met het gecommuniceerde ESG-beleid. Dit vraagt om een concrete en heldere beschrijving van het beleid met duidelijke meetbare doelstellingen.

Spaargaren verwacht dat de DWS-inval wel consequenties heeft. Het zal volgens hem leiden tot een minder vrijblijvende toepassing van ESG. ‘De claim dat ESG bijdraagt aan de beperking van klimaatverandering zal moeten worden onderbouwd.’ Ook Europese wetgeving ziet hij naar meer transparantie neigen ten aanzien van duurzame claims door beleggers. Institutionele beleggers zullen zich meer gaan richten op beleggingen in bedrijven die onderdeel willen zijn van de transitie waarvoor we staan. ‘Aangezien ESG daar niets over zegt, zal het concept minder belangrijk worden.’ ■

## IN HET KORT

ESG is vooral sinds de uitbraak van de COVID-19-crisis enorm populair geworden.

Tegelijkertijd met de stijgende populariteit van de term ESG steeg ook het gebruik van de term greenwashing.

Regelgevers zijn druk bezig de transparantie en vergelijkbaarheid van ESG-concepten te verbeteren.

De oorlog in Oekraïne heeft tot een herijking van het ESG-begrip geleid.

Of de DWS-inval tot verandering van het ESG-concept leidt, is nog onduidelijk. De meningen daarover verschillen vooralsnog.

# Lender liability: het nieuwe zwaard van Damocles?

**Doortrekking van de in het Shell-vonnis gevolgde lijn zou kunnen aanzetten tot het aannemen van lender liability. Mijns inziens is dit een onwenselijke ontwikkeling.**

Royal Dutch Shell werd vorig jaar door de Rechtbank Den Haag ertoe veroordeeld om zorg te dragen voor een reductie in de CO<sub>2</sub>-uitstoot van de Shell-groep, haar toeleveranciers en haar afnemers. De Rechtbank baseerde deze beslissing op een ongeschreven zorgvuldigheidsnorm op grond waarvan Shell verplicht zou zijn een gevaarlijke klimaatverandering tegen te gaan en de uitstoot terug te brengen in lijn met het Klimaatakkoord van Parijs. Deze ongeschreven zorgvuldigheidsnorm werd door de Rechtbank afgeleid uit mensenrechtenverdragen, breed gedragen opvattingen en internationaal aanvaarde klimaatnormen.

In mijn eerdere column over het Shell-vonnis (Financial Investigator 2021/5, p. 73) wees ik erop dat doortrekking van de lijn uit het Shell-vonnis zou kunnen leiden tot het aannemen van lender liability. Alsdan zou een bank die een lening of een kredietfaciliteit heeft verstrekt aan een onderneming die teveel CO<sub>2</sub> of stikstof uitstoot, verantwoordelijk worden gehouden voor het terugdringen van deze uitstoot en aansprakelijk zijn voor de daardoor veroorzaakte schade. Binnen de milieubeweging wordt wel gezinspeeld op het aanspreken van de banken. Concrete acties tegen banken zijn tot op heden echter uitgebleven.

Los van het feit dat het juridisch niet eenvoudig zal zijn om tot aansprakelijkheid van een kredietgever te concluderen, is het aannemen van lender liability mijns inziens onwenselijk.

Om de kredietverstrekking als onrechtmatig te kunnen kwalificeren, zal allereerst vereist zijn dat de bank bij de kredietverstrekking wist of moest weten dat de uitstoot van de door haar gefinancierde onderneming – gegeven de voor deze onderneming geldende (ongeschreven) zorgvuldigheidsregels – te hoog was. Daar-

naast zal er een causaal verband moeten zijn tussen de kredietverstrekking en de te hoge uitstoot, althans de daardoor veroorzaakte schade. In de praktijk zullen deze beide eisen een tamelijk hoge drempel opleveren voor het aannemen van aansprakelijkheid van kredietgevers.

Het aannemen van lender liability is onwenselijk omdat hier een handelen in overeenstemming met wet- en regelgeving met terugwerkende kracht onrechtmatig wordt geacht. Het is ook onwenselijk vanuit het oogpunt van eerlijke concurrentie. Als een vordering wordt ingesteld tegen een specifieke kredietgever, wordt deze benadeeld ten opzichte van concurrenten die vergelijkbare kredieten hebben verstrekt, maar die niet worden aangesproken. Ook kunnen de stabiliteit van het financiële systeem en de bereidheid van banken tot kredietverstrekking in gevaar komen als banken willekeurig in een procedure kunnen worden betrokken.

Met het aannemen van lender liability wordt helaas ook weer een stap gezet naar het aannemen van aansprakelijkheid van de aandeelhouder. Als een kredietgever – verstrekker van vreemd vermogen – aansprakelijk kan worden gehouden voor een teveel aan uitstoot, zal een aandeelhouder – verstrekker van eigen vermogen – eveneens met een dergelijke aansprakelijkheid kunnen worden geconfronteerd, zulks met voorbijgaan aan de vennootschappelijke scheidsmuren.

Het tegengaan van klimaatverandering is een nobel streven. Bij het behalen van de gestelde doelen is een belangrijke rol weggelegd voor de financiële sector. Om te bewerkstelligen dat kredietgevers meer oog hebben voor klimaatrisico's is al de nodige Europese regelgeving ingevoerd en er is nog meer op komst. In tegenstelling tot het instellen van private acties om de financiële sector te dwingen klimaatrisico's te verdisconteren in hun kredietverstrekking, wordt met deze regelgeving gewaarborgd dat elke marktdeelnemer de lasten van de bestrijding van klimaatverandering naar evenredigheid draagt. ■



Door **Prof. Mr. W.A.K. Rank**, Advocaat bij NautaDutilh te Amsterdam en Hoogleraar Financieel Recht aan de Universiteit Leiden

# Aanpak biodiversiteitsverlies heeft grote gevolgen voor beleggingswereld

Het verlies aan biodiversiteit vormt minstens zo'n groot gevaar voor de leefbaarheid van de aarde als klimaatverandering. De wijze waarop het probleem wordt aangepakt, heeft grote gevolgen voor de beleggingswereld.

Door *Michiel Pekelharing*



**Stephen Freedman**

Hoofd Onderzoek en Duurzaamheid van thematische aandelenstrategieën, Pictet Asset Management

Bij veel bedrijven lijkt de doelstelling om de CO<sub>2</sub>-uitstoot te verlagen ongeveer evenveel prioriteit te hebben als het vergroten van de omzet en de winst. Dat laat zich onder meer afleiden uit de stroom aan ambitieuze net zero-doelstellingen en uit de prominente plaats die de verlaging van de CO<sub>2</sub>-uitstoot in jaarverslagen en andere financiële publicaties krijgt. Onder druk van overheden en klanten schroeven zelfs bedrijven die van oorsprong geen affiniteit hebben met duurzaamheid toch de klimaatambities op. Als we de opwarming van de aarde willen beperken tot 1,5 °C, is het noodzakelijk dat de stijging van de CO<sub>2</sub>-uitstoot van de afgelopen decennia uiterlijk in 2025 wordt omgebogen naar een structurele daling<sup>1</sup>.



## Goed nieuws en slecht nieuws

Klimaatverandering is echter niet de enige bedreiging voor onze planeet. De focus verschuift geleidelijk naar andere risicofactoren. Met name de desastreuze gevolgen van een verlies aan biodiversiteit komen steeds meer in de schijnwerpers te staan. Die omschakeling kan ook voor de beleggingswereld grote gevolgen hebben.

Vanuit duurzaamheidsoogpunt is er wat dat betreft zowel goed als slecht nieuws, meent Stephen Freedman, Hoofd Onderzoek en Duurzaamheid van de thematische aandelenstrategieën van Pictet Asset Management. In zijn ogen is het een groot voordeel dat zijn team al veel ervaring heeft opgedaan met het maken van een vertaalslag

van wetenschappelijke inzichten naar beleid en naar de financiële wereld.

Freedman: 'Net als bij klimaatverandering zijn er inmiddels ook internationale samenwerkingsverbanden om het verlies aan biodiversiteit tegen te gaan. Het Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services (IPBES) is met de focus op biodiversiteit en ecosystemen bijvoorbeeld de tegenhanger van het Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC). Er wordt al gewerkt aan een raamwerk dat bedrijven kunnen gebruiken om de factor natuur mee te laten wegen bij bedrijfsbeslissingen, in de vorm van de Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (TNFD). En door alle aandacht voor



### DUIDELIJKE GRENZEN VOOR EEN LEEFBARE PLENEET

Het milieu van onze planeet is de afgelopen tienduizend jaar – de holoceenperiode – stabiel geweest. In het holoceen vonden ecologische veranderingen van nature plaats. Door het regulerend vermogen van de aarde bleven de omstandigheden voortduren en was menselijke ontwikkeling mogelijk. De temperaturen, het gebruik van zoetwater en de biochemische kringloop, bleven allemaal binnen een relatief smalle bandbreedte. Inmiddels zijn menselijke activiteiten, zoals het snelgroeiende gebruik van fossiele brandstoffen en geïndustrialiseerde vormen van landbouw, op een dermate hoog niveau, dat ze een bedreiging vormen voor de ecologische systemen die de aarde in het holoceen zulke goede diensten bewezen. Prof. dr. Johan Rockström van het Stockholm Resilience Centre heeft in samenwerking met andere specialisten een raamwerk ontwikkeld om deze bedreigingen in kaart te brengen. De planetaire grenzen laten zien wat de belangrijke systeemprocessen van de aarde zijn en wat de grenzen zijn waarboven onaanvaardbare milieuveranderingen kunnen ontstaan. Uit dit model komt duidelijk naar voren dat het aanpakken van het verlies aan biodiversiteit nu de prioriteit verdient.

klimaatverandering zien overheden, bedrijven en consumenten duidelijk in hoe belangrijk het is om zuinig met onze planeet om te springen. Er ligt dus al een blauwdruk voor de wijze waarop met sociale, politieke en economische maatregelen het verlies van biodiversiteit kan worden tegengegaan. Gevoelsmatig zou ik zeggen dat we in dat opzicht ongeveer zes jaar achterlopen bij de strijd tegen de opwarming van de aarde.’

Er is echter één zaak die de biodiversiteitsaanpak aanzienlijk lastiger kan maken dan de aanpak van klimaatverandering, aldus Freedman. ‘Bij klimaatverandering draait alles om slechts één variabele, namelijk de CO<sub>2</sub>-uitstoot. De opwarming van de aarde is een gevolg van de hoeveelheid CO<sub>2</sub> in de atmosfeer. Het is niet van belang waar het broeikasgas precies in de lucht terecht komt. Dat ligt bij biodiversiteit compleet anders. In de eerste

plaats speelt locatie juist een doorslaggevende rol. Op sommige plekken op de aarde is de variëteit aan flora en fauna veel groter dan in andere gebieden. Elke locatie vraagt dus om een eigen en unieke aanpak. De tweede uitdaging is om te bepalen aan de hand van welke grootte eventuele progressie wordt gemeten. Komt de focus te liggen op de verscheidenheid aan soorten, op de snelheid waarmee soorten uitsterven, of juist op een andere factor?’

Ten slotte heeft het verlies aan biodiversiteit, in tegenstelling tot de opwarming van de aarde, een veelvoud aan oorzaken, zoals overbemesting, ontbossing, vervuiling, overbevissing en de opkomst van invasieve soorten. Freedman: ‘De enige manier om het verlies aan biodiversiteit echt goed aan te pakken, is door een groot aantal milieuproblemen op te lossen. De grote vraag voor de toekomst is of die brede aanpak er ook echt komt, of dat de focus slechts op één van de oorzaken komt te liggen, bijvoorbeeld op ontbossing.’

### Een goede dialoog over biodiversiteit

Enkele partijen hebben al een schot voor de boeg gegeven voor het leggen van een link tussen natuur en financiële cijfers. De Verenigde Naties ontwikkelden bijvoorbeeld een model om een prijs te plakken op ‘natuurlijk kapitaal’, dat als asset op de bedrijfsbalans opgenomen zou kunnen worden. De komende jaren kunnen nieuwe inzichten de financiële wereld helpen de steeds gerichter maatregelen te nemen om ecosystemen te beschermen.

Freedman: ‘Wij zijn als enige asset manager uitgenodigd

om ons aan te sluiten bij het Mistra Biodiversity Finance-programma (BIOFIN). Doel van dit programma is om in kaart te brengen hoe de biodiversiteitsimpact van bedrijven gemeten en beïnvloed kan worden. Tevens komt er binnen BIOFIN aandacht voor de rol die de financiële wereld kan spelen bij de biodiversiteitsproblematiek.

Het is van belang om nu al een begin te maken met het inpassen van biodiversiteit binnen het beleggingsproces, zonder eerst de uitkomst van deze studie of andere onderzoeken af te wachten. Wij doen dat bijvoorbeeld via ons engagementbeleid. Je hebt namelijk geen harde cijfers nodig om een gesprek aan te knopen met ondernemingen over biodiversiteitsverlies. Hierdoor krijgen we nieuwe inzichten in wat er op dit vlak speelt in het bedrijfsleven. Ook in dit opzicht is er een groot verschil met klimaatverandering. In plaats van dat het thema zich beperkt tot de energiesector, krijgt bijna elke bedrijfstak te maken met de gevolgen van biodiversiteitsverlies. De wijze waarop dit probleem wordt aangepakt heeft grote gevolgen: zowel voor de beleggingswereld als voor de toekomst van onze planeet. ■

<sup>1</sup> Bron: Climate Change 2022: Mitigation of Climate Change - Intergovernmental Panel on Climate Change

FIGUUR 1: HET PLANETAIRE GRENZEN-RAAMWERK



### IN HET KORT

De focus gaat verschuiven van klimaatverandering naar biodiversiteitsverlies.

Biodiversiteit gaat een grote rol spelen in nieuwe regelgeving en bedrijfsvoering.

Beleggers kunnen via engagement nu al waardevolle inzichten opdoen qua biodiversiteit.

# Markt van green bonds nog onderbelegd

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Gegeven de sterke trend in de markt ten gunste van ESG-beleggen en Impact Investing zullen de vraag naar en de uitgifte van green bonds de komende jaren enorm toenemen. Dat komt mede doordat landen minder afhankelijk willen worden van fossiele brandstoffen en er massaal wordt ingezet op hernieuwbare energie.

### Kan er een goed gediversifieerde groene obligatieportefeuille worden opgebouwd uit bedrijfsobligaties, of zijn er nog steeds staats- en semi-overheidsobligaties nodig voor diversificatie en risicobeheer?

**Viktor Stunnenberg:** ‘De markt is nog steeds niet gediversifieerd genoeg om een beleggingsportefeuille puur bestaande uit bedrijfsobligaties op te bouwen. Groene bedrijfsobligaties worden vooral uitgegeven door financials en nutsbedrijven. Er zijn nauwelijks bedrijven uit andere sectoren die green bonds uitgeven. Er zijn enkele andere emissies geweest, maar deze bleken veelal niet groen genoeg om in te investeren. Slechts ongeveer 2% van de groene euromarkt is niet gerelateerd aan financials of nutsbedrijven.’

**Charles Portier:** ‘De Verenigde Staten vormen een groot deel van de vastrentende markt wereldwijd. Maar de groene obligatiemarkt daar is niet echt diep. Dat wil zeggen: niet omvangrijk genoeg om een groene en duurzame obligatieportefeuille op te bouwen. Dat is zorgelijk.’

**Ella Hoxha:** ‘Omdat de groene obligatiemarkt nog niet omvangrijk genoeg is, kun je diversificatievoordelen krijgen door feitelijk te alloceren naar een CO<sub>2</sub>-arme portefeuille. Je kunt staatsobligaties gebruiken om de CO<sub>2</sub>-footprint van je portefeuille te verlagen. Er zijn bepaalde diversificatievoordelen verbonden aan het opnemen van zowel traditionele nominale obligaties als duurzaamheidsobligaties.’

**Bram Bos:** ‘In een groene bedrijfsobligatieportefeuille zijn geen vervuulende sectoren aanwezig waarnaar je, zeker op de lange termijn, liever geen exposure wilt hebben. Denk aan fossiele brandstoffen, mijnbouw en chemie. Dat beperkt de diversificatie, maar zorgt er op de lange termijn voor dat je jouw portefeuille juist beschermt tegen bepaalde ESG- en klimaatrisico's. Wij denken dat het nu wel het goede moment is om een deel te alloceren naar groene bedrijfsobligaties.’

**Willem Bouwman:** ‘Voor het opbouwen van een groene obligatieportefeuille kijken wij naar sectoren waarvan we denken: ja mooi, als we daarin beleggen, dan slaan we de juiste weg in.’

### In hoeverre is actief beheer in staat om extra rendement te genereren in green bonds?

**Fred Wouters:** ‘Ik denk dat het mogelijk is om met een heel actieve handelsstrategie extra rendement te genereren. Maar omdat de meeste beleggers green bonds waarschijnlijk kopen voor de lange termijn, is dat niet echt iets waar ze naar streven.’

**Bos:** ‘Op de lange termijn zou actief beheer van een groene obligatieportefeuille extra rendement moeten genereren, maar dat is moeilijk te meten. Ik denk dat wij sinds 2016 gemiddeld zo'n 40 basispunten outperformance hebben laten zien.’

**Stunnenberg:** ‘Naast het behalen van alpha wil je natuurlijk niet beleggen in green bonds die niet echt groen zijn. Het niet investeren in obligaties die volgens ons beoordelingsraamwerk niet groen genoeg zijn, is een actieve keuze.’

**Hoxha:** ‘Wij zijn zeker voorstander van actief beheer. Maar vanwege het gebrek aan diepte in de groene obligatiemarkt, de grote vraagpremie en omdat we nog geen bewijs hebben dat er voldoende premie is om binnen te halen, denken wij dat green bonds deel moeten uitmaken van een mandje van oplossingen, niet alleen dat ene duurzame obligatiefonds.’

**Portier:** ‘Er zijn twee manieren om actief te zijn in een groene obligatiestrategie: >

### Voorzitter:

**Sevinç Acar**  
NN Group

### Deelnemers:

**Bram Bos,**  
NN Investment Partners  
**Willem Bouwman,**  
ABN AMRO  
**Ella Hoxha,**  
Pictet Asset Management  
**Charles Portier,**  
Mirova (onderdeel van Natixis Investment Managers)  
**Viktor Stunnenberg,**  
Achmea Investment Management  
**Fred Wouters,**  
Pensioenfondsen UWV



### VOORZITTER

Sevinç Acar

Sevinç Acar is Head of Public Markets bij NN Group. In deze rol is zij verantwoordelijk voor de publieke vastrentende producten en aandelen van de beleggingsportefeuille van NN. Daarvoor was zij Investment Director Fixed Income bij PGGM. Acar is ook lid van het beleggingscomité van het pensioenfonds van AkzoNobel en Nouryon. Zij heeft een Master in Bedrijfseconomie van de Universiteit Maastricht.



**Bram  
Bos**

Bram Bos is sinds 2016 Lead Portfolio Manager Green, Social and Impact Bonds bij NN Investment Partners. Voordat hij in 2015 bij NN IP kwam, bekleedde hij verschillende functies bij Uninvest, Nomura Singapore, APG en Fullerton Fund Management. Hij begon zijn carrière bij ABP. Bos behaalde zijn Master in Economie aan de Erasmus Universiteit van Rotterdam. Hij was van 2014-2018 lid van de UN PRI Fixed Income Steering Committee.



**Willem  
Bouwman**

Willem Bouwman is Senior Portfolio Manager Fixed Income Sustainable bij ABN AMRO Private Banking. Bouwman is afgestudeerd in Economie aan de Universiteit van Tilburg en is CEFA/VBA-gecertificeerd. Sinds 2012 is hij verantwoordelijk voor het beheer van de discretionaire vastrentende vermogensbeheerportefeuilles voor private banking-klanten en sinds 2018 voor de duurzame portefeuilles.



**Ella  
Hoxha**

Ella Hoxha is eind 2018 begonnen bij Pictet Asset Management als Senior Investment Manager in het Global Bonds Team. Eerder heeft Hoxha zeven jaar gewerkt bij Wellington Management als Managing Director en Fixed Income Portfolio Manager en daarvoor acht jaar bij Invesco Asset Management. Hoxha is afgestudeerd in International Finance aan de University of Westminster en is CFA-charterholder.



**Charles  
Portier**

Charles Portier is Senior Portfolio Manager binnen het vastrentende team van Mirova. Hij begon zijn carrière in vastrentende waarden in 2008 als Assistent Portefeuillebeheerder voor Natixis Asset Management. Portier ging in 2016 bij Mirova werken. Sinds 2012 is hij tevens betrokken bij beleggingen in green bonds. Verder is Portier Bestuurslid van de Green Bond Principles en is hij Medevoorzitter van de werkgroep Social Bonds.



**Viktor  
Stunnenberg**

Viktor Stunnenberg is sinds 2015 werkzaam bij Achmea Investment Management en is Lead Portfolio Manager Green Bonds. Hiervoor heeft hij gewerkt als Portfolio Manager Fixed Income bij Uninvest en Pensioenfonds Hoogovens. Stunnenberg heeft Economie en Financieel Recht gestudeerd aan de Erasmus Universiteit van Rotterdam. In 2010 heeft hij de VBA-opleiding voltooid aan de Vrije Universiteit in Amsterdam.



**Fred  
Wouters**

Fred Wouters is Senior Beleggingsspecialist en ESG Officer bij Pensioenfonds UWV. Daarnaast is hij lid van de Raad van Toezicht van Bedrijfstakpensioenfonds Mode Interieur Tapijt & Textiel (MITT). Voorheen was Wouters werkzaam als Portfolio Manager bij Kempen Capital Management en DNB Asset Management. Hij studeerde cum laude af in Economie en Finance aan de Universiteit van Amsterdam.

bottom up en top down. Een bottom up-benadering is met name gericht op de waardering van de green bond. Is die bijvoorbeeld niet te duur? Bij de top down-benadering kun je de looptijd en de regio kiezen. Bij dezelfde emittent van groene obligaties kun je de keuze maken voor bijvoorbeeld een lagere duration. Allocatie is echt de sleutel om actief te zijn in de top down-benadering.'

### **Zijn groene obligaties, gezien de volatiliteit van de markten tot nu toe dit jaar, een geschikte vervanging voor een traditionele vastrentende allocatie?**

**Bouwman:** 'Beleggers in green bonds zijn meer strategisch en op de lange termijn gericht dan traditionele obligatiebeleggers. Dat maakt het moeilijker om deze markt te betreden. Ik denk dat het erom gaat hoe je in de markt komt en hoe je het vanaf dat moment volhoudt.'

**Wouters:** 'Dat hangt af van het doel van je vastrentende allocatie. Als je obligaties in portefeuille houdt voor LDI-doeleinden is de liquiditeit van het grootste belang. Voor ons als pensioenfonds moet de beleggingsportefeuille als geheel liquide genoeg zijn en een hoge kredietkwaliteit hebben.'

### **Zijn vanwege de cruciale rol van de groene obligatiemarkt voor het bereiken van een CO<sub>2</sub>-arme economie vrijwillige normen nog steeds geschikt?**

**Portier:** 'Als je impact wilt hebben op het milieu, kun je ook in andere producten

**'Wel zien we dat het marktaandeel van green bonds is gestegen. Ik denk dat we de komende zes tot twaalf maanden een inhaalslag kunnen verwachten.'**

dan green bonds beleggen. Er zijn nogal wat bedrijven die geen groene obligaties uitgeven, maar wel een milieustrategie hebben. Denk bijvoorbeeld aan recycling- en waterzuiveringsbedrijven, die in de kern groen zijn. Investeer in die bedrijven. Zij leveren een oplossing voor veel milieu-uitdagingen. Green bonds zijn echt belangrijk als je wilt dat je geld als 'groen' wordt gemarkeerd. Dat speelt vooral bij staats- en semi-overheidsobligaties. Bij corporates is het vooral belangrijk om echt in de strategie van een bedrijf te graven om te zien of het bedrijf bijdraagt aan oplossingen voor de milieu-uitdagingen waar we voor staan.'

**Wouters:** 'Minder deskundige beleggers, die vatbaar zouden kunnen zijn voor pogingen tot greenwashing, zouden enigszins beschermd kunnen worden door het gebruik van normen. Professionals moeten echter hun eigen analyse doen, ongeacht of de obligatie groen gelabeld is of niet.'

**Stunnenberg:** 'Wij geven de voorkeur aan standaardnormen, want die maken het makkelijker om informatie te verwerken en te analyseren. Verder moet je natuurlijk je eigen huiswerk doen.'

**Bos:** 'Ik denk dat het goed is dat groene obligaties moeten voldoen aan standaarden. Dat geeft een soort garantie. Wel zijn we van mening dat de standaarden in eerste instantie niet te streng zouden moeten zijn. We zien eventuele normen als een soort minimum waar green bonds aan zouden moeten voldoen en deze minimumstandaarden kunnen met de ontwikkeling van de markt indien nodig worden aangepast.'

**Hoxha:** 'Standaarden kunnen soms remmend werken, maar ze zorgen wel voor een level playing field. In die zin zijn normen goed en ik denk dat we meer mondiale normen nodig hebben. Dat zal waarschijnlijk nog lang duren, waarbij iedereen vermoedelijk naar Europa zal kijken. Natuurlijk zullen alle bedrijven, beleggingsmaatschappijen, pensioenfondsen, enzovoort, met een sterk ESG-imago ook hun eigen criteria hebben.'

**'Ik denk dat de uitgifte van een groene obligatielening iets moet zeggen over het hele uitgifteprofiel van het betreffende bedrijf. Anders heeft deze geen waarde.'**

**Met de opbrengst van groene obligaties worden groene projecten gefinancierd. Bedrijven doen echter geen toezeggingen over in welke mate deze projecten moeten bijdragen aan het algehele ESG-profiel van het betreffende bedrijf. Wat is jullie mening hierover?**

**Wouters:** 'Wij zijn soms terughoudend als het gaat om de uitbreiding van onze green bond-allocatie, omdat we zorgen hebben over de toegevoegde waarde daarvan. Wat is bijvoorbeeld de impact van een groene obligatie waarmee Shell een windmolenpark financiert, terwijl hun andere activiteiten via reguliere obligaties worden gefinancierd? Ik denk dat de uitgifte van een groene obligatielening iets moet zeggen over het hele uitgifteprofiel van het betreffende bedrijf. Anders heeft deze geen waarde.'

**Portier:** 'Wat we het meest missen in de groene obligatiemarkt zijn KPIs en doelstellingen. Daarvan zijn er meer nodig om echt verbeteringen te kunnen zien. Betrokkenheid is ook essentieel. Je moet je engageren om precies te zien hoe de groene projecten in de algemene strategie van het bedrijf passen en of alle impacts worden gerapporteerd. We moeten ervoor zorgen dat de verschillende strategieën en alle projecten de CO<sub>2</sub>-footprint van het bedrijf verbeteren.'

**Hoxha:** 'Wat het gebruik van de opbrengsten van green bonds betreft, is er in principe een minimumnorm. Wij hebben besloten een grens te trekken en alles wat daaronder ligt, bekijken we niet echt. Zo kunnen we een en ander op een uniforme, samenhangende manier bekijken. Wij hanteren een eigen beoordelingsmechanisme, maar maken ook gebruik van externe kennis. Er is nog wel veel ruimte >

voor verbetering. Een onafhankelijke audit is nu misschien nog niet urgent, maar in de toekomst zou dat welkom zijn.’

**Veel regeringen wereldwijd hebben toegezegd om in 2050 een net zero uitstoot van koolstofdioxide te bereiken. Tot nu toe lopen de opkomende markten in vergelijking met de ontwikkelde markten achter als het gaat om de uitgifte van nieuwe green bonds. Wat zijn de vooruitzichten op dit gebied?**

**Portier:** ‘De uitgifte van groene obligaties in Emerging Markets loopt duidelijk achter bij die in ontwikkelde landen. Er is tijd nodig en er zijn meer emittenten uit opkomende landen nodig om die achterstand te verkleinen. Landen als Thailand, Peru, de Filipijnen, Maleisië en Egypte hebben recent green bonds uitgegeven. Ik denk dat de groene obligatiemarkt in opkomende landen zo’n 10 tot 15% van de totale markt uitmaakt. Dat is niet slecht, maar er is tijd nodig om die markt verder te ontwikkelen.’

**Hoxha:** ‘Sinds 2010 is het tempo van de expansie in de wereldwijde obligatiemarkt enorm omhooggegaan. De toename in de laatste elf, twaalf jaar bedroeg ongeveer \$ 37 biljoen. Alleen al in de opkomende markten was de toename zo’n \$ 17 biljoen, dus een flinke stijging van EM-financiering. In de groene obligatieruimte is dat deel van de markt natuurlijk klein, maar de groeimogelijkheden zijn enorm. Wij voorspellen dat er circa \$ 60 biljoen aan klimaatobligaties nodig is om het klimaatprobleem op te lossen. De opkomende markten zullen een deel van de oplossing moeten zijn.’

**Portier:** ‘China is snel de uitgifte van groene en duurzame obligaties aan het verhogen. Wij kunnen niet beleggen in Chinese emissies vanwege governance-issues, maar dat de Chinezen steeds green bonds uitgeven, kan voor heel Azië misschien een stimulans zijn.’

**Bos:** ‘We zijn het er geloof ik allemaal over eens dat we meer moeten doen met betrekking tot de uitgifte van groene obligaties in Emerging Markets. Voor emittenten in opkomende markten is het lastiger om green bonds uit te geven. Dat komt enerzijds doordat veel Emerging Markets nog moeten beginnen aan de energietransitie en nog lang niet zover zijn als veel ontwikkelde landen. Het toepassen van green bond-standaarden die we hier bijvoorbeeld in Europa gebruiken, zal de energietransitie in Emerging Markets waarschijnlijk niet versnellen. Het introduceren van een soort EM-green bond standaard kan hierbij helpen. Uiteindelijk zal in die landen de CO<sub>2</sub>-uitstoot sterk moeten worden teruggedrongen om de klimaatcrisis te lijf te gaan. We moeten ze dus zeker niet uitsluiten. Wel zijn we van mening dat opkomende landen en emittenten zelf ook stappen moeten zetten, onder meer op het gebied van transparantie en meer mogelijkheden tot dialoog.’

**Wouters:** ‘Voor de emissie van groene obligaties in opkomende markten zouden minder strenge normen nuttig kunnen zijn. Wij investeren nog steeds in die landen, maar niet in de ergste schenders van mensenrechten of van arbeidsrechten. Maar als bijvoorbeeld landen als Mozambique niet dezelfde normen hanteren voor klimaatmitigatie zoals wij, dan hebben we voor dat soort landen andere normen.’

**Bouwman:** ‘Ik zeg altijd dat Indonesië geen Zwitserland is. Er is een groot welvaartsverschil tussen beide landen en Indonesië heeft kapitaal nodig, met name uit westerse landen, om vooruit te komen. Daar leggen we de lat lager dan in Zwitserland. Tot op zekere hoogte zou je kunnen argumenteren dat je er beter aan doet te beleggen in een normale obligatie uit Indonesië dan in een green bond uit Zwitserland.’

**‘Wij voorspellen dat er circa \$ 60 biljoen aan klimaatobligaties nodig is om het klimaatprobleem op te lossen. De opkomende markten zullen een deel van de oplossing moeten zijn.’**

### Wat hebben opkomende markten nodig om de uitgifte van groene obligaties op te voeren?

**Bos:** ‘Echt belangrijk zijn transparantie en betrokkenheid. In Europa is het vrij gebruikelijk om green bonds-roadshows te organiseren voordat een green bond-uitgifte plaatsvindt, maar in de Verenigde Staten en Emerging Markets is dat helaas nog niet het geval. Als opkomende markten over het algemeen hun transparantie en de mogelijkheden tot dialoog kunnen vergroten en wij in staat zijn om een beetje meer ontspannen normen toe te passen op de uitgifte van groene obligaties, zou dat kunnen helpen om de markt hiervoor aanzienlijk te laten groeien.’

**Hoxha:** ‘Er is echt meer diepte in de groene obligatiemarkt nodig en die komt er als het aantal emissies toeneemt. De komende vijf jaar zal er waarschijnlijk veel veranderen. Impactfondsen zullen een groot deel van de vraag naar groene obligaties stimuleren. Het is prima om emittenten uit ontwikkelde markten te financieren, maar het is noodzakelijk om de opkomende landen eveneens aan tafel te noden. Ook om egoïstische redenen, vanwege de rendementsverschillen. Chili is een succesvolle emittent van groene obligaties en vormt een goed rolmodel. Waarschijnlijk krijgen we een aantal van de grotere emittenten zover om dit voorbeeld te volgen, want er is zeker vraag naar groene obligaties uit opkomende landen.’

**Portier:** ‘De politiek speelt een belangrijke rol en is de sleutel voor de emissie van meer staatsobligaties, met name in opkomende landen. De klimaatverandering voltrekt zich sneller dan vrijwel iedereen had gedacht. Kijk naar wat er bijvoorbeeld gebeurt in Pakistan en India. Misschien dat politici uit opkomende landen hier lering uit trekken en zo de uitgifte van green bonds vooruithelpen.’

**Hoe kan worden voorkomen dat groene obligaties worden uitgegeven door bedrijven en overheden om hun groene activiteiten te financieren, terwijl ze grijze obligaties blijven uitgeven om hun vervuilende activiteiten te financieren?**

**Stunnenberg:** ‘Ik denk dat bedrijven altijd manieren zullen proberen te vinden om sommige normen, bijvoorbeeld op klimaatgebied, te omzeilen. Het is dan aan de belegger daar alert en kritisch op te blijven en er een oordeel over te vellen.’

**Portier:** ‘Wij vinden het niet erg om in de olie- en gasindustrie te investeren als het betreffende bedrijf maar naar een 2°C-scenario verschuift. Om naar dit scenario over te schakelen, moet je veel in groen investeren en niet in grijs. Is de strategie van het bedrijf op weg naar een 2°C-scenario of niet? Onze rol is om bedrijven te helpen bij het omschakelen naar een model dat dit scenario respecteert.’

**Wat verwachten jullie voor de uitgiftenevas van green bonds in 2022. Zal de bezorgdheid over energiezekerheid als gevolg van de oorlog in Oekraïne de aantrekkelijkheid van groene obligaties voor emittenten en beleggers doen toenemen of doen afnemen?**

**Bos:** ‘In de eerste zes maanden van dit jaar is er voor ongeveer € 200 miljard aan groene obligaties uitgegeven. Dat is minder dan gedacht, maar dit is in lijn met de algehele obligatiemarkt. Door de volatiliteit in de financiële markten alsmede de stijgende rente zijn er veel minder obligaties uitgegeven, zowel groen als niet groen. Wel zien we dat het marktaandeel van green bonds is gestegen. Ik denk dat we de komende zes tot twaalf maanden een inhaalslag kunnen verwachten. Dat zagen we namelijk ook in 2020, toen er veel onzekerheid was in de financiële markten toen de COVID-19-crisis uitbrak. De voorspelde € 600 miljard is waarschijnlijk wel aan de hoge kant. Je ziet nu dat een heleboel landen zich realiseren dat ze op de lange termijn minder afhankelijk moeten worden van fossiele brandstoffen als gevolg van de oorlog in Oekraïne. Er wordt massaal ingezet op >

‘Tot op zekere hoogte zou je kunnen argumenteren dat je er beter aan doet te beleggen in een normale obligatie uit Indonesië dan in een green bond uit Zwitserland.’

## ‘Wij geloven dat de greenium de komende jaren zal verdwijnen als er veel meer groene obligaties op de markt komen.’

hernieuwbare energie, wat natuurlijk de uitgifte van groene obligaties stimuleert.’

**Hoxha:** ‘Wij hebben voor dit jaar een emissieniveau van groene obligaties van \$ 525 miljard geprojecteerd. Gegeven de grote trend in de markt voor ESG-beleggen en Impact Investing denk ik dat we ons niet te veel moeten concentreren op de pijplijn voor dit jaar. In de komende vier tot vijf jaar kun je verwachten dat dit ten minste met een factor vier zal toenemen.’

**De prijsdynamiek van groene obligaties is al lang een van de meest fascinerende debatten binnen de markten. Is de greenium nog steeds zichtbaar?**

**Stunnenberg:** ‘De greenium verschilt per sector, het is moeilijk om daar een eenduidig antwoord op te geven. Je ziet wel dat nieuwe emittenten en nieuwe sectoren vaak met heel aantrekkelijke premies werken om beleggers voor groene obligaties te interesseren.’



**Portier:** ‘Wij geloven dat de greenium de komende jaren zal verdwijnen als er veel meer groene obligaties op de markt komen. Als je over alle sectoren heen genoeg green bonds hebt, dan is er geen sprake van een probleem met greeniums. Toen ik tien jaar geleden voor het eerst in groene obligaties belegde, ging het niet om greeniums, maar om liquiditeit. We moesten klanten bewijzen dat groene obligaties inderdaad liquide zijn. Nu gaat het allemaal over prijzen. Beleggers hebben het over de prijsstelling van green bonds in plaats van over de effecten daarvan.’

**Volgens Morningstar zijn er ESG-fondsen die meer dan één biljoen dollar aan assets onder beheer hebben. Regelgevers in Europa hebben regels ingevoerd die ervoor moeten zorgen dat fondsen hun duurzaamheidsclaims waarmaken. Zien jullie in die context parallellen met de dotcom-zeepbel en de oververhitte hypotheekmarkt die voorafgingen aan de wereldwijde financiële crisis in 2008?**

**Bouwman:** ‘Groene obligaties hebben natuurlijk gebreken. Ze vormen niet de heilige graal van de beleggingswereld of iets dergelijks. Het gaat om een nieuwe innovatie en wij zijn aan het uitzoeken hoe we daarmee om moeten gaan. Ik denk wel dat we allemaal aanvoelen dat het in principe om een goede zaak gaat.’

**Wouters:** ‘De meeste institutionele beleggers zullen goed in staat zijn om onderscheid te maken tussen echte groene obligatiefondsen en groengewassen fondsen. Voor minder ervaren retailbeleggers zou het een probleem kunnen zijn dat de verwachtingen niet overeenstemmen met de realiteit.’

**Bos:** ‘Er is op dit moment zeker geen sprake van een hype. Indien groene obligaties tegen veel lagere coupons worden uitgegeven in vergelijking met gewone obligaties, zou dit een teken kunnen zijn dat de markt niet in evenwicht is, maar daar is op dit moment helemaal geen sprake van.’

**Portier:** ‘We zijn nog lang niet aan een bubbel toe, dat is duidelijk. We hebben



meer emittenten van groene obligaties nodig.’

**Hoxha:** ‘We weten allemaal dat we tot nu toe duidelijk hebben gefaald in het bieden van oplossingen voor waarschijnlijk het grootste probleem waar de mensheid nu voor staat. Een groot deel van de oplossing moet van het beleid komen, maar ook van de publieke opinie. Dat deel moet gefinancierd worden en dat is de rol die wij allemaal spelen. Hoe zal dat uitpakken op de lange termijn? Waar zouden bubbels kunnen zijn? Als je kijkt naar de beschikbare oplossingen, lijkt het mij een beetje een wildwest of een jungle, in de zin van nagaan wat nu echt impact heeft of niet. Zeepbellen kunnen bestaan op het vlak dat je ziet, namelijk dat veel strategieën die suggereren dat ze impactgedreven, hooggewaardeerd of ESG-gericht zijn, dat niet blijken te zijn. Dus denk ik dat het onderscheid gaat komen van de differentiatie van de spelers en wat er in de toekomst voor klanten wordt aangeboden. Maar de feitelijke vraag naar financiering zal er zijn en wij zullen aan die vraag moeten voldoen.’

**Stunnenberg:** ‘Er zijn helaas partijen in de markt die proberen te profiteren van het aanbieden van duurzaamheid, terwijl daar niet altijd sprake van is. Als we naar de markt van groene obligaties kijken, is die onderbelegd en juist niet overbelegd, zoals destijds de dotcom- en hypotheekmarkt.’

### **Hoe kun je als belegger de impact maximaliseren door te beleggen in de ESG-obligatiemarkten?**

**Hoxha:** ‘Aangezien green bonds ons niet het aanbod kunnen bieden om de gevraagde oplossing te creëren, hebben we besloten het te doen door gewoon naar de feiten te kijken. We kijken naar wie zijn emissies op den duur vermindert en wie de efficiëntie van die emissies in de loop van de tijd verbetert. Als je een en ander combineert en er wetenschappers bijhaalt om je te helpen alles goed te begrijpen, dan ben je geïnformeerd over hoe je moet investeren om je CO<sub>2</sub>-footprint te verlagen.’

**Portier:** ‘Ik denk dat we ons te veel richten op normen en labels en te weinig op

**‘Bedrijven zullen altijd manieren vinden om normen te omzeilen. Het is dan aan de belegger daar alert en kritisch op te blijven en er een oordeel over te vellen.’**

impact. Je moet groene obligaties scherp selecteren. Circa 60% van de wereldwijde green bonds komt niet door onze screening. Je moet ervoor zorgen dat de emittent van groene obligaties het te financieren project en engagement respecteert. Dat lijkt heel eenvoudig, maar is juist heel moeilijk. Je hebt een sterk ESG-onderzoeksteam nodig. Zonder zo’n team geen impact. Om een goede oplossing te vinden, moet je het probleem kennen. En om het probleem te kennen, moet je de trend en de uitdaging kennen.’

**Bos:** ‘Hoe maximaliseren we impact? Toewijding is echt belangrijk. Dat betekent onder andere de juiste mensen met de juiste achtergrond inschakelen. Wij beschikken over vijf analisten die zich uitsluitend richten op groene obligaties, met achtergronden in bijvoorbeeld milieuwetenschappen. Dat zijn mensen die je echt nodig hebt om een portefeuille op te bouwen en impact te maximaliseren.’

**Sustainability Linked Bonds (SLBs) zijn in het licht van hun stijgende populariteit onderwerp van veel discussies geworden. Critici vrezen dat zij een middel kunnen zijn voor minder scrupuleuze emittenten van bedrijfsobligaties om de controle te omzeilen die wordt toegepast op meer conventionele groene obligaties. Zijn deze zorgen terecht?**

**Bos:** ‘Als je kijkt naar het soort emittenten dat SLBs op de markt heeft gebracht, moet je je van het risico van greenwashing bewust zijn. Maar als je met enige zekerheid kunt vaststellen welke impact SLBs kunnen hebben, dat er sprake is van een positieve bijdrage, moeten we ze zeker naast groene obligaties hun werk laten doen.’

**Stunnenberg:** ‘Wij denken dat deze markt interessant zou kunnen zijn. Ze kunnen bijdragen aan diversificatie binnen de portefeuille. Voor bedrijven die niet in staat zijn om groene obligaties uit te geven, zouden sustainability linked bonds een oplossing kunnen zijn. SLBs zijn overigens iets heel anders dan groene obligaties, dus voegen wij ze niet toe aan onze green bonds.’

**Hoxha:** ‘Ik denk dat meer ruimte voor problematische situaties met duurzame obligaties de deur opent voor mogelijk wangedrag. Daar zijn zeker voorbeelden van te noemen. Maar ik denk dat we alle hulp nodig hebben die we kunnen krijgen om zo snel mogelijk voor duurzaamheid te zorgen. Dat is ook een van de redenen waarom ik vind dat er bepaalde normen moeten gelden om het speelveld gelijk te trekken. Met SLBs maak je de situatie misschien nog ingewikkelder, maar het is beter om ze te hebben dan om ze niet te hebben.’

**Portier:** ‘De SLB-markt is sinds 2020 booming. Er zijn echter veel zogenoemde vuile SLBs omdat het heel gemakkelijk is om ze uit te geven, veel makkelijker dan groene obligaties. Toch, als je naar impact kijkt, is het niet goed om alleen naar groene obligaties te kijken. Je moet naar alle groene spelers kijken, ook naar SLBs. Maar je moet ze wel zorgvuldig screenen,

‘Standaarden kunnen soms remmend werken, maar ze zorgen wel voor een level playing field. In die zin zijn normen goed en ik denk dat we meer mondiale normen nodig hebben.’

‘Je moet naar alle groene spelers kijken, ook naar SLBs. Maar je moet ze wel zorgvuldig screenen, weten wat hun strategie is en wat ze financieren.’

weten wat hun strategie is en wat ze financieren. In de SLB-markt moet je helaas heel voorzichtig opereren.’

**Wouters:** ‘Wij zien SLBs als de op één na beste optie. Onze voorkeur gaat uit naar groene obligaties. SLBs kunnen van toegevoegde waarde zijn voor die bedrijven en sectoren die op korte termijn niet hun hele businessmodel kunnen veranderen, maar wel enige incrementele verbetering in hun productieprocessen willen aanbrengen.’

#### Tot slot, wat willen jullie nog opmerken?

**Bos:** ‘Wacht niet en ga nu investeren in groene obligaties.’

**Stunnenberg:** ‘Investeren in groene obligaties zorgt echt voor impact.’

**Hoxha:** ‘Green bonds zijn een deel van de oplossing voor het klimaatprobleem. Wij kiezen voor een impactgedreven aanpak en proberen een kwantitatieve analyse te combineren met een wetenschappelijke benadering. In feite voegen we de daad bij het woord door zeer actief in te zetten op de groene obligatiemarkt.’

**Portier:** ‘Er zijn geen redenen om niet in groene obligaties te beleggen. Wij hebben laten zien dat ze zowel milieu-impact als financiële impact kunnen hebben. Onder andere groene obligaties zijn nodig om de energietransitie te financieren.’

**Bouwman:** ‘Groene obligaties horen thuis in alle obligatieportefeuilles. Ik hoop dat de diversificatie in de markten zal groeien.’ ■

### IN HET KORT

De groene obligatiemarkt is nog niet diep genoeg om een goed gediversifieerde portefeuille op te bouwen.

Op de lange termijn zou actief beheer van een groene obligatieportefeuille extra rendement moeten genereren, maar dat is moeilijk te meten.

Green bonds moeten voldoen aan standaarden. Die kunnen soms remmend werken, maar zorgen wel voor een level playing field.

Voor de uitgifte van groene obligaties in opkomende markten zouden minder strenge normen nuttig kunnen zijn.

De groeimogelijkheden van groene obligaties zijn enorm. Er wordt voorspeld dat er \$ 60 biljoen aan klimaatobligaties nodig is om het klimaatprobleem op te lossen.

# De kleren van de keizer

**Xi Jinping wordt op 16 oktober benoemd voor een derde termijn. Daarmee komt hij op gelijke hoogte met Mao, met grote consequenties voor de wereld-economie.**

Nu de datum voor het congres van de communistische partij bekend is, weten we dat de kaarten zijn geschud. Er is geen machtsstrijd. Xi wordt de grote roer-ganger van het Rijk van het Midden. Mogelijk wordt hij als eerste persoon sinds Mao benoemd tot voorzitter van de partij. Zijn macht verschilt daarna niet zoveel van die van de Chinese keizers voor hem. Na de Ming-, de Qing- en de Mao-dynastie is het nu tijd voor de Xi-dynastie.

Het communistische kader wordt getraind in Yan'an, een opleiding die het midden houdt tussen een MBA en een soort Bijbelstudie. Nog altijd staan daarin Mao en Marx centraal. Doelstelling is om van China in 2049, bij het honderdjarig bestaan van de Republiek, een economisch en militair machtig land te maken. Verder legt Xi met zijn programma voor 'gemeenschappelijke welvaart' de nadruk op sociale gelijkheid. Hij wil een olijfvormige verdeling van het inkomen: weinig rijken, weinig armen, maar wel een brede middenklasse. Volgens hem is de polarisatie in het Westen het gevolg van het verdwijnen van die middenklasse. Een sterke middenklasse zorgt voor maatschappelijke stabiliteit, niet onbelangrijk voor mensen die aan de macht willen blijven.

Verder is Xi ervan overtuigd dat China de strijd tegen de klimaatcrisis kan winnen. De vereiste transitie is eenvoudiger te voltooien onder het communistische

systeem dan onder het kapitalisme. De wapenwedloop die daarvan het gevolg is, mag positief worden uitgelegd.

In 2008 en 2009 keken veel politici in West-Europa en de Verenigde Staten met enige jaloezie naar China. Dat land was wel in staat om in het geval van grote calamiteiten de juiste maatregelen te treffen. Vandaag de dag lijken de rollen omgekeerd. De economische krimp van China in het afgelopen kwartaal wordt veroorzaakt door problemen die Beijing zelf heeft gecreëerd en dus oplosbaar zijn. Dat zijn het zero COVID-beleid en de aanpak van de huizenmarkt. Ondanks de langetermijnstrategie zijn Chinese leiders soms opvallend pragmatisch, maar reken pas na 16 oktober op versoepeling van deze maatregelen.

Fundamenteel staan daarna in China alle seinen op groen. De economie groeit, de centrale bank versoepelt het beleid en de waarderingen zijn laag. In 2008/2009 zorgde China er met een forse fiscale impuls voor dat een wereldrecessie kon worden voorkomen. Toen groeide de Chinese economie met circa 10% jaar op jaar. Volgend jaar zal de groei waarschijnlijk op de helft uitkomen. En toch betekent dit een grotere bijdrage aan de wereld-economie. De Chinese economie was in 2008 namelijk \$ 4,5 biljoen groot en is nu gegroeid tot \$ 17,7 biljoen. De wereld-economie is in dezelfde periode met ongeveer 30% gegroeid. Een groei van 5% nu betekent dus een hogere bijdrage aan de wereldeconomie dan de 10% in 2008.

Toch blijven veel mensen weg uit China, alsof iemand elk moment kan zeggen dat de keizer geen kleren aan heeft. Voor beleggers is al dat negativisme eerder een plus dan een min. Leve de keizer. ■



Door **Han Dieperink**, geschreven op persoonlijke titel

Alleen voor professionele beleggers

# DE OPMARS VAN DUURZAME OBLIGATIE-ETF'S

Duurzame beleggingen zijn al jarenlang gemeengoed op de aandelenmarkten, maar winnen de laatste jaren ook in snel tempo terrein op de obligatiemarkten. Steeds meer beleggers ontdekken daarbij de voordelen van duurzame indexproducten zoals ETF's (Exchange Traded Funds): ze zijn liquide en bieden transparant inzicht in de selectie van obligaties, op basis van criteria als ESG-ratings, de betrokkenheid bij controversiële activiteiten en koolstofintensiteit. Dankzij hun gunstige kostenstructuur zijn ze voor beleggers een betaalbare manier om efficiënt toegang te krijgen tot duurzame obligatiemarkten.

## Fenomenale groei

Niet alleen de populariteit, maar ook het aanbod van duurzame obligatie-ETF's is in korte tijd sterk toegenomen. Dat heeft geleid tot een spectaculaire groei van het vermogen dat wereldwijd in deze beleggingscategorie belegd is. In de zeven jaar van januari 2015 tot december 2021 is het totaal beheerd vermogen (AUM) in deze duurzame beleggingsinstrumenten met 3.682 % gestegen (van USD 1,4 miljard naar USD 50 miljard). Om deze cijfers in perspectief te zetten: in dezelfde periode groeide het totaal beheerd vermogen in traditionele obligatie-ETF's met 403 % (van USD 436 miljard in januari 2015 naar USD 1.800 miljard in december 2021).<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Bron: BlackRock en Morningstar, per 31/12/2021.

<sup>2</sup> Bron: BlackRock, per 31/12/2021. Deze uitspraak is gebaseerd op de resultaten van stresstests die werden uitgevoerd door het Risk and Quantitative Analysis-team van BlackRock, waarbij voor verschillende hypothetische marktscenario's de prestaties van ESG-indices werden vergeleken met die van hun parent-indices. Deze stresstests omvatte de volgende markten en indices: USD Investment-Grade ESG, vertegenwoordigd door de Bloomberg MSCI US Corporate Sustainable SRI Index, USD Investment-Grade, vertegenwoordigd door de Bloomberg US Corporate Index, EUR Investment-Grade ESG, vertegenwoordigd door de Bloomberg MSCI Euro Corporate Sustainable SRI Index, EUR Investment-Grade, vertegenwoordigd door de Bloomberg Euro Corporate Index, USD High-Yield ESG, vertegenwoordigd door de Bloomberg MSCI US Corporate High Yield Sustainable BB+ SRI Index, USD High-Yield, vertegenwoordigd door

## Drie belangrijke voordelen van duurzame obligatie-ETF's

### 1 Ze maken de portefeuille veerkrachtiger

Uit historische cijfers blijkt dat duurzame obligatie-ETF's in tijden waarin de markt onder druk stond veerkrachtiger reageerden dan hun conventionele tegenhangers. Na een moeilijke economische periode waarin beleggers zich risicomijdend opstelden herstelden duurzame obligatie-indices zich aanmerkelijk sneller. Tijdens de "risk-off"-periode als gevolg van de Covid-19-pandemie, in februari en maart 2020, presteerden diverse ESG-indices beter dan de brede markt. Dit was onder meer het geval voor opkomende markten, Amerikaanse investment-grade en high-yield obligaties.<sup>2</sup>

### 2 Ze verbeteren het duurzaamheidsprofiel van de portefeuille

Obligatie-ETF's bieden beleggers de mogelijkheid om duurzaamheid op eenvoudige wijze in hun bestaande portefeuilles te integreren of van scratch af aan portefeuilles op te bouwen die gericht zijn op specifieke duurzaamheidsdoelen. Beleggers kunnen bijvoorbeeld een investment-grade obligatiefonds vervangen door een duurzaam ETF waarvan de index is afgeleid van dezelfde parent-index. Zo'n aanpassing kan direct een meetbaar

de Bloomberg US High Yield Index, EUR High-Yield ESG, vertegenwoordigd door de Bloomberg MSCI Euro Corporate High Yield Sustainable BB+ SRI Index, EUR High-Yield, vertegenwoordigd door de Bloomberg Euro High Yield Index, opkomende markten ESG, vertegenwoordigd door de JP Morgan ESG EMBI Global Diversified Index, wereldwijde opkomende markten, vertegenwoordigd door de JP Morgan EMBI Global Diversified Index. De indexrendementen houden geen rekening met beheers-, transactie- en overige kosten. Een index wordt niet beheerd en het is niet mogelijk direct in een index te beleggen.

<sup>3</sup> Bron: Bloomberg MSCI index, per 30/12/2021. Deze uitspraak is gebaseerd op een vergelijking van de Bloomberg MSCI US Corporate Sustainable SRI Index (duurzame index) met de Bloomberg US Aggregate Corporate Bond Index (parent-index).

effect hebben op de ESG-score van de totale portefeuille. Als het oorspronkelijke obligatiefonds bijvoorbeeld een relatief hoge gemiddelde koolstofintensiteit van 310 had en dit fonds vervangen wordt door een equivalent duurzaam obligatiefonds met een gemiddelde koolstofintensiteit van 95, kan dit de ESG-score van de totale portefeuille met zo'n 10% verlagen. Voor steeds meer conventionele obligatie-ETF's worden dergelijke ESG-varianten aangeboden, die toegang bieden tot hetzelfde universum, maar met betere duurzaamheidskenmerken.

### 3 Ze zijn transparant over duurzaamheidskenmerken

Obligatie-ETF's volgen duurzame indices die objectief en op basis van vaste regels zijn samengesteld door onafhankelijke, gespecialiseerde dataproviders zoals MSCI, in samenwerking met toonaangevende aanbieders van obligatie-indices zoals Bloomberg. Dit geeft beleggers inzicht in de duurzaamheidskenmerken van elk fonds. Dankzij gedetailleerde ESG-informatie op de productpagina's en de ETF-structuur kunnen beleggers op elk moment precies zien in welke obligaties het fonds belegt en welke criteria gehanteerd zijn.

“

**De Climate Fixed Income Indices van MSCI en Bloomberg bieden beleggers in de transitie naar een koolstofarme economie de mogelijkheid gebruik te maken van de toonaangevende klimaatdata van MSCI. Beleggers zoeken in alle beleggings-categorieën naar manieren om ESG en klimaatcriteria in hun portefeuilles te integreren. Dat geldt ook in toenemende mate voor obligaties. Deze indices profiteren van de ervaring die MSCI in de afgelopen 40 jaar heeft opgebouwd in het analyseren van omvangrijke data en genereren van marktinzichten die bijdragen tot grotere transparantie in het van nature vaak ondoorzichtige obligatielandschap.**

**George Harrington**

Managing Director en wereldwijd hoofd obligaties en derivaten bij MSCI

Kijk voor meer informatie over iShares ETF's op [ishares.nl](https://ishares.nl). Wilt u meer lezen over duurzame obligatie-ETF's, zoek dan op **“iShares duurzame obligaties”**.

**Dit is een marketinguiting.** Voor u besluit te beleggen, dient u het prospectus en de essentiële beleggersinformatie van het betreffende product te lezen, die beschikbaar zijn op [ishares.nl](https://ishares.nl). **Beleggingsrisico.** De waarde van beleggingen en de opgebrachte inkomsten kunnen variëren. Het is niet zeker dat u uw oorspronkelijke inleg terugontvangt. In het verleden behaalde resultaten geven geen betrouwbare indicatie van het huidige of toekomstige rendement en dienen niet als enige criterium te worden genomen bij de selectie van een product of strategie. Deze informatie is niet bedoeld als onderzoeksresultaat, beleggingsadvies of aanbeveling van specifieke producten, strategieën of effecten en er dient niet als zodanig op vertrouwd te worden. De informatie is uitsluitend bedoeld ter illustratie en is aan verandering onderhevig. De informatie is niet goedgekeurd door een toezichthouder. De hier genoemde ESG-criteria (milieu, samenleving en goed bestuur) kunnen op enig moment van invloed zijn op de beslissing van een beleggingsteam om in bepaalde ondernemingen of sectoren te beleggen. De resultaten kunnen verschillen van portefeuilles met een beleggingsproces dat niet gebaseerd is op deze ESG-criteria. **Belangrijke informatie. Dit materiaal is alleen bestemd voor professionele beleggers (volgens de definitie van de AFM en de MiFID-richtlijn). Andere personen dienen niet op de hier geboden informatie te vertrouwen.** De iShares fondsen worden niet ondersteund, goedgekeurd, verkocht of aanbevolen door MSCI of Bloomberg; MSCI en Bloomberg dragen geen enkele verantwoordelijkheid met betrekking tot deze fondsen of de indices waarop deze fondsen gebaseerd zijn. Het prospectus bevat een gedetailleerde beschrijving van de beperkte relatie die MSCI en Bloomberg met BlackRock en de betreffende fondsen onderhouden. In de Europese Economische Ruimte (EER) uitgegeven door BlackRock (Netherlands) B.V., dat een vergunning heeft verkregen en onder toezicht staat van de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten (AFM). Officiële zetel: Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, tel: 020 – 549 5200 / +31 20 549 5200. Ingeschreven in het handelsregister onder nr. 17068311. Om u te beschermen worden telefoongesprekken doorgaans opgenomen.

# How ETFs can help to achieve net zero

There is an urgent need to accelerate the transition towards global net zero emissions. 'Climate Paris Aligned ETFs offer a suite of broad equity exposures designed to reduce fossil fuel exposure, mitigate transition and physical risks, capture opportunities and evolve with the goals of the Paris Agreement,' says Ryan Reardon, Strategist ETF Research & Strategy EMEA at State Street SPDR ETFs.

By *Wim Groeneveld*

## How do you see ETFs fit into the investor journey towards climate investing?

'Investors have been expanding the use of ETFs for all asset management solutions in recent years and climate investing will be no exception. These funds enable investors to gain exposure to a diversified basket of securities, sharing a specific theme or classification, with the same speed and convenience of trading an individual security.'

**'The main difference between CTBs and Paris-Aligned Benchmarks is in how explicitly and aggressively they seek to align to the 1.5 °C scenario.'**



This feature is what makes ETFs an effective tool for rules-based index investing. Climate conscious investors can change the carbon footprint of their portfolio by purchasing an ETF. The ETF, through its defined index methodology, can take responsibility of rebalancing its constituent exposures towards any stated climate goal?

## What do you see as main differences between Climate Transition Benchmarks (CTBs) and Paris Aligned Benchmarks (PABs)?

'The main difference between CTBs and Paris-Aligned Benchmarks is in how explicitly and aggressively they seek to align to the 1.5 °C scenario. CTB and PAB index strategies both share the primary objective of decarbonisation. CTBs are a decarbonisation strategy

focused on protecting investors from risks associated with the transition to a low-carbon economy, labelled as transition risks by the Task Force on Climate-Related Financial Disclosures.

While similar, PABs will specifically exclude companies involved in businesses such as coal, oil and gas exploration, which may be allowed in CTBs. PABs contain a comprehensive decarbonisation solution aligned with the long-term global warming target of the 2015 Paris Agreement under the United Nations Framework Convention on Climate Change, also known as the Paris Accords.'

**Is climate investing all about eliminating fossil fuel companies?** 'Reducing or eliminating portfolio exposure to companies which have or

enable a high carbon footprint is a core component of climate strategies. But, climate investing is not simply about eliminating fossil fuel companies. PABs also seek to reduce greenhouse gas intensity without being underweight in high climate impact sectors.

By reallocating investment to companies in high climate impact sectors, with low carbon footprints, investors can reward companies which are decarbonising more successfully in line with climate transition goals. PABs also seek to increase their exposure to green revenues on both an absolute basis and as a ratio of existing fossil fuel revenues, which are labelled brown. These requirements can help portfolios target green opportunities which are working to address the climate transition risk.

### **Are climate strategies underperforming significantly, now that energy companies are rallying? Is the outcome of climate objectives easily measurable?**

'Any thematic index strategy will be subject to idiosyncratic performance based on the active portfolio risk it takes. In climate investing, that traditionally has meant a structural underweight to energy companies. It is important to recognise that core replacement PABs, which are strategies designed to replicate the market capitalisation weighted benchmark in terms of risk and return, will seek to make up for this over the fullness of any market cycle. The objective of a core replacement PAB strategy is to provide investors with similar market risk, but by investing in an aggregate portfolio which is aligned

with the climate transition goals.'

### **How can investors achieve climate and net zero goals with Paris-Aligned portfolio strategies? What steps do you consider most important to integrate these strategies successfully in the investment process?**

'PABs have two major components to specifically address the climate and net zero goals around alignment with the 1.5 °C scenario of the Paris Accords. The first is with respect to the self-decarbonisation pathway. The recommendation following the Paris Accords was for the global economy to reduce greenhouse gas emission by at least 7% per annum to be in alignment with the long-term decarbonisation goal.

The PAB index methodology goes above this, seeking to achieve at least a 10% reduction per annum. The second component is through an alignment metric such as climate Value-at-Risk (VaR), which is designed to provide a forward-looking and return-based valuation assessment to measure climate related risks and opportunities in an investment portfolio. The self-decarbonisation pathway and a climate VaR are critical components of a rebalancing methodology used by PAB strategies to help align a portfolio with climate and net zero goals.'

### **What factors pose the biggest challenge for integrating ETFs successfully to achieve climate targets?**

'The biggest challenge for further developing climate investment solutions will be

for the industry to adopt standards around language, taxonomy, data availability and reporting. While this will remain a challenge over time, it is encouraging to see such a strong commitment from regulators, index providers, fund managers, investors and portfolio companies to make progress in this area.'

### **To what extent does ETF investing allow the opportunity to influence and instigate positive change through engagement over time?**

'In December 2019, the EU Technical Expert Group on Sustainable Finance Report on CTB and PAB Benchmarks pointed to the opportunity for investors to influence high climate impact companies through asset stewardship, with engagement and voting (Anti-Greenwashing Measures, page 14). We do believe asset stewardship is an important component of climate investing, as it helps engage with investee companies on ESG issues to seek long-term value. The expansion of climate themed-ETFs should give investors more tools to help influence positive change delivered both directly through asset stewardship, or indirectly through divestment.' ■



**Ryan Reardon**

Strategist ETF Research & Strategy EMEA, State Street SPDR ETFs

## SUMMARY

Climate conscious investors can change the carbon footprint of their portfolio by using ETFs.

Climate themed-ETFs could at the same time be used as a cost-effective way to decarbonise the core of equity portfolios of investors.

The biggest challenge for further developing climate investment solutions will be for the industry to adopt standards around language, taxonomy, data availability and reporting.

The expansion of climate themed-ETFs should give investors more tools to help influence positive change.

**Disclosure**  
Investing involves risk including the risk of loss of principal. The whole or any part of this work may not be reproduced, copied or transmitted or any of its contents disclosed to third parties without SSGA's express written consent. All information is from SSGA unless otherwise noted and has been obtained from sources believed to be reliable, but its accuracy is not guaranteed. There is no representation or warranty as to the current accuracy, reliability or completeness of, nor liability for, decisions based on such information and it should not be relied on as such.

© 2022 State Street Corporation - All Rights Reserved

Tracking Number 4948763.11.EMEA.INST

Exp: 31/12/2022

# Don't overlook EM Debt in sustainable investment portfolios

Strategies involving Emerging Markets, once viewed as incompatible with ESG investing, are now at the center of sustainable investment decisions.

By Jonathan Davis

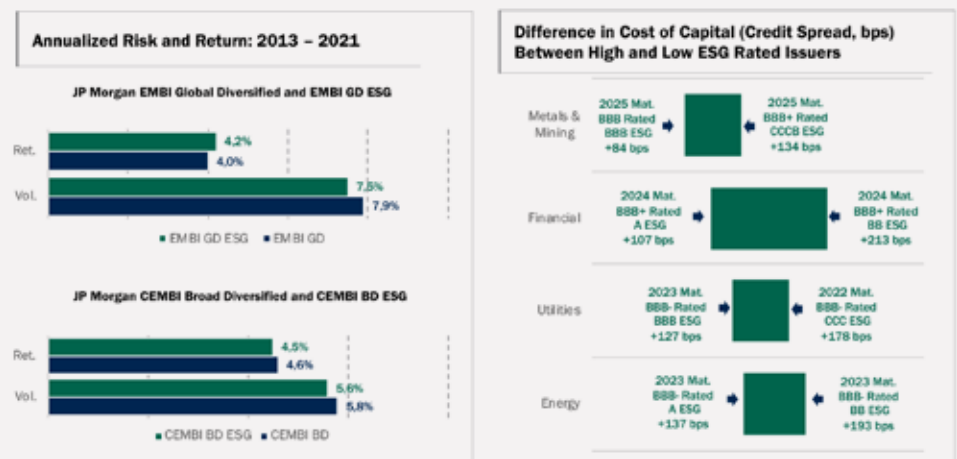


Sustainability issues are gaining increasing attention, resulting in changes to government regulations and becoming a major focus of corporate capital expenditures. This makes an in-depth analysis of sustainability risks essential when assessing the

creditworthiness of fixed income investments over time. For large segments of the Emerging Markets (EM) corporate bond market, sustainability changes will be transformational, with significant investment implications.

The utilities sector, for example, has long been a defensive component of the EM corporate bond market, characterized by a predominance of state-owned entities, government support, and long-term contracts. Yet the sector also accounts for

**FIGURE 1: ESG SCREENING FOR ENHANCED RETURNS IN EM DEBT**



Source: JP Morgan, Citi and PineBridge Investments. Left as of 31 December 2021, right as of 28 February 2022.



**‘We’ve quickly moved from an environment where EM fell outside the scope of sustainable investment to one in which EM investment strategies are at the center of sustainable investment decisions.’**

some of the highest levels of greenhouse gas emissions in the corporate bond market, which has led to seismic shifts within the sector as more utilities turn to bond markets to finance investments in renewable energy sources. Analysis of sustainability risk will help identify issuers with better longer-term credit trends. We can also expect markets to begin pricing material discounts for more sustainable utilities – a trend that will only increase as more investment capital becomes aligned with sustainability issues.

Until recently, a notion has persisted that EM was incompatible with sustainable investment. This notion was guided by misconceptions about corporate governance and the extent to which management cared about environmental and social risks, as well as concerns about the availability of ESG-related data. Where skeptics may have pointed to high levels of coal consumption in China and India as proof that EM assets could not fit within sustainable investment portfolios, more and more investors are embracing the role their capital can

play in financing investment into renewable energy within the world’s largest countries.

The International Energy Agency (IEA) estimates that the world faces a funding gap of anywhere from \$ 1 trillion to \$ 4 trillion to achieve carbon neutrality by 2050<sup>1</sup>. Emerging markets will require much of the funding needed for the clean energy transition, as home to roughly 80% of the world’s population – a population that is younger and urbanizing more rapidly than in developed markets (DM) – and responsible for more than two thirds of the world’s carbon emissions<sup>2</sup>. As such, we’ve quickly moved from an environment where EM fell outside the scope of sustainable investment to one in which EM investment strategies are at the center of sustainable investment decisions.

There is yet another critical benefit to EM corporate debt within a sustainable investment framework: specifically, the ability to access a wide range of risk and return potential. Among DM credit markets there is a relatively strong relationship between credit

ratings and ESG ratings, meaning ESG-focused investment portfolios within DM credit markets are often constrained in their ability to source credit risk. Among EM corporate bond issuers, the relationship between credit ratings and ESG ratings is substantially weaker, due in large part to the sovereign rating cap maintained by credit rating agencies. As a result, investors can access the full risk and return potential of the market in sustainable EM corporate bond portfolios.

Responsible investing is not new. But the commitments of governments and corporations to address global climate change, technological advancement and a dramatic shift in demographics ensure that the future of investment management will likely be one in which sustainability assumes a central role. We are still at an early stage of that journey, with asset managers, asset owners, and regulators all working to define the role of sustainability and set targets and expectations to ensure the effectiveness of such strategies. ■

- 1 Source: The International Energy Agency, ‘Net Zero by 2050’ report, May 2021.
- 2 Source: IMF, Bloomberg, Worldometer as of 31 December 2021. Any opinions, projections, estimates, forecasts and forward-looking statements presented herein are valid only as of the date of publication and are subject to change. For illustrative purposes only.

#### Disclosure

Investing involves risk, including possible loss of principal. The information presented herein is for illustrative purposes only and should not be considered reflective of any particular security, strategy, or investment product. PineBridge Investments is not soliciting or recommending any action based on information in this document. Any opinions, projections, or forward-looking statements expressed herein are solely those of the author, may differ from the views or opinions expressed by other areas of PineBridge Investments, and are only for general informational purposes as of the date indicated.



**Jonathan Davis**

Client Portfolio Manager  
Emerging Markets Fixed Income,  
PineBridge Investments

## SUMMARY

Emerging markets will require much of the estimated \$ 1 to \$ 4 trillion in funding needed to achieve net zero.

As such, EM investment strategies are now at the center of sustainable investment decisions.

Among EM corporate bond issuers, the relationship between credit ratings and ESG ratings is substantially weaker than in developed markets.

As a result, investors can access the full risk and return potential of the market in sustainable EM corporate bond portfolios.

# Money markets: back in the spotlight?

For the first time in over twenty years, the ECB announced a hike of 75 basis points in its deposit facility rate on September 8<sup>th</sup> 2022, after a first one of 50 basis points in July. And more appears to be on the way. What implications does this have for investing in money markets?

By *Wim Groeneveld*

According to Alain Richier, Head of Money Market at Ostrum Asset Management (an affiliate of Natixis Investment Managers), these increases could present an opportunity for investors in money market funds. Although they suffered from negative returns until recently, money market funds are becoming attractive to investors.

## Why are money markets becoming interesting for institutional investors just now?

‘The role of money markets is to enable financial institutions and corporates to borrow and lend liquidity over the short-term. Short-dated negotiable debt securities are issued and traded on these markets. European regulators require all money market funds to invest in short term securities of very high credit quality (European

Money Markets Funds Regulation, June 2017) and to meet liquidity criteria on one day and seven days.

Because of the very high inflation in Europe recently, the ECB seems determined to raise its rates quite significantly. Money market funds, whose objective is to outperform the ESTR Index – which represents the average rate at which banks exchange liquidity – are therefore highly dependent on the ECB deposit rate.

The current market environment – with two hikes of the ECB in July and September increasing the deposit facility rate from -0.50 to 0.75 – is very favourable to institutional investors, who can thus invest in levels of yield to maturity positive after more than ten years into negative territory.

Furthermore, money markets funds have a



sensitivity to interest rates close to zero, which makes them resilient while preserving relatively well the valuation of the securities in portfolios from central bank rate hikes. The benefit for investors is therefore to invest in funds with very low volatility and near zero rate sensitivity with an attractive yield. The risk/return ratio seems attractive for institutional investors.’

## How can investing in money markets be combined with an ESG approach? How can a successful coexistence be realised?

‘The ESG elements are integrated at all stages of our analysis because they may affect the sector or the company’s own business model and as such they may have a material impact on its financial condition today or in the future.

These indicators must be considered when we invest

in money markets. Each issuer is monitored by our teams of analysts who assign an ESG rating. Our money market funds are also SRI labelled by the French government. I believe that investing in a security with a strong ESG rating reduces its specific risk because the probability for this issuer to have a controversy is reduced.

In addition, we believe in the energy transition and the decarbonisation of the economy. We also attach importance to gender parity and to the transparency of data: these are our axes of engagement. It is therefore natural that we favour the investment on issuers with a virtuous attitude over those who do not, because we think that the former will outlast the latter.

A successful coexistence can be achieved without significantly deteriorating

the performance of money market funds. We have seen in the past that many issuers with good governance, and which are considering extra-financial criteria, were those with very good valuation levels and lower risks. We found a correlation between issuers with a good ESG rating and those with good resilience in the money markets.'

### What role can money market funds play in the ESG mission pursued by institutional investors?

'Money market funds could play a key role in the ESG mission pursued by institutional investors. Our engagement leads us to invest in issuers with good ESG ratings. Because this market is very important because of its size, it influences a large proportion of issuers looking for refinancing.

By taking extra-financial elements into account when we invest, it constrains companies to comply with ESG requirements. Indeed, companies with poor ESG ratings – such as those with high carbon

emissions – will have a lower demand from investors and consequently higher refinancing costs in the market.

This will encourage them to take measures to improve their extra-financial guidelines if they want to continue to be able to be refinanced without additional costs. We believe that this method can significantly constrain companies in view of the results it has demonstrated these last years.'

### Do you also believe in exclusion? And is a good level of engagement possible?

'We believe in exclusion and we apply it to certain sectors or companies whose practices are not in line with our values. For example, our company has not made any new investments in issuers where more than 10% of the production is related to oil and unconventional gas and which are making more than 10 million barrels of oil equivalent. This policy extends to companies involved in the entire production value chain of the upstream sector known as 'Upstream' (exploration, development

and exploitation). We also exclude from our investments those who make their profit from controversial weapons, but also issuers with a governance classified as worst offenders and whose governance practices are, in our opinion, not fundable.

I think that exclusion is necessary because it is a stronger measure than that of a poor ESG rating. The threat of no longer investing in issuers which are considered as worst offenders leads companies to comply with ESG requirements if they would like to be able to be financed by our company.'

### What returns do you expect can be achieved from investing in money markets in the coming years?

'According to market considerations regarding the expectations of future central bank increases referring to the ESTR 1-year swap rate curve, the market already anticipates a return of around 2% in mid-2023, to which we add a credit premium. This can bring the yields of money market funds to around 2.5% over the coming months and years.' ■



**Alain Richier**

Head of Money Market,  
Ostrum Asset Management

**FIGURE 1: EVOLUTION OF THE SWAP 1Y ESTR INDEX**



Source: Ostrum Asset Management

#### Disclosure

For Professional Investors only. All investing involves risk, including the risk of capital loss. Please refer to the prospectus of the fund and to the KIID before making any final investment decisions. For more information on the exclusions approach, please refer to the following website: <https://www.ostrum.com/en/acting-responsible-investor>. This material has been provided for information purposes only. Provided by Natixis Investment Managers International, Netherlands. (Registration number 00050438298). Registered office: Stadsplateau 7, 3521AZ Utrecht, the Netherlands.

## SUMMARY

The current market environment is very favourable to institutional investors.

Money markets funds have a sensitivity to interest rates close to zero, which makes them resilient and preserve relatively well the valuation of the securities in portfolios from central bank rate hikes.

A successful coexistence between investing in money markets and an ESG approach can be achieved without significantly deteriorating the performance of money market funds.

# Listed Infrastructure: a complementary allocation in institutional portfolios

Listed infrastructure can serve a variety of complementary roles as part of an overall infrastructure allocation. It can complete a portfolio, preserve liquidity, gain immediate exposure, access tactical opportunities and stay on top of trends.

By Emily Foshag

Infrastructure has increasingly featured as a distinct allocation within institutional portfolios. Traditional infrastructure assets typically share specific attributes that support the delivery of steady investment returns throughout an economic cycle. These businesses usually provide services that are essential to society and operate under regulated or contracted frameworks, offering a high degree of revenue and cash flow visibility, as well as income.

Historically, many investors have achieved infrastructure exposure through private markets, by investing in private equity fund structures or into assets directly. Access to infrastructure is also possible through listed

equity strategies. The long-term return drivers of listed infrastructure tend to closely mirror those of private equity infrastructure strategies, as such long-term investment returns have been comparable.

Listed infrastructure can serve a variety of strategic and tactical roles as part of an overall infrastructure allocation. We explore the most common reasons institutional investors may benefit from combining public and private infrastructure exposure.

## Portfolio completion

While there is overlap in the available opportunity set across private and public markets, the two universes are notably different in many respects.

Asset value in private markets is heavily skewed towards Europe, while most of the listed infrastructure market cap remains in North America. Public markets offer greater exposure to utilities companies, railroad operators and cell phone tower operators. The private markets opportunity set is focused on individual renewables assets, while listed firms more likely feature renewable generation that is fully integrated into utility or even transportation operations that drive the closure of thermal generation. Evidence of carbon emissions reduction may therefore be more robust in listed infrastructure portfolios.

Listed infrastructure also has the potential to introduce differentiated and complementary exposures at the company level, by stage of development and to businesses where scale matters.

For example, all 46 airports in Spain are operated by a publicly traded company and access to this high-quality asset base requires public markets exposure. All Australian airports, on the other hand, can only be accessed through private markets. Most private strategies focus on operational, or brownfield, assets with relatively minor capital investment requirements. Publicly traded infrastructure companies are typically heavy deployers of capital, frequently developing new assets across their service territories. Listed infrastructure companies may provide differentiated exposure to newer asset types and evolving technologies. In public markets, such risks are more easily diversified away by companies of a certain scale.

## Liquidity preservation

Investing in private equity infrastructure generally necessitates the lock up of

**FIGURE 1: HISTORICAL RETURNS OF LISTED AND PRIVATE INFRASTRUCTURE ARE COMPARABLE**



Source: FactSet, Preqin, Principal Real Estate Investors. As of 31 March 2022. Listed Infrastructure is represented by the FTSE Global Core Infrastructure 50/50 Index. Private equity infrastructure is represented by the Preqin private infrastructure index with performance lagged by one year.

capital for years. Reserving a modest portion of an overall infrastructure allocation for listed infrastructure equities can help strike the right balance between asset class exposure and liquidity without sacrificing total exposure to infrastructure. This approach can prove advantageous through periods when an overall infrastructure allocation outperforms other assets, as it is relatively straightforward to divest from listed infrastructure to bring the overall allocation back in line with a strategic target.

### Immediate asset class exposure

The listed infrastructure universe comprises \$ 4.5 trillion in market capitalization and average daily traded volume exceeds \$ 15 billion. Even the largest of institutional investors should have confidence in how quickly money can be put to work when investing in infrastructure through the public equity markets.

Maintaining some degree of listed infrastructure exposure allows investors to quickly reinvest income or sales proceeds received from private infrastructure investments and can help maintain desired asset class exposure in advance of anticipated capital calls.

### Tactical opportunities

Listed infrastructure offers a tool for investors looking to tactically adjust exposure to certain segments of the infrastructure market. A desired exposure to different sectors, geographies, asset lifecycles and even specific assets can be achieved relatively precisely via the public markets, requiring little advance

planning. By maintaining strategic exposure to both listed and private equity infrastructure, investors are positioned to take advantage of relative valuation opportunities that arise.

Public equity markets tend to overshoot fundamentals, both to the upside and the downside. In public markets, technical selling and short-term trading activity may further exacerbate disconnects between business fundamentals and company valuations, especially during periods of high uncertainty. Volatility is often viewed as a proxy for risk, yet it can create opportunities for long-term investors to add or increase exposure to quality infrastructure businesses trading at compelling valuations.

The coronavirus pandemic provided an opportunity for investors in listed infrastructure to benefit from volatility. An acceleration of take-private transactions over the past 18 months has highlighted a valuation dislocation between public and private markets.

Private infrastructure transactions have consistently occurred at an average premium to listed trading multiples of over 30% for over a decade, while few private infrastructure owners have relied on the public equity markets as a successful exit strategy during this time. Private equity infrastructure fund managers have proven adept at recognizing and taking advantage of value in publicly traded infrastructure when and where it occurs. Institutional investors, we believe,

have this same opportunity to capture relative value through investing in listed infrastructure themselves.

### Understanding forward-looking trends

For investors, maintaining a relationship with a listed infrastructure manager can provide a window into actionable insights across an entire infrastructure allocation. Listed infrastructure businesses tend to be more heavily involved in new asset development than their private counterparts and the scale at which public companies operate means there is more likely to be budgeted for investment in emerging technologies.

In addition, public equity markets are well-recognized as a potential leading indicator of private market valuation. Having access to first-hand commentary on recent share price movements can support institutions in assessing where there may be downward pressure on private market valuations. ■

#### Disclaimer

Investing involves risk, including possible loss of principal. Past performance does not guarantee future results. Infrastructure issuers may be subject to regulation by various governmental authorities and may also be affected by governmental regulation of rates charged to customers, operational, tariffs and changes in tax laws, regulatory policies and accounting standards. Foreign securities involve special risks, including currency fluctuations, lower liquidity, political and economic uncertainties and differences in accounting standards. Some international securities may represent small- and medium-sized companies, which may be more susceptible to price volatility and may be less liquid than larger companies.

Views and opinions expressed are accurate as of the date of this communication and are subject to change without notice. This material may contain "forward-looking" information that is not purely historical in nature and may include, among other things, projections and forecasts. There is no guarantee that any forecasts made will come to pass. Reliance upon information in this material is at the sole discretion of the reader.

The information in the article should not be construed as investment advice or a recommendation for the purchase or sale of any security. The general information it contains does not take account of any investor's investment objectives, particular needs, or financial situation. © 2022 Principal Financial Services, Inc. Principal®, Principal Financial Group®, and Principal and the logomark design are registered trademarks of Principal Financial Services, Inc., a Principal Financial Group company, in the United States and are trademarks and services marks of Principal Financial Services, Inc., in various countries around the world.



**Emily Foshag**

Portfolio Manager Listed Infrastructure, Principal Real Estate, Principal Asset Management

## SUMMARY

Many investors have achieved infrastructure exposure exclusively through private markets, but it may also be accessed through listed infrastructure equity strategies.

The lower volatility typical of private infrastructure is a characteristic of private markets in general, not a benefit specific to private infrastructure.

Listed infrastructure can serve many complementary roles as part of an overall infrastructure allocation: to complete a portfolio, preserve liquidity, gain immediate exposure, access tactical opportunities and stay on top of trends.

# Rusland – land dat anders wil zijn

Door *Hans Amesz*

Het boek 'Rusland – land dat anders wil zijn' van historicus Gijs Kessler is een persoonlijke terugblik op de vijftientig jaar moderne Russische geschiedenis die hij van zeer nabij meemaakte. Hij bezocht het land voor het eerst in 1991 en woonde en werkte van 2002 tot 2016 in Moskou. In vijf hoofdstukken beschrijft Kessler helder en indringend, op basis van eigen uitgebreid onderzoek en mede aan de hand van de levensverhalen van vrienden, de ingrijpende veranderingen die Rusland heeft doorgemaakt sinds het uiteenvallen van de Sovjet-Unie.

De thema's van de verschillende hoofdstukken zijn: (1) de vrijheden die de Russen kregen in 1991, (2) de nog aanwezige 'schim in de kamer', het Sovjetverleden, bejubeld of beschimpt, maar nog steevast een maatstaf voor ontwikkelingen in het heden, (3) de omvorming van een centraal geleide staatseconomie naar een kapitalistische markteconomie, en (4) de goeddeels mislukte poging om Rusland om te vormen van een strak geleide eenpartijstaat naar een democratische rechtsstaat.

Het laatste hoofdstuk van het boek gaat in op wat volgens Kessler misschien wel de meest fundamentele, maar ook de minst onderkende verandering is die Rusland heeft doorge-

maakt, namelijk die van een vrijwel geheel van de buitenwereld afgesloten maatschappij naar een in essentie open samenleving, vervlochten met de wereldeconomie en in interactie met de rest van de wereld. De auteur vindt het dan ook bijzonder bitter dat, op het moment dat zijn boek ter perse ging, juist deze verworvenheid ten prooi viel aan de verregaande sancties die Rusland over zich heeft afgeroepen met de inval in Oekraïne. Sinds 2007 spreekt Poetin vijandige taal tegen het Westen, heeft hij oorlog gevoerd tegen Georgië, heeft hij de Krim ingenomen, is hij de Donbas binnengevallen en nu voert hij een oorlog tegen Oekraïne.

Op economisch gebied geldt: hoe machtiger de staat, hoe machtelozer de ondernemer. De dagen dat het enkel nog om gedwongen winkelnering ging, zijn reeds lang vergleden. Naarmate Poetin en zijn getrouwen hun greep op het land verstevigen, neemt de inzet toe. Ondernemers die succesvolle bedrijven hebben opgebouwd, worden eenvoudigweg gedwongen hun bedrijven over te doen aan veiligheidsmensen en andere insiders die in het land de dienst uitmaken. Goedschiks of kwaadschiks. Want wie niet meewerkt, wordt op grond van al dan niet valse beschuldigingen in de gevangenis gezet. En zo smaakt, aldus Kessler, de ingevoerde markteconomie, ondanks de grote welvaart die ze bracht, uiteindelijk toch bitterzoet.



**Gijs Kessler**  
Rusland – land dat anders wil zijn  
Prometheus  
ISBN: 9789044650327

# Het einde van de BV Nederland

Door *Hans Amesz*

Het sociaal contract tussen de burgers en hun overheid is volgens Kim Putters, tot voor kort Directeur van het Sociaal en Cultureel Planbureau (SCP) en inmiddels Voorzitter van de Sociaal- Economische Raad (SER), afgebokkeld, terwijl we op elkaar moeten kunnen rekenen.

De kern van ons sociaal contract – het geheel van geschreven en ongeschreven regels waarin de overheid, burgers en bedrijven de macht met elkaar delen, verwachtingen van elkaar hebben en rechten en plichten delen – is, aldus Putters, dat we het vertrouwen hebben dat alle belangen gewogen worden ten behoeve van een gedeelde toekomst. Om de samenleving mee te nemen op weg

naar die toekomst, en in het streven naar meer duurzaamheid, inclusie, democratie en een gezonde leefomgeving (dus: brede welvaart), blijft het onverminderd belangrijk dat de politiek een herkenbaar verhaal vertelt. De overheid moet de menselijke maat centraal stellen, waarop het parlement, de wetgevingsadviseurs en media structureler moeten toetsen.

Putters pleit voor meer ruimte voor strategisch denkende ambtenaren die de menselijke maat tot aan de ministerraad op tafel leggen, ook als politiek assistenten dat onverstandig vinden. Oftewel: ambtenaren die de smalle blik van het spreadsheetdenken over mensen doorbreken, die afrekenen met het ingeslopen dedain over de uitvoering en die samenwerking zoeken.



**Kim Putters**  
Het einde van de BV Nederland  
Prometheus  
ISBN: 9789044651539

# Liberalism and its Discontents

Door Joost van Mierlo

Met de val van de Berlijnse Muur en het desintegreren van de Sovjet-Unie was er volgens de Amerikaanse politicoloog en filosoof Francis Fukuyama een einde gekomen aan de geschiedenis. De liberale democratieën hadden het pleit in hun voordeel beslecht. Maar ergens ging het mis. Was het te wijten aan 9/11, de Irakoerlog of de kredietcrisis van 2008? Was het de opkomst van potentaten, zoals Vladimir Poetin en Xi Jinping? Of was het presidentschap van Donald Trump van invloed?

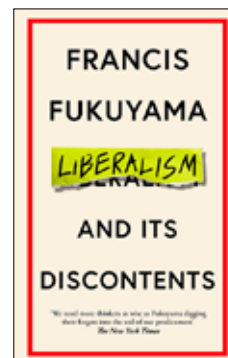
Pleitbezorgers van het liberalisme werden in de verdediging gedwongen en dit boek is een laatste poging van Fukuyama om het voor het liberalisme op te nemen. Met het liberalisme vindt hij nog steeds niets mis. Het is alleen in de loop der jaren door links en vooral door rechts verkeerd geïnterpreteerd.

Voor een voormalig medewerker van Ronald Reagan is het opmerkelijk dat Fukuyama afstand neemt van het neoliberalisme.

Hij noemt dit een doorgeschoten vorm van liberalisme waarin de aan haar lot overgelaten markt heilig is verklaard. Maar dat was nooit de bedoeling van de door Fukuyama bewonderde 'klassieke' liberalen als Jean-Jacques Rousseau, James Madison en andere grondleggers van de Verenigde Staten en vooral Immanuel Kant.

Deze klassieke liberalen zouden geschokt zijn om te zien wat er in hun naam, of in elk geval in de naam van hun liberale traditie, aan ongelijkheid is gecreëerd in westerse samenlevingen. Dat geldt volgens Fukuyama vooral voor de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, de twee westerse landen die hij het beste kent.

Het boek gaat met name om het adresseren van de problemen. Voor het uitwerken van oplossingen is het boek gewoonweg te kort. Maar voor het vinden van oplossingen is de diagnose die Fukuyama beschrijft waarschijnlijk onontbeerlijk. De rest laat hij over aan de geschiedenis, die gelukkig nog niet voorbij is.



**Francis Fukuyama**  
Liberalism and its Discontents  
Profile  
ISBN: 9781800810082

## Disorder

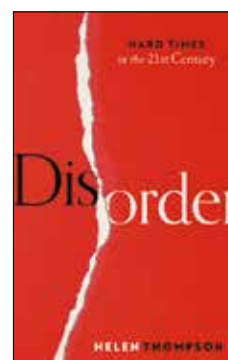
Door Joost van Mierlo

Energie is een bepalende factor als het gaat om het economische lot van verschillende landen. Dat is de boodschap van het nieuwe boek van Helen Thompson, een econoom die verbonden is aan de Universiteit van Cambridge. Dat blijkt ook nu weer bij de oorlog tussen Rusland en Oekraïne. Het toeval wil dat het boek van Thompson op dezelfde dag verscheen dat de Russische tanks Oekraïne binnenvielen.

De opkomst van de Verenigde Staten, de uitkomst van de grote wereldoorlogen en feitelijk alle belangrijke politieke ontwikkelingen van de afgelopen anderhalve eeuw worden door Thompson verklaard door de aanwezigheid van en de behoefte aan olie. Om maar een voorbeeld te noemen: de politieke onrust die is ontstaan in westerse landen is deels het gevolg van het wegtrekken van de traditionele industrie naar met name China. Dat had te ma-

ken met kostenvoordelen die konden worden behaald. Niet alleen op het gebied van personeel, maar ook op het gebied van energie.

Dit zal veranderen als gevolg van de energietransitie die plaatsvindt. Niemand weet precies hoe dat uit zal pakken, aldus Thompson, maar het zal in ieder geval niet betekenen dat de bestaande geopolitieke verhoudingen, die gedomineerd worden door olie en gas, snel zullen veranderen. Sinds de eerste grote klimaatbijeenkomst van de Verenigde Naties is de consumptie van steenkool wereldwijd met twee derde gestegen, die van olie met een derde en die van gas met vier vijfde. Er is niets dat erop wijst dat dit de komende jaren wezenlijk zal veranderen. De meeste plannen om een wereld zonder fossiele brandstoffen te creëren zijn vooralsnog luchtkasten gebleken. Alleen door te beseffen hoe cruciaal energie is, kan een succesvolle transitie worden gerealiseerd, zo meent Thompson.



**Helen Thompson**  
Disorder  
Oxford University Press  
ISBN: 9780198864981

# Volatiliteit weet van geen wijken

**De bekende analist Dr. Edward Yardeni heeft vaak gewezen op de vier D's die de afgelopen decennia neerwaartse druk op inflatie veroorzaakten: Détente, (technological) Disruption, Demography en Debt.**

**Détente:** Na de Koude Oorlog was sprake van een relatief rustige geopolitieke periode waarin globalisering alle ruimte kreeg, met groeiende welvaart en deflatoire druk tot gevolg.

**Disruption:** Technologische vooruitgang werkt (op den duur) vaak productiviteitsverhogend en kostenverlagend. Bovendien was de technologiesector zelf een toonbeeld van sterke concurrentie en prijsdrukkende ontwikkelingen.

**Demography:** Demografische trends hadden eveneens een deflatoir effect. De bevolking groeide sterk en door het einde van de Koude Oorlog kwam een extra reservoir aan potentiële werknemers beschikbaar. Dit zorgde voor neerwaartse druk op loonstijgingen.

**Debt:** Daarnaast zorgde de kredietcrisis die volgde op de enorme schuldenopbouw tot 2008/2009 voor deflatoire krachten aan de vraagkant. Aan de aanbodzijde zorgden de volledig doorgedraaide kredietactiviteiten voor een deflatoir effect, onder meer doordat de financialisering van de economie goedkoop kapitaal opleverde om nieuwe technologieën te financieren die deflatoire effecten met zich meebrachten.

Bovenstaande krachten werken op dit moment juist veelal inflatoir. De globalisering zit in de verdrukking. De weerstand tegen migratie is toegenomen en protectionisme zit in de lift. De wereld beweegt richting Koude Oorlog 2.0 en er is een hete oorlog gaande met een kernmacht die over duizenden nucleaire wapens beschikt. Het wantrouwen tegenover de invloed van buitenlandse techbedrijven groeit en de pandemie en oorlog hebben landen door-drongen van de kwetsbaarheid ten aanzien van aanvoerlijnverstoringen en de afhankelijkheid van andere landen.

De steeds extremere weersverschijnselen hebben de urgentie tot het overschakelen

op duurzame energie en tot het zuiniger omspringen met energie in een stroomversnelling gebracht. De Oekraïne-oorlog heeft onderstreept hoe afhankelijk we nog zijn van 'ouderwetse' energievormen en veel landen hebben het deksel op de neus gekregen voor het in de ban doen van fossiele investeringen. De energiemix is voor wat betreft de vraag nu totaal niet in balans met de beschikbare energie, met immense prijsstijgingen tot gevolg. Oorlog en extreem weer vergroten de druk om de klimaattransitie te realiseren. Daarvoor zijn enorme investeringen en veel grondstoffen nodig, waardoor het duurzaamheidsproject in eerste instantie de inflatie versterkt.

Ook op demografisch gebied brandt een vuurtje dat de inflatie aanwakkert. Zo moeten steeds minder werkenden voor steeds meer gepensioneerden zorgen. Doordat arbeid relatief schaars is geworden, moeten bedrijven meer loon bieden. Als de lonen maar ver genoeg oplopen, zullen ondernemingen meer investeren in technologie. En dat kan op termijn weer neerwaartse druk op de inflatie met zich meebrengen. Maar in eerste instantie zullen de inspanningen om minder afhankelijk te worden van arbeid veel geld vragen en de inflatie juist stimuleren.

Ook schuldenbergen hebben nu vooral een inflatoir effect. Autoriteiten haalden ongekend grof geschut van stal om te voorkomen dat corona de economie tot zinken zou brengen. De vraagkant werd kunstmatig op peil gehouden, maar door COVID-19 en de Oekraïne-oorlog raakten aanvoerlijnen volledig verstoord, waardoor de aanbodkant ver achterbleef bij de vraagzijde, wat inflatie in de hand werkt.

Gezien het bovenstaande wordt het nog een helse klus om de inflatie te beteugelen. Overheden geven meer uit en lenen meer, arbeid is op veel plekken ontzettend schaars, de globalisering staat onder druk, geopolitieke spanningen nemen toe, de klimaatverandering wordt onvoldoende aangepakt, aanvoerlijnen blijven haperen en centrale banken verliezen geloofwaardigheid. Het is niet voor niets dat ECB-lid Isabel Schnabel sprak over de overgang van The Great Moderation naar The Great Volatility. ■



Door **Andy Langenkamp**, Senior Political Analyst bij ECR Research



# Sjoerd Lont

## Van Kempen naar Tikehau Capital



**2003**

Bedrijfskunde van de Financiële Sector (BFS), Vrije Universiteit Amsterdam

**1975**

Geboren te Leidschendam

### Proficiat met uw nieuwe stap. Hoe bevalt uw nieuwe functie?

Uitstekend. Tikehau Capital is een Alternative Asset Management-groep die rechtstreeks in de reële economie belegt via private debt, private equity, vastgoed en infrastructuur. We staan schouder aan schouder met ondernemers en ondersteunen bedrijven met duurzaam institutioneel kapitaal. Amsterdam is één van onze dertien locaties wereldwijd en dat toont ons commitment in Nederland. Ik mag dat commitment verder helpen uitbouwen. Het is een prachtfunctie.

### U begon uw carrière bij ABN AMRO MeesPierson. Wat heeft u daar gedaan?

Ik was altijd actief in commerciële functies. Bij MeesPierson leerde ik wat 'intrapreneurship' behelst. In de dealingroom realiseerde ik me dat je altijd een eigen keuze hebt of je voor de korte of voor de lange termijn gaat. Ik koos voor het laatste en belandde in het asset management: minder transactiegedreven 'pain' en meer relatiegedreven 'gain' voor de lange termijn. Dat ligt me goed.

### Daarnaast heeft u ook in diverse functies gewerkt bij Lombard Odier Asset Management en Van Lanschot Kempen. Kunt u heel kort aangeven welke kennis u bij deze werkgevers heeft opgedaan?

Bij Lombard Odier ontstond een gezonde interesse in vastrentende waarden, private equity en infrastructuur. Daarnaast heb ik vroeg affiniteit opgedaan met duurzaamheid. Bij Van Lanschot Kempen was dit vastgoedexpertise en leerde ik door een fiduciaire bril te kijken.

### Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met Tikehau Capital?

Ik kwam tweeënhalve jaar geleden met Tikehau Capital in contact en we hebben toen verkennende gesprekken gevoerd. Begin dit jaar raakte ik wederom geïnspireerd door dit bedrijf en besloot ik dat de tijd rijp was voor deze overstap.

### Op welk vlak kunt u de expertise die u heeft opgedaan, gebruiken in uw nieuwe functie?

Allereerst op het vlak van het opbouwen van relaties. Ook heb ik verschillende succesvolle 'co-creatie'-trajecten in de BV Nederland van nabij mogen aanschouwen. Bestuursfuncties bij CFA en VBA verrijkten mijn kennis, mijn netwerk en het verlangen dit meer maatschappelijk in te zetten. Mijn ervaring en creativiteit bij het organiseren van events kan daarbij waardevol zijn.

### Vindt u het een uitdaging om opnieuw te beginnen? Eerder inspirerend! Het voor-

deel van ons kantoor in Amsterdam, naast ons hoofdkantoor in Parijs, is dat we de 'oer-Hollandse' klant beter kunnen bedienen en waarde kunnen toevoegen door rechtstreekse toegang te bieden tot de reële economie. Tikehau Capital anticipeert heel snel in de vertaling van het klimaatdossier naar concrete beleggingen. Daartoe creëer ik graag een door vraag gestuurde brug tussen onze klantdoelstellingen en onze capaciteiten.

### Wat verwacht u als Executive Director Business Development voor Nederland te verwezenlijken?

We staan in Europa op een kruispunt van trendbreuken (demografisch, klimaat en geopolitiek). Dit biedt kansen voor 'omdenkers' die anticiperen en dieper naar de EU durven te kijken in plaats van breder (VS, Azië). Wij bieden hiervoor een platform van lokale impactbeleggingen. Daarbij wordt rechtstreeks, wederkerig en dicht bij huis belegd, zonder concessies te hoeven doen aan risicorendementsverhoudingen. 'Creëren, niet concurreren', zo stellen we hier. Private debt biedt naast flexibiliteit ook de mogelijkheid impact te genereren, hetgeen, mits weloverwogen, de identificatie van deelnemers met hun pensioenfondsen kan vergroten.

### Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

Een doelmatig (pensioen)product blijft vooropstaan. Ook family offices, verzekeraars en vermogensbeheerders weten ons unieke aanbod te waarderen. Door deze partijen toegang te bieden tot Europese alternatieve beleggingen, geef ik mede richting aan de (groene) impact die we als Tikehau Capital willen maken in de BV's Nederland, Benelux en Europa. Dat voelt voor mij niet als ambitie, maar als een morele plicht die ik graag omarm. ■

**Herman Kleeven**

versterkt het Sustainable Equity-team van Van Lanschot Kempen als Investment Lead.

**Franca Vossen**

is benoemd tot Chief Risk Officer bij FMO.

**Paula Mooij**

is aangesteld als CEO van ABN AMRO Verzekeringen.

**Peter Borgdorff**

is benoemd tot Voorzitter van de Raad van Commissarissen van Lifetri.

**Kees Verbaas**

is aangesteld als Global Head of Fundamental Equity bij Robeco.

**Jan Bertus Molenkamp**

is toegetreden tot de Beleggingscommissie van De Nationale APF.

**Rick Niemeijer en Michiel Santing**

gaan aan de slag bij BNP Paribas Real Estate in Nederland respectievelijk als CEO en Directeur Capital Markets.

**Patricia Alblas**

is als ESG Officer bij Achmea Bank in dienst getreden.

**Jeroen Wahlen**

is gestart als Investment Manager bij Pensioenfonds DHL.

**Niels van de Westelaken**

is begonnen als Investeringspecialist bij Somerset Capital Partners.

**Peter de Groot**

is benoemd tot Directeur a.i. van DSM Pension Services (DPS).

**Ronald van Dam**

is begonnen als Actuaris bij PGB Pensioendiensten.

**Wai Lee Koon**

is aangesteld als Junior Portfolio Manager Fixed Income bij MN.

**Stephane Degroote**

is aangesteld als Global Head of Investable Products Sales bij Qontigo.

**Jeff de Haan**

heeft zich aangesloten bij OAKK Capital Partners als Strategic Advisor.

**Ruben Welleweerd**

is benoemd tot Portfolio Manager International Real Estate & Infrastructure bij MN.

**Jacob Otto**

is aangesteld als Director, Product Specialist bij IFM Investors.

**Arthur van der Wal**

is benoemd tot Divisievoorzitter Pensioenen bij Achmea.

**Leo Niers**

is aan de slag gegaan als Head of Client Education Europe bij Capital Group.

**Rik Grutters**

is aangesteld als Teamleider Pensioenen bij FNV.

**Raymond de Kuiper**

is in dienst getreden als Client Solutions Manager Netherlands bij BNP Paribas AM.

**Alexander Preininger**

is benoemd tot Hoofd Sales & Marketing van Robeco en treedt per 1 november toe tot de Raad van Bestuur.

**Arnold Gast**

is aangesteld als Director ESG Research bij Morningstar. Hij blijft actief als Vicevoorzitter van de RvT van Dynamic Credit.

**Luc Stultiens**

wordt Partner bij AethiQs.

**Gerard van de Kuilen**

is toegetreden tot het bestuur van Pensioenfonds Huisartsen.

**Thijs Aaten**

is aangesteld als Chief Executive Officer van APG Asset Management in Azië.

**Catharien Hamerslag**

is benoemd als Bestuurslid van de Kring van Pensioenspecialisten.

**Karin Bitter**

is toegetreden tot de Raad van Toezicht bij Pensioenfonds AkzoNobel.

**Stanley Meles**

maakt nu deel uit van het bestuur van Pensioenfonds Hoogovens.

**Angeles Toledo en Roeland Tso**

zijn aangesteld als ESG-adviseurs bij Blue Sky Group.

**Bas van Ooijen**

is aangesteld als Manager Vermogensbeheer bij Pensioenfonds Horeca & Catering.

**Michael van Ommeren**

is aangetreden als Chief Financial & Risk Officer bij APG Asset Management.

**Dennis van Alphen**

is benoemd tot Hoofd Infrastructuurbeleggingen bij PGGM.

**Pieter Kiveron**

is namens VNO-NCW benoemd tot Voorzitter van de Private Pensions Expert Group van BIAC.

**Soroosh Nassiri Nezhad, Sandeep Sam Sin en Carlo Splint**

komen BlackRock versterken, respectievelijk als Associate en Director in het WPSS-team en als Director in het Institutional Client Business-team.

**David Harleman**

is benoemd tot Hoofd Fund Management bij a.s.r. real estate.

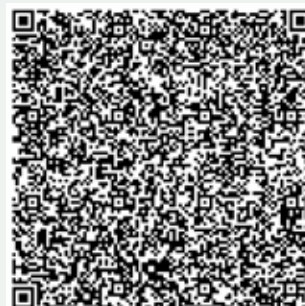
**Matthijs van der Hoek, Alexander Jägers en Barry van Engelenhoven**

hebben zich aangesloten bij Wealth Management Partners in de functies van respectievelijk Director Operations & IT, Risk & Compliance Officer en Portfolio Manager.

**Pim Baljet, Teetse Holtrop, Rob van Wechem, Zhico Hu, Michael Holtzapfel, Herman van Dijk, Marjolein Boers en Walter Jans**

zijn in dienst gekomen van Bank ten Cate & Cie. Zij komen allen over van InsingerGillissen.

**Check onze website voor meer informatie over deze én andere moves:**



# FINANCIAL INVESTIGATOR

## INVITATION

Seminar 'Geopolitical Turmoil & High Inflation:  
How to position your portfolio for 2023 and beyond'

Date: 10 November 2022 – 1.00–5.15 pm

Location: Rosarium, Amsterdam

How will a looming recession, high inflation and geopolitical turmoil affect the investment outlook for 2023 and beyond? Which asset classes will be most impacted? Should you adjust your portfolio?

On **Thursday 10 November 2022**, Financial Investigator is hosting an educational seminar on the influence geopolitical developments will have on various asset classes and **how to position your portfolio for 2023 and beyond**.

The seminar will be led by **Kees Verbaas**, Global Head of Fundamental Equity at Robeco.



Top speakers will share their views with you, including:

- **Han Dieperink**, Chief Investment Strategist, Auréus
- **Thomas Haugaard**, Portfolio Manager, Emerging Markets Debt Hard Currency, Janus Henderson Investors
- **Martyn Hole**, Equity Investment Director, Capital Group
- **Bob Homan**, CIO, ING Investment Office
- **Volkert de Klerk**, CIO, Roots Investments
- **Joseph Little**, Global Chief Strategist, HSBC Asset Management
- **Edin Mujagić**, Chief Economist, OHV Wealth Management
- **Katharine Neiss**, Chief European Economist, PGIM Fixed Income
- **Steven Oh**, CFA, Global Head of Credit and Fixed Income, PineBridge Investments
- **Roelof Salomons**, Professor Investment Theory and Asset Management, University of Groningen, Independent Investment Consultant, Member various investment committees
- **Hans Stegeman**, Chief Investment Strategist, Triodos Investment Management
- **Ralph Wessels**, Chief Investment Strategist, ABN AMRO

### Registration:

Participation is open to buy-side investment professionals, such as fund selectors and investment advisors working for pension funds, fiduciary managers, family offices, consultancy firms, banks, insurers or independent asset managers.

More information: [financialinvestigator.nl/seminar-10-11-2022](https://financialinvestigator.nl/seminar-10-11-2022)



### Seminar sponsors:



**SCHAATS  
VOOR KIKA**  
OP DE WEISSENSEE

**Kika**  
kinderenkankervrij



# SCHAATS DE ALTERNATIEVE ELFSTEDENTOCHT VOOR KINDEREN MET KANKER!

**27 JANUARI 2023**



KIJK OP  
**SCHAATSVOORKIKA.NL**