

FINANCIAL INVESTIGATOR

RISICO'S KLIMAAT- VERANDERING NOG ALTIJD ONDERSCHAT

Associate Prof. Thom Wetzer,
University of Oxford

RONDE TAFEL ACTIVE & PASSIVE INVESTING

8 experts aan het woord

UITSLUITING BIJ DUURZAAM BELEGGEN UITERSTE STAP

Interview Hilde Veelaert,
ACTIAM



RONDE TAFEL
Sustainable Investing
in Real Assets

De toekomst is niet meer wat ie geweest is

De pensioentransitie is onafwendbaar. De wetgeving is uitgesteld, maar de toekomst is al begonnen. En onze gemotiveerde specialisten zijn er klaar voor.

Samen met onze klanten zetten wij grote stappen richting het nieuwe pensioenstelsel. Wilt u dat ook? Kijk voor meer informatie over onze aanpak van de pensioentransitie op: www.blueskygroup.nl/transitiever snellers



De transitiever snellers



Blue Sky Group

HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

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

RAAD VAN ADVIES

Han Dieperink
 Justus van Halewijn
 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

Gosse Alserda, Wim Barentsen, Effi Bialkowski,
 Marleen Bikker-Bekkers, Frank van Blokland,
 Janwillem Bouma, Gerald Cartigny, Han Dieperink,
 Martijn Euverman, Peter van Gool, Dan Grandage,
 Bruno de Haas, Jochen Harkema, Harry van den
 Heuvel, Otto Hulst, Thijs Jochems, Vitali Kalesnik,
 Jelmer Kalisvaart, Thomas Kieselstein, Miika
 Kotaniemi, Gunther Kraut, Gerard van de Kuilen,
 Raymond de Kuiper, Ingrid Kukuljan, Georgina Laird,
 Kenneth Lamont, Onno de Lange, Andy Langen-
 kamp, Karlijn van Lierop, Michel van Mazijk, Vanessa
 Menzies, Jitzes Noorman, Helena Olin, Simon
 Oosterhof, Auke Plantinga, Emanuel van Praag,
 Johannes Probst, Pim Rank, Sebastiaan Ranner,
 Sophie Robé, Annebeth Roor, Jill Rootsaert, Mara
 Schneider, Duco Slob, Jérôme Sousselier, Maarten
 Spek, Ilkka Tomperi, Vincent Triesschijn, Geert-Jan
 Troost, Hilde Veelaert, Guido Verhoef, Marc Vijver,
 Thom Wetzter, Christopher Wright en Kirsten
 Zondervan

FOTOGRAFIE

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

UITGEVER

Financial Investigator Publishers B.V.
info@financialinvestigator.nl

ABONNEMENTEN

Financial Investigator wordt via controlled
 circulation uitsluitend verspreid onder profes-
 sionele 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. Voor verzending naar
 het buitenland brengen wij portokosten in
 rekening. Neem voor meer informatie contact met
 ons op via 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-
 matigd, 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.

Zware inspanningsverplichting

Shell moet sneller verduurzamen na de uitspraak van de rechtbank in Den Haag. Deze bepaalde onlangs dat het bedrijf de uitstoot van CO₂ in 2030 met 45% moet hebben teruggebracht. De uitstoot wordt gemeten in drie zogeheten scopes. Scope 1 omvat alle uitstoot die Shell zelf veroorzaakt bij haar activiteiten ten aanzien van winning en verwerking van olie en aardgas. Onder scope 2 valt alle uitstoot die wordt veroorzaakt bij het opwekken van fossiele stroom en warmte van andere energiemaatschappijen die Shell gebruikt. Scope 3 betreft de uitstoot van de verkochte producten van Shell. Hierin zit de meeste uitstoot, in 2019 maar liefst zo'n 95% van alle uitstoot van Shell. De rechter heeft de oliemaatschappij verplicht tot het verminderen van de uitstoot in scope 1. Voor de andere twee scopes geldt een zware inspanningsverplichting.

Bestuursvoorzitter Ben van Beurden schrijft dat de energietransitie een te grote uitdaging is om door één bedrijf aangepakt te worden. Hij pleit daarom voor meer samenwerking met de samenleving, met klanten en met overheden.

In dit nummer besteden we veel aandacht aan ESG, Impact Investing & de SDGs. In het coverinterview benoemt Hilde Veelaert, de nieuwe CIO van



ACTIAM, vijf belangrijke ontwikkelingen: duurzaamheid, wet- en regelgeving, het nieuwe Pensioenakkoord, digitalisering en inflatie. De meeste aandacht gaat hierbij uit naar duurzaamheid en in het verlengde daarvan naar biodiversiteit. Veelaert formuleert een ambitieuze doelstelling: 'In 2030 mag er geen verlies van biodiversiteit meer zijn.'

Op 10 maart trad de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) in werking, als onderdeel van het EU Actieplan voor Duurzame Financiering, waarmee de Europese Commissie de transitie naar een circulaire economie wil bevorderen. Wat is nu precies de reikwijdte van de SFDR en wat zijn de uitdagingen die deze EU-regelgeving met zich meebrengt?

Tijdens de Ronde Tafel over Sustainable Investing in Real Assets delen experts uit Nederland en de Nordics hun visie ten aanzien van een van de belangrijkste discussieonderwerpen: welke doelen of KPI's moet je stellen als je belegt in Real Assets? En in hoeverre moeten deze doelen en KPI's gestandaardiseerd worden?

In het verlengde van deze invalshoeken belicht Thom Wetzter, Associate Professor aan de University of Oxford, hoe het zit met de kosten die gepaard gaan met klimaatverandering. Deze zouden wel eens hoger uit kunnen vallen als gevolg van de nog altijd woedende COVID-19-pandemie. De pandemie biedt echter ook mogelijkheden om klimaatverandering versneld aan te pakken.

Vanzelfsprekend is er in deze editie ook aandacht voor andere interessante onderwerpen. Zo organiseerden we een Ronde Tafel over de toegevoegde waarde van actief en passief beleggen. Ook staan we stil bij wat er onder het Nieuwe Pensioencontract voor pensioenfondsen gaat veranderen op het gebied van de afdekking van de rente en de inflatie.

Ik wens u veel leesplezier en een fijne zomer!

Jolanda de Groot
 Hoofdredacteur

Seminar 'Beyond ESG and
 Impact Investing: from
 nice-to-have to must-have'
 On SFDR, Climate-related Risks
 & Dilemmas in Manager
 Selection

September 9th, 2021
 from 12.15 p.m. until 5.30 p.m.
 B-Building, Amsterdam

Meer informatie
www.financialinvestigator.nl

Educatieve bijeenkomst
Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars

Maandagmiddag 27 september 2021 van 13.00 tot 16.45 uur

a.s.r. vermogensbeheer, Utrecht

Hoe ga je als verzekeraar om met het spanningsveld tussen rendement en balansvolatiliteit? Waar valt nog rendement te halen? Hoe aantrekkelijk zijn private markets?

Wat is de impact van de SFDR op verzekeraars? Hoe ga je om met klimaatrisico in de beleggingsportefeuille en op de balans en hoe meet je dit? Wat is de langetermijn-impact van de coronapandemie op de beleggingsportefeuilles van verzekeraars?

Op **maandagmiddag 27 september** zullen diverse experts van **13.00-16.45 uur** ingaan op het thema **Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars** ten kantore van **a.s.r. vermogensbeheer in Utrecht**. De middag wordt voorgezeten door **Pim Poppe**, Lead Consultant bij Probability & Partners.

Deze bijeenkomst heeft tot doel om verzekeraars:

- Verdieping te geven
- Praktische handvatten te bieden die meteen kunnen worden gebruikt.

Registratie

Deelname aan het seminar is gratis en staat open voor professionals die werkzaam zijn bij een verzekeraar en te maken hebben met Vermogensbeheer, Balansmanagement, Risk Management, Finance, ALM en verslaglegging.

Wij zien er naar uit u te mogen verwelkomen op onze educatieve bijeenkomst!

Kijk voor meer informatie op: www.financialinvestigator.nl/seminar-27-september

In samenwerking met:



COVERVERHAAL

12 Uitsluiting is bij duurzaam beleggen de uiterste stap, Interview met Hilde Veelaert, ACTIAM

THEMA ESG, IMPACT INVESTING & SDGs

8 Risico's klimaatverandering nog altijd onderschat, Interview met Associate Professor Thom Wetzter, University of Oxford

34 Gaan duurzame beleggers één taal spreken?

38 Integrating the UN Sustainable Development Goals, Quoniam Asset Management

40 Can ESG data help generate Alpha?, Goldman Sachs Asset Management

42 SFDR biedt geen officiële definitie van 'groen', maar wel een gezamenlijke taal, Interview met Emanuel van Praag, HVG Law LLP, en Annebeth Roor, Ernst & Young

46 Beware of garbage in, garbage out in carbon emissions data, Research Affiliates Global Advisors

48 Beleggen in de energietransitie van de Rotterdamse haven, Interview met Kirsten Zondervan, Havenbedrijf Rotterdam

50 Mini Ronde Tafel Impactbeleggen



Uitsluiting is bij duurzaam beleggen de uiterste stap



Ronde Tafel Active & Passive Investing

THEMA ACTIVE & PASSIVE INVESTING

24 Ronde Tafel Active & Passive Investing

THEMA DUURZAAM BELEGGEN IN REAL ASSETS

54 Round Table for Dutch and Nordic Investors on Sustainable Investing in Real Assets

64 Sustainable Investing in Real Assets according to Nordic investors



Risico's klimaatverandering nog altijd onderschat

S Gesponsord



Gaan duurzame beleggers één taal spreken?

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

- 16 De luiken zijn open**, Interview met Janwillem Bouma, Centraal Beheer APF
- 20 Afdekking van inflatie en rente onder het Nieuwe Pensioencontract**
- 68 Blijft het inflatiespook rondwaren en angst aanjagen?**, ECR Research
- 70 Marktplaats voor risk transfer van S epidemierisico's**, Munich Re
- 72 Cryptomunten: een nieuwe beleggingscategorie?**
- 74 Redemption rights bij SPACs**, Greenberg Traurig

COLUMNS

- 11 CFA Society VBA Netherlands:** Het Nieuwe Pensioencontract: Einde van de renteafdekking?
- 23 Bruno de Haas:** Klaar om de vorige oorlog te winnen
- 45 Thijs Jochems:** Een diepere duik in SDG 6: Het wereldwijde (grond)waterprobleem
- 53 IVBN:** Steunverlening aan horeca en retail noodzakelijk
- 66 Han Dieperink:** Crypto-Catch 22
- 78 Pim Rank:** Locatie rekening niet bepalend voor schadeclaims

RUBRIEKEN

- 6** Kort nieuws
- 76** Boeken
- 79** On the move special: **Otto Hulst**
- 80** On the move kort

EVENTS KALENDER

Ronde Tafels komende periode:

- 15 september:** Beleggen onder het Nieuwe Pensioencontract
- 17 september:** Where to find yield in Fixed Income?
- 15 oktober:** Fixed Income ETFs

Seminars komende periode:

- 9 september:** Beyond ESG and Impact Investing: from nice-to-have to must-have
- 27 september:** Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars
- 1 november:** Klimaatverandering, Klimaatrisico en Transitierisico voor Pensioenfondsen
- 11 november:** Where to find yield in (Alternative) Fixed Income?

S Gesponsord

ALLEEN VOOR PROFESSIONELE BELEGERS.

KEUZES ETHISCH BELEGGEN IMP
ACTIEF **DUURZAAM** GEÏNTEGREER
RAPPORTAGE CRITERIA TOEKOMS
DENE OBLIGATIES **BELEGGEN** SR
STEWARDSHIP KLIMAATRISICO V
GLOBAL COMPACT UITSLUITING M
EU **WORDT** SAMENLEVING GOED
LEID GEÏNTEGREERD ESG-SCORE
RANDERING **EENVOUDIGER** VISIE
OLSTOFVOETAFDRIK SCREENING

iShares. Duidelijk over duurzaamheid.

Indexbeleggen kan je meer houvast geven bij
de opbouw van een duurzame portefeuille.

Beleg in grotere perspectieven.

Beleggingsrisico.

Dit materiaal is uitsluitend bestemd voor verspreiding aan Professionele Cliënten (zoals gedefinieerd door de Autoriteit Financiële Markten of MiFID-regels) en andere personen die zich niet hierop te verlaten. Tot 31 december 2020, uitgegeven door BlackRock Investment Management (UK) Limited, erkend en gecontroleerd door de Financial Conduct Authority ("FCA"), waarvan het hoofdkantoor is gevestigd 12 Throgmorton Avenue, London, EC2N 2DL, Engeland, Tel +44 (0)20 7743 3000. Voor uw bescherming worden telefoongesprekken gewoonlijk opgenomen. BlackRock is een handelsnaam van BlackRock Investment Management (UK) Limited. Raadpleeg de website van de Financial Conduct Authority ("FCA") voor een lijst van geautoriseerde activiteiten die door BlackRock worden uitgevoerd. Vanaf 1 januari 2021, in het geval waarin het Verenigd Koninkrijk de Europese Unie verlaat zonder een overeenkomst te zijn aangegaan met de Europese Unie die ondernemingen in het Verenigd Koninkrijk in staat stelt om financiële diensten in de Europese Unie aan te bieden ("No Deal Brexit situatie"), is de uitgever van dit materiaal:

-BlackRock Investment Management (UK) Limited voor alle gebieden buiten de Europese Economische Ruimte; en

-BlackRock (Netherlands) B.V. voor binnen de Europese Economische Ruimte,

BlackRock (Netherlands) B.V. is geautoriseerd en gereguleerd door de Autoriteit Financiële Markten. Statutaire zetel Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, Tel: 020 - 549 5200, Tel: 31-20-549-5200. Handelsregister nr. 17068311 Voor uw bescherming worden meestal telefoongesprekken opgenomen. Elk onderzoek in dit document is ingekocht en kan door BlackRock voor eigen doeleinden zijn uitgevoerd. De resultaten van dergelijk onderzoek worden slechts incidenteel ter beschikking gesteld. De geuite meningen vormen geen investering of enig ander advies en zijn aan verandering onderhevig. Zij geven niet noodzakelijkerwijs de standpunten van een onderneming van de BlackRock Groep of een deel daarvan weer en er wordt geen garantie gegeven dat zij accuraat zijn. Dit document dient uitsluitend ter informatie en vormt voor niemand een aanbod of uitnodiging om te investeren in BlackRock-fondsen en is niet opgesteld in verband met een dergelijk aanbod.

© 2021 BlackRock, Inc. Alle rechten voorbehouden. 1649044

iShares[®]
by BlackRock

ASN IMPACT INVESTORS EN ACHMEA INVESTMENT MANAGEMENT

Nieuwe samenwerking op het gebied van duurzame fondsen

ASN Impact Investors stapt voor de uitvoering van het beleggingsbeleid van het ASN Duurzaam Aandelenfonds, het ASN Duurzaam Obligatiefonds en de ASN Duurzame Mixfondsen over naar Achmea Investment Management. Het beoogde moment voor de overstap is september 2021.

Deze fondsen worden op dit moment nog beheerd door ACTIAM. Het besluit om over te stappen is genomen na een zorgvuldige en weloverwogen

evaluatie conform het uitbestedingsbeleid. ASN Impact Investors startte begin 2020 een selectietraject om een alternatieve beheerder te vinden voor de bovengenoemde fondsen. In het selectietraject kwam Achmea Investment Management als best passende partner naar voren.

Net als bij de andere beleggingsfondsen van ASN zal Achmea Investment Management uitsluitend uitvoerder zijn van het beleggingsbeleid. De in-

vulling van het beleggingsbeleid en de duurzame selectie van de beleggingsuniversums blijft ook in de nieuwe samenwerking de verantwoordelijkheid van ASN Impact Investors. Daarnaast is besloten om het beleggingsproces van de betrokken beleggingsfondsen verder te verfijnen in lijn met het doel om in 2030 met alle beleggingen en investeringen per saldo een positief effect te hebben op klimaat, biodiversiteit en mensenrechten.

DE AGENDA VAN

Swanette van der Vegt

Prioriteiten zakelijk:

- Coördinatie van de jaarplanning en het vergaderingschema voor diverse gremia, zoals de RvC, het Coöperatiebestuur en de Ondernemingsraad.
- Afspraken maken voor de RvC-leden en hun aanspreekpunt zijn bij logistieke en praktische vragen.
- Coördinatiepunt zijn bij de werving van nieuwe leden voor EC of RvC en afspraken inplannen bij het inwerktraject.
- Bijeenkomsten organiseren. Dat zijn er in normale tijden veel. Bijvoorbeeld een meerdaagse communicatietraining voor zo'n 100 PGGM-managers. Ook de locaties regel ik. In deze COVID-19-tijd denk ik mee over en regel ik oplossingen. Sinds 2020 organiseer ik ook het Seneca-congres voor besturen en bestuurders in de zorgsector.
- Chauffeursritten coördineren.

- Uiteenlopend regelwerk: boeken, bloemen, de PFZW-strandbal, de PGGM-zonnebloemen en -paaseitjes, kerstpakketten met corona-extraatje en zorgen voor een COVID-19-proof aflevertraject.

Ook prioriteit:

- Gezond leven: dat gaat over eten, drinken, bewegen en goed slapen.
- Mijn familie zien: mijn moeder, broer, zussen, kinderen en kleindochter.
- Me bewust zijn van mijn ecologische voetafdruk. Dat komt neer op weinig vliegen, mijn e-bike gebruiken voor woon-werkverkeer, weinig vlees eten, fanatiek afval scheiden, zuinig stoken en meer.
- Op pad gaan met mijn vrienden, tot voor kort met thermosfles en zelf gesmeerde boterhammen. Nu kunnen we weer eens op een terras neerstrijken. Heerlijk!



Zij zorgt dat anderen kunnen doen wat ze moeten doen. Daarvoor faciliteert, coördineert, organiseert, informeert, annuleert, notuleert, documenteert en beheert Swanette van der Vegt zich een slag in de rondte. Waar zouden het Executive Committee en de Raad van Commissarissen van PGGM zijn zonder deze spin in het web?

PMT EN PME

Total moet sneller CO₂-uitstoot reduceren

De metaalfondsen PMT en PME willen dat oliebedrijf Total sneller zijn CO₂-uitstoot reduceert. De twee Nederlandse pensioenfondsen stemden daarom tijdens de aandeelhoudersvergadering op 28 mei tegen de klimaatstrategie van Total.

De aandeelhouders PMT en PME erkennen dat het oliebedrijf recent goede stappen heeft gezet op het gebied van duurzaamheid, maar toch vinden ze dat Total zijn CO₂-uitstoot sneller naar beneden moet brengen.

'We zijn positief over een aantal beleidsinitiatieven van Total, zoals de opschaling van de productie van hernieuwbare energie naar 100 gigawatt in 2030. Dit laat duidelijk zien dat het bedrijf stappen zet in de goede richting. Toch vinden we dat Total meer moet en kan doen om de CO₂-uitstoot te reduceren', zo stelt Hartwig Liersch, Chief Investment Officer bij PMT.



DWS

Blauwe economie komt op de radar

DWS ziet grote beleggingskansen in de blauwe economie. Hieronder vallen bedrijven die de zee op duurzame wijze gebruiken voor economische groei. Portefeuillemanager Paul Buchwitz: 'Het bbp van de blauwe economie werd door de Oeso in 2021 geschat op 1.500 miljard dollar en zal naar verwachting groeien tot 3.000 miljard dollar in 2030.

Oceaangerelateerde sectoren zullen sneller groeien dan de gevestigde economie.' Maar als we de blauwe economie tegen de 17 SDGs van de VN afzetten, is doel nummer 14 (het onderwaterleven) momenteel zwaar

onderbelicht bij beleggers, meent de ESG-expert. Volgens hem verandert dat nu snel, omdat beleggers hun ogen voor water als beleggingscategorie hebben geopend. Ook regelgeving en beleid geven de blauwe economie een duw in de rug.

Buchwitz ziet in drie gebieden interessante beleggingskansen. Ten eerste in oplossingen die de aquacultuur verduurzamen, ten tweede in het CO₂-neutraal maken van de scheepvaart en ten derde in bedrijven die (preventief) wat doen aan de plasticsoep die onze zeeën en oceanen vervuilen.

PGGM en MN gaan samenwerken

PGGM en MN, de uitvoeringsorganisaties van respectievelijk onder andere pensioenfondsen PFZW en onder andere pensioenfondsen PMT, gaan samenwerken op het gebied van IT-systemen voor de pensioenadministratie. Beide uitvoerders beogen hiermee op termijn kostenreductie door schaalvergroting te realiseren in combinatie met een hogere kwaliteit van dienstverlening

aan deelnemers en werkgevers. Bovendien moet de samenwerking bijdragen aan een soepele overgang naar nieuwe pensioencontracten. Bij een succesvolle realisatie van dit project zullen PGGM en MN mogelijk verdere samenwerking in de pensioenadministratie verkennen. Een belangrijke afweging daarbij is of samenwerking de belangen van de deelnemers van PMT en PFZW dient.

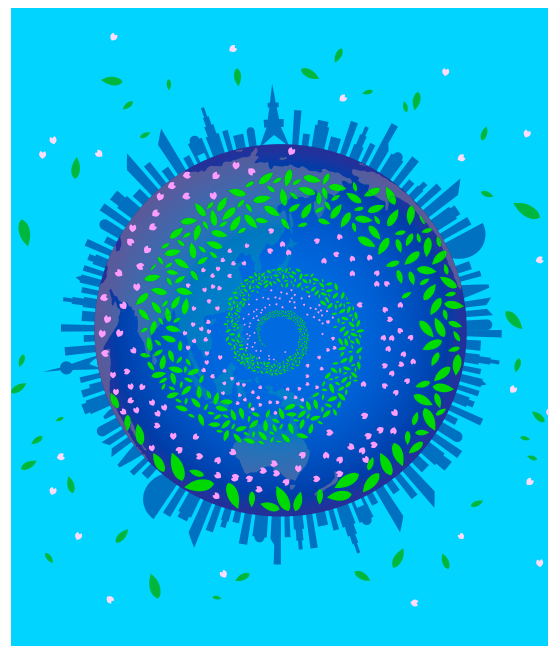
M&G

Beste kansen voor impactbeleggers liggen bij private debt

Hoe zorg je ervoor dat je als belegger echt meetbare impact kunt hebben? Volgens Karen Lam, Director of Private Credit bij M&G, zijn onderhandse leningen daarvoor het meest geschikt.

Volgens Lam biedt de private debt-markt een breed scala aan kansen, sectoren, varianten, looptijden, rendementsprofielen en schuldinstrumenten. Daardoor kunnen ook pure-play-beleggers een gediversifieerde portefeuille opbouwen, wat minder goed lukt op de staatsobligatiemarkt. 'Met een onderhandse lening investeer je in kleinere bedrijven, waarvan je precies weet waar ze het geld voor nodig hebben.' Dat kleinschalige zorgt er ook voor dat de meetbaarheid van de impact groter is. 'Bij private debt zijn vaak minder partijen gemoeid, dus de kredietnemer en de kredietgever staan veel dichterbij elkaar. Daardoor weten beleggers precies met welke matrices ze hun impact zo goed mogelijk in kaart kunnen brengen.'

Maar ook de financiële resultaten zijn met onderhandse leningen beter te beheren dan bij staatsobligaties, omdat er veel vaker contact is tussen de kredietgever en kredietnemer. 'Zo onderhandel je over financiële convenanten en kun je je belegging zo goed mogelijk beschermen tegen neerwaartse risico's en kapitaalverlies. En je kunt de bedrijven waarin je investeert direct aanspreken op de te behalen impact.'



Risico's klimaatverandering nog altijd onderschat

Overheden moeten eerlijker zijn over de kosten die gepaard gaan met klimaatverandering. Deze zouden weleens hoger uit kunnen vallen als gevolg van de nog altijd woedende pandemie. De pandemie biedt echter ook mogelijkheden om klimaatverandering versneld aan te pakken.

Door Joost van Mierlo

Dit zijn enkele prikkelende stellingen van Thom Wetzer, Associate Professor Economie en Recht aan de Universiteit van Oxford. Wetzer, die onder andere werkte bij zakenbank Goldman Sachs, koos ervoor de private sector te verlaten om onafhankelijk en diepgravend onderzoek te doen in Oxford.

‘Die onafhankelijkheid leek me de beste manier om een bijdrage te kunnen leveren aan de belangrijke thema’s waar we vandaag de dag mee worden geconfronteerd’, aldus Wetzer. Hij beschouwt Oxford als een uitermate stimulerende omgeving. ‘De collega’s en studenten zijn waanzinnig inspirerend. Bovendien word je hier niet in de hokjes van de verschillende vakgebieden geduwd. Je hebt de vrijheid om je te verdiepen in de onderwerpen die je interesseren en belangrijk vindt en je wordt aangemoedigd om te innoveren.’

Wetzer is de Oprichter en Directeur van het Oxford Sustainable Law Programme. Via dit instituut adviseert hij tal van overheden en publieke organisaties. De regering van de Amerikaanse president Joe Biden, het Britse Hogerhuis, de Verenigde Naties en het Nederlandse Ministerie van Financiën behoren tot de partijen met wie hij meedenkt.

Daarmee speelt Wetzer een actieve rol in de klimaatdiscussie die nu wereldwijd speelt. Dat klimaatverandering een probleem is waar hard aan gewerkt moet worden, is duidelijk. Dat dit voor beleggers relevant is, is ook evident. Maar toch worden de risico's nog altijd onderschat, denkt Wetzer.

We gaan van klimaatop naar klimaatop met voortdurend nieuwe doelstellingen. Dat wijst er toch op dat het probleem van klimaatverandering serieus wordt genomen?

‘Het gaat om de vertaling van die doelstellingen naar de dagelijkse praktijk, ook op beleidsterreinen die ogenschijnlijk ver van het klimaat staan. Neem als voorbeeld de uitgifte van staatsobligaties. Die hebben een looptijd tot wel honderd jaar. Dat is een periode waarin men er zeker van kan zijn dat klimaatverandering een grote, misschien wel beslissende invloed zal hebben op de economische ontwikkeling van landen. Toch wordt er bij de uitgifte niet of nauwelijks aandacht besteed aan dit risico.’

Is dat een kwestie van niet willen of niet kunnen?

‘Het een sluit het ander niet uit. Het is zelfs mogelijk dat het probleem simpelweg onvoldoende op het netvlies staat. Maar wat de reden van de onachtzaamheid ook is: het is een problematische situatie. Het is bij de uitgifte van staatsobligaties duidelijk dat het klimaatrisico materieel wordt gedurende de looptijd van de emissie. Het benoemen van dergelijke risico's in een prospectus dient ertoe beleggers te informeren en dat behoort tot de juridische plichten van de overheden die staatsobligaties uitgeven. Op basis van die informatie maken beleggers een risico-analyse en stellen ze bijvoorbeeld de rente vast.’

Over wat voor kosten hebben we het hier eigenlijk?

‘Klimaatrisico's zijn grofweg in twee categorieën te verdelen: fysieke risico's en transitierisico's. De fysieke risico's, die optreden als gevolg van een veranderend klimaat, zijn helder.

CV

Thom Wetzer

Thom Whetzer werd in 1992 geboren in Nijmegen. Hij studeerde Economie en Rechten in Utrecht, Berkeley en Oxford en werkte bij onder meer Goldman Sachs, De Brauw Blackstone Westbroek en de Europese Commissie. Op zijn 27ste werd hij als Associate Professor Economie en Recht een van Oxfords jongste professoren. Hij richtte onder meer het Oxford Sustainable Law Programme op en werd daarvan Directeur. Verder adviseert hij overheden, internationale organisaties en bedrijven over de hele wereld.



Het gaat dan om het stijgen van de zeespiegel, de grotere kans op droogte en meer extreem weer. Transitierisico's zijn het gevolg van de verduurzaming van de economie. Om tot verduurzaming te komen, zal de economie immers fundamenteel moeten veranderen. Tal van ondernemingen die veel broeikasgassen uitstoten, zullen niet langer competitief zijn. Duurzame energie is op veel plekken al goedkoper dan fossiele brandstoffen en elektrische auto's worden steeds betaalbaarder en aantrekkelijker. Dat is goed nieuws voor producenten van duurzame energie en elektrische auto's, maar zal kostbaar zijn voor oliebedrijven en traditionele autofabrikanten.

De mate waarin fysieke risico's en transitierisico's de economie van landen raken, verschilt. Fysieke risico's zijn helaas het grootst in de armste landen, die het minste hebben bijgedragen aan de klimaatverandering én de gevolgen het minst goed kunnen opvangen. In Nederland hebben wij de kennis, kunde en middelen om het gevaar van een stijgende zeespiegel relatief goed het hoofd te bieden. In andere rivierdelta's, zoals Bangladesh, zijn de risico's groter en is de capaciteit om je daartegen te beschermen in mindere mate aanwezig.

Ook transitierisico's verschillen per land. Neem Saoedi-Arabië. Dat land is voor een belangrijk deel afhankelijk van de olie die het uit de grond ophaalt: een industrie die kleiner zal moeten worden om zo de klimaatdoelen halen. De economische transitie en de risico's die ermee gepaard gaan, zijn daar waarschijnlijk meer ontwrichtend dan in andere landen.

Welk voordeel heeft een land om de eerste te zijn om de kosten te bepalen die gepaard gaan met klimaatverandering?

'Je zou kunnen denken dat landen er baat bij hebben te doen alsof de risico's niet bestaan, bijvoorbeeld omdat

om het in kaart brengen van risico's. Op het moment dat een overheid die openheid biedt, wekt dat vertrouwen. Overheden die de risico's niet onderkennen en geen plan hebben om daarmee om te gaan, schieten zichzelf dus uiteindelijk in de voet.

Internationale coördinatie is belangrijk. Het is nuttig voor beleggers als landen op een consistente manier communiceren over deze risico's. Bovendien kunnen landen van elkaar leren bij het analyseren en beheersen van die risico's. Zowel het IMF als de Wereldbank zien hier een taak voor zichzelf weggelegd en pakken de handschoen op.'

Beschikt de overheid eigenlijk wel over de juiste informatie?

'In veel gevallen wel, maar soms is die informatie niet beschikbaar op de juiste plek. Denk aan Nederland. Met onze Rijkswaterstaat en de waterschappen beschikken we over een enorme hoeveelheid kennis rondom fysieke risico's. Het Ministerie van Economische Zaken kent de economie door en door en werkt volop aan de duurzaamheidstransitie. Het is zaak dat dergelijke kennis wordt doorgegeven aan het Ministerie van Financiën, zodat die daar kan worden gebruikt om de economische implicaties van klimaatverandering in kaart te brengen en meegenomen kan worden in de financiële ramingen en bij het uitgeven van staatsobligaties.

Dergelijke coördinatie rondom klimaatbeleid binnen de overheid is essentieel, niet alleen in Nederland maar overall. In het Verenigd Koninkrijk is hiertoe het 'Climate Change Committee' opgericht. Goed voorbeeld doet, zo hoop ik, ook in Nederland goed volgen.'



Sinds de pandemie lijkt er geen eind te komen aan het vermogen van overheden om op de kapitaalmarkt te lenen. Wat betekent dat voor het klimaatprobleem?

‘Geconfronteerd met een immense uitdaging hebben overheden zich daadkrachtig getoond. Ook Nederland heeft veel geld geleend en geïnvesteerd, en hoewel het een zware tijd is geweest voor velen, is daarmee erger voorkomen. Dat biedt hoop. Tegelijkertijd moeten we ons ervan bewust zijn dat we dit niet eindelijk kunnen blijven doen. De staatsschuld loopt op en de rente, die nu nog historisch laag is, ook.’

Met een klimaatcrisis voor de deur, die mogelijk nóg groter is dan de COVID-19-crisis, moeten we er dus voor zorgen dat het geld dat we nu uitgeven om de economie op gang te brengen, bijdraagt aan de klimaattransitie. Wanneer de staatsschuld stijgt en de rente toeneemt, wordt lenen weer duurder. Als we ons daar niet op voorbereiden, worden we straks, op de piek van de klimaatcrisis, met een kredietcrisis geconfronteerd.’

Hoe serieus is de zorg?

‘Wij hebben onlangs een artikel gepubliceerd in het vakblad ‘Nature’ waarin we die vraag beantwoorden. Onze analyse is dat de COVID-19-, klimaat- en kredietcrises elkaar kunnen versterken. Dit probleem wordt onvoldoende onderkend. Natuurlijk is de situatie van armere landen het meest precair, maar ook Nederland is niet immuun.’

Het afgelopen jaar hebben overheden vooral geld uitgegeven om bedrijven te redden en mensen te ondersteunen. Nu zie je dat er geld wordt opgehaald om de economie nieuw leven in te blazen. Wat betekent dat?

‘Hier liggen kansen. Als we het geld dat we nu hebben geleend op een verstandige manier uitgeven, maken we onze economie toekomstbestendig en meer bestand tegen klimaatrisico’s. Kijk naar de Verenigde Staten. Daar krijgt de duurzame economie een enorme stimulans. De Build Back Better-slogan wordt langzaam maar zeker realiteit. Het gaat dan vooral om investeringen in de infrastructuur en daar is groot onderhoud broodnodig. Iedereen die ooit op het vliegveld JFK bij New York is aangekomen, zal dat

beamen. Maar het plan gaat verder: Joe Biden ziet dit als een kans om te investeren in de energie van morgen. Hij zet in op grote technologische doorbraken, op de elektrische auto, op beter openbaar vervoer. Natuurlijk moet het programma nog worden goedgekeurd door het Congres, maar de intentie is er en kan een voorbeeld zijn voor de rest van de wereld.’

Hoe doet Nederland het?

‘Er is ruimte voor verbetering. We hebben in Oxford gekeken naar de duurzaamheid van de steun- en herstellepakketten die gelanceerd zijn om de COVID-19-crisis het hoofd te bieden. Nederland bungelt ergens onderaan.’

Maar er is voornamelijk geen reden tot paniek. Het grootste deel van het herstellepakket zal door het nieuwe kabinet worden opgesteld. Ik ben hoopvol gestemd over de intentie om dat pakket op een duurzame manier vorm te geven. Ons land is tot veel in staat. Denk aan het Deltaplan dat ons al decennia veilig houdt en aan het poldermodel dat ons al door vele grote transitie heeft geloodst. Nu is het tijd voor een nieuw Deltaplan, dit keer voor duurzaamheid.’

Zijn beleggers bereid dat te financieren?

‘Zeker. Dergelijke investeringen, zeker als ze goed gecoördineerd worden, kunnen een hoog rendement bewerkstelligen. Bovendien is er een enorme belangstelling voor duurzame investeringen. Die is er ook bij pensioenfondsen. Er is een duidelijke wens om te investeren én goed te doen.’

Nederland gaf in 2019 als eerste AAA-land een ‘groene’ staatsobligatie uit, waarbij het geleende geld wordt gebruikt om duurzame projecten te financieren. De interesse van beleggers was immens. Om dit te blijven doen is, opnieuw, de coördinatie rondom het klimaatbeleid binnen de overheid cruciaal.’

Is het niet al te laat?

‘Er moet veel gebeuren en de risico’s zijn aanzienlijk. We hebben niet de luxe om op onze lauweren te rusten. Laten we tegelijkertijd ook de kansen voor ogen houden. Waarom zouden we nog investeren in gas en kolen, als de toekomst ook duurzaam kan zijn?’ ■

Het Nieuwe Pensioencontract: Einde van de renteafdekking?

Het Nieuwe Pensioencontract (NPC) moet de problemen van de rentegevoeligheid in het huidige stelsel oplossen. Maar vervalt daarmee ook de noodzaak van de renteafdekking?

Een van de aanleidingen voor het nieuwe Pensioenakkoord was de sterke rentegevoeligheid van pensioenen die er – ondanks ‘recordhoge’ vermogens – voor zorgde dat pensioenen jarenlang niet of nauwelijks geïndexeerd konden worden. Dankzij dit pensioenakkoord kennen we nu het NPC, maar is daarmee ook de rentegevoeligheid – en dus de noodzaak voor een renteafdekking – weggenomen?

Economisch gezien verandert er niks aan de rentegevoeligheid. De omzetting van kapitaal naar inkomen is – zoals in elk kapitaal-gedekt systeem – afhankelijk van de rente en ook het rendement wordt meestal beïnvloed door het renteniveau. Eventueel kan gebruik worden gemaakt van een opslag op de rente, maar dit verandert vrijwel niks aan de rentegevoeligheid en komt enkel neer op het naar voren halen van toekomstige (verwachte) rendementen.



Door **Gosse Alserda**, Senior Investment Strategist bij Aegon Asset Management en spreker op het webinar over het Nieuwe Pensioencontract van CFA Society VBA Netherlands, dat plaatsvond op 25 mei 2021

De rentegevoeligheid, zoals die ervaren wordt door deelnemers in de opbouwfase, verandert mogelijk wel. De dekkingsgraad komt te vervallen, waardoor de impact van de rente minder naar voren komt. In plaats daarvan komt er een jaarlijkse pensioenprojectie. Ook deze is afhankelijk van de rente, maar als renteprojecties uitgaan van een evenwichtsrente, zal een renteverandering weinig impact hebben op het geprojecteerd pensioen van jongere deelnemers. De projectiemethode doet echter niks af aan de economische rentegevoeligheid.

Voor (bijna) gepensioneerden is het pensioen rechtstreeks afhankelijk van de rente en neemt de rentegevoeligheid daarmee zelfs toe ten opzichte van huidige uitkeringsregelingen, waar buffers het effect van

de rente dempen en uitsmeren. Met behulp van de solidariteitsreserve en uitsmeerregels kan het effect van renterisico in het NPC op de korte termijn worden verlaagd, maar het risico blijft bestaan.

Een grote verbetering in het NPC is dat de rentegevoeligheid en renteafdekking niet meer worden gedeeld tussen leeftijdscohorten. Zo hebben ouderen geen last van de hoge rentegevoeligheid van jongeren en kan de renteafdekking van jongeren worden aangepast zonder dat dit effect hoeft te hebben voor ouderen. Het is echter niet vanzelfsprekend dat dit betekent dat jongeren een lage renteafdekking moeten krijgen. Ook zij lopen renterisico en vanwege de lange looptijd tot pensioen is de impact hiervan relatief groot. Bovendien zorgt renteafdekking – tenzij aangenomen wordt dat de rente fors gaat stijgen – voor een hoger verwacht pensioen als gevolg van de termijnpremie en convexiteit. Daarmee is, afhankelijk van de rentevisie, ook voor jongeren een hogere renteafdekking gewenst.

Inflatierisico kan een reden zijn om de renteafdekking lager in te steken, aangezien de renteafdekking vooral nominaal is ingestoken in het NPC. Voor jongeren is het vanwege hun lange horizon echter belangrijker om de inflatie bij te houden (of te overtreffen) dan om deze precies af te dekken. Hiervoor biedt de overrendementsportefeuille voldoende mogelijkheden en ook de nominale renteafdekking via onder meer de termijnpremie draagt hieraan bij. Voor ouderen is een goede afdekking van inflatie mogelijk relevanter, wat dus juist in die groep mogelijk pleit voor een lagere nominale afdekking.

Kortom, de rentegevoeligheid blijft ook in het NPC. En daarmee blijft ook de renteafdekking van belang, waarbij de exacte hoogte kan worden vastgesteld per leeftijdscohort en afhankelijk is van de rentevisie en het nominale versus reële perspectief. ■

Uitsluiting is bij duurzaam beleggen de uiterste stap

Recent werd Hilde Veelaert benoemd tot CIO van ACTIAM. Een goed moment om even bij deze overstap stil te staan en met haar in gesprek te gaan over de belangrijkste trends binnen de wereld van vermogensbeheer. Er zijn volgens haar maar liefst vijf belangrijke ontwikkelingen: duurzaamheid, wet- en regelgeving, het nieuwe Pensioenakkoord, digitalisering en inflatie. De meeste aandacht gaat uit naar duurzaamheid en in het verlengde daarvan naar biodiversiteit. Veelaert formuleert een ambitieuze doelstelling: 'In 2030 mag er geen verlies van biodiversiteit meer zijn.'

Door Harry Geels Fotografie Kees Rijken

Gefeliciteerd met uw benoeming tot CIO van ACTIAM. Kunt u iets vertellen over uw loopbaan?

'Ik ben mijn loopbaan in 1994 begonnen als portefeuillemanager bij AXA België. Toen AXA IM haar activiteiten ging centraliseren, ben ik de portefeuilles die ik beheerde naar Nederland gevolgd. Na twee jaar voor AXA IM in Den Haag te hebben gewerkt en daarna een jaar in Parijs, besloot ik om dat toch weer dichterbij huis te gaan doen. Gelukkig was er een mooie kans beschikbaar bij SNS Asset Management in Den Bosch, waar ik meteen aan de slag kon. Dat bedrijf was toen al volledig gefocust op duurzaamheid. Dit bood een enorme meerwaarde voor mij. Ik ben dan ook nooit meer weggegaan. SNS Asset Management is ACTIAM geworden, verhuisde eerst naar Utrecht en zit sinds kort in Amsterdam, in de Alpha Tower. Als portefeuillemanager kreeg ik de kans om door te groeien naar Hoofd Aandelen en sinds kort ben ik officieel CIO, nadat ik ruim een jaar 'Acting' CIO was. Ik woon met mijn gezin sinds het vertrek uit Parijs trouwens in Antwerpen.'

Wat zijn de belangrijkste thema's waar beleggers de komende jaren mee te maken krijgen?

'De belangrijkste trend is de verduurzaming, die enerzijds wordt gedreven door de vraag van beleggers bij wie de normen en waarden zijn opgeschoven en anderzijds door de

almaar strenger wordende wet- en regelgeving. De toenemende aandacht voor duurzaamheid komt overigens niet alleen door zorgen over het milieu of door sociale overwegingen. Er liggen ook financiële overwegingen aan ten grondslag. Bij bedrijven die ESG hoog in het vaandel hebben, manifesteren zich in de praktijk minder risico's. Als we ons concentreren op de E, dan zijn er twee belangrijke uitdagingen: de klimaattransitie en de teruglopende biodiversiteit. Deze uitdagingen bieden beleggers kansen (bijvoorbeeld in de sectoren die oplossingen creëren om de hele energie-infrastructuur te transformeren), maar helpen ook bij het identificeren van risico's. Bedrijven die niet meegaan in de transitie, lopen verhoogde risico's, denk aan boetes, afnemende vraag naar producten en stranded assets.

Verder heeft DNB de teruglopende biodiversiteit als systeemrisico bestempeld. Volgens een recent gepubliceerd rapport heeft de financiële sector € 510 miljard blootstelling aan activiteiten die raken aan onze biodiversiteit. Op termijn kan de financiële schade voor onze sector zelfs groter worden dan de negatieve effecten van CO₂-uitstoot. Het is belangrijk om onze biodiversiteit zoveel mogelijk te behouden, of beter nog; te herstellen. Wij hebben in 2020 een engagementprogramma rond biodiversiteit opgestart, waarin we met verschillende >





CV

Hilde Veelaert

Hilde Veelaert is sinds april 2021 CIO bij ACTIAM. Ze startte in juni 2003 bij ACTIAM als Portefeuillemanager voor Europese aandelen en werd in 2011 Hoofd van het aandelenteam. Veelaert begon haar carrière in 1994 en werkte bij AXA Bank in België en AXA IM in Den Haag en Parijs. Ze behaalde een Master of Science in Technische Bedrijfskunde aan de KU Leuven en is Financieel Analyst (ABAF/ EFFAS). Ze is ook geregistreerd bij het Dutch Securities Institute als Senior Investment Manager.

brengen. De focus ligt nu nog erg op E, maar sociale en governancethema's zullen steeds meer op de agenda komen te staan.

Een derde trend is het nieuwe Pensioenakkoord. Er lijkt ruimte voor meer risico's in de beleggingsportefeuille, maar de regelgeving kan ook

nog weleens anders uitpakken en juist leiden tot een voorzichtiger beleggingsbeleid. De rol van het VEV zal waarschijnlijk sterk afnemen. Bij de asset allocatie zal de afweging tussen risico en rendement meer op basis van economische afwegingen moeten plaatsvinden. Sommige illiquide vastrentende beleggingen met een beperkte verlieskans op de lange termijn hebben nu nog een hoog VEV-beslag, wat dit soort beleggingen nu relatief onaantrekkelijk maakt. Dergelijke beleggingen (denk aan private debt en dergelijke) zullen in het nieuwe akkoord waarschijnlijk meer aandacht krijgen. Low Vol-aandelen zouden ook weleens aantrekkelijker kunnen worden. Ze hebben nu hetzelfde VEV-beslag als 'gewone' aandelen. Bij een meer economische aanpak kan een weging naar Low Vol-aandelen een hogere weging naar aandelen mogelijk maken. In het nieuwe Pensioenakkoord wordt verder het harnas van de rente lichter. De rente zou weleens kunnen gaan stijgen doordat pensioenfondsen rentehedges gaan afbouwen.

De vierde trend is digitalisering, die door COVID-19 in een stroomversnelling is gekomen. Ook vermogensbeheerders moeten nog veel slagen maken in hun digitalisering, bijvoorbeeld in het bouwen van ESG-dashboards voor hun klanten. De digitalisering zal verder leiden tot meer thuiswerken en een hogere productiviteit. Bedrijven die vooraan staan bij de digitale transformatie, zullen harder groeien en meer markt-aandeel pakken. Beleggers moeten digitalisering als belangrijke beslisvariabele beschouwen bij hun keuze in welke aandelen te beleggen.

De vijfde trend is inflatie, die op korte termijn stijgt door de combinatie van de inhaalvraag en problemen aan de aanbodkant door gebrek aan onderdelen. De vraag is of deze oplopende inflatie tijdelijk is of voor langere tijd blijft, én wat de

bedrijven in gesprek gaan om bijvoorbeeld verdere ontbossing te voorkomen. De voortgang hiervan volgen we via satellietbeelden van Satelligence. Wij zijn ook lid van het EU Finance and Biodiversity Community Platform. ACTIAM heeft als doelstelling geformuleerd om vanaf 2030 geen verlies van biodiversiteit meer te accepteren.'

De voormalig CIO Duurzaamheid bij BlackRock, Tariq Fancy, stelde in The Guardian dat duurzaam beleggen niet gaat werken.

'Zijn visie komt erop neer dat bedrijven het voor met name de aandeelhouders als hun fiduciaire plicht zien zoveel mogelijk winst te maken. Daar heeft hij voor een groot deel gelijk in. Bedrijven worden nog steeds voor een belangrijk deel gedreven door winst. Maar wat hij vergeet, is dat bedrijven met sterk verhoogde ESG-risico's, vooral als ze niet openstaan voor engagement, in de toekomst minder winst gaan maken, door bijvoorbeeld boetes, belastingen en minder vraag naar hun producten. Door de toegenomen financiële materialiteit van veel duurzaamheidsonderwerpen is het ook voor bedrijven vanuit financiële overwegingen belangrijk om te verduurzamen. Fancy zegt dat bedrijven pas echt duurzaam worden als de overheid bijvoorbeeld CO₂-uitstoot gaat belasten. De overheid heeft inderdaad een erg belangrijke rol te vervullen. Het Emission Trading Scheme (ETS) is dan ook een belangrijk instrument van de EU, evenals de diverse milieuwetgevingen. Anderzijds stuurt de overheid via subsidies ook nog eens de goede activiteiten, denk aan de EU Green Deal.'

Welke andere belangrijke trends zijn er?

'Een andere belangrijke trend is uitdijende wet- en regelgeving. De SFDR is daar recent bij gekomen. Deze regelgeving eist meer transparantie van vermogensbeheerders. Zo moeten beleggers die zich duurzaam noemen, rapporteren over allerlei ESG-karakteristieken. Deze regelgeving zal ook green washing tegengaan. Vermogensbeheerders zullen meer moeten doen dan ze zeggen. De nood om te rapporteren, zal bovendien de standaardisatie in een stroomversnelling

‘Door de toegenomen financiële materialiteit van veel duurzaamheids-onderwerpen is het ook voor bedrijven vanuit financiële overwegingen belangrijk om te verduurzamen.’

impact van de hogere inflatie op de nominale rente zal zijn. Te snel oplopende rentes en structureel hogere langetermijnrentes kunnen de rendementen van de belangrijke beleggingscategorieën schaden. Ook de enorme schuldenberg in de wereld kan dan een probleem worden. Vooral nog gaan wij ervan uit dat oplopende inflatie slechts tijdelijk is en langetermijnrentes nog langer laag zullen blijven.’

Risico en rendement zijn van oudsher de blikvangers bij de inrichting van een beleggingsportefeuille, maar welke parameters zijn nog meer belangrijk om op te sturen?

‘Beleggers moeten verder kijken dan de bekende Sharpe-ratio, bijvoorbeeld naar hoeveel ESG-risico’s er worden vermeden, in welke mate onethische bedrijven worden uitgesloten en hoe groot de impact van de beleggingen is met het oog op de SDGs. Ook is het belangrijk de effectiviteit van de engagementactiviteiten vast te leggen. Welke acties zijn er uitgevoerd, welke doelstellingen zijn er met bedrijven afgesproken en worden die uiteindelijk ook behaald? We kijken naar het geheel van engagement, uitsluiten en voting en de effectiviteit hiervan. Eigenlijk zijn er nu vier factoren voor de belegger: rendement, risico, duurzaamheidsmetingen zoals CO₂-uitstoot of watergebruik, en actief eigenaarschap. Deze factoren vullen elkaar aan. Rendement hoeft niet onder duurzaamheid te lijden, risico kan er zelfs lager door worden.’

Duurzaamheid en passief beheer zijn al jaren onderwerp van discussie. Is het wel of niet een lastige combinatie?

‘Duurzaamheid en passief beleggen gaan prima samen. Passieve beleggers beleggen meestal in een brede index, dus in veel meer bedrijven dan actieve beleggers, die doorgaans geconcentreerde portefeuilles hebben. Passieve beleggers hebben dus veel meer mogelijkheden om actief eigenaarschap uit te oefenen. Wij willen zo min mogelijk uitsluiten. Sterker nog, uitsluiting is echt de laatste stap. Natuurlijk sluiten we de usual suspects uit. Denk aan bedrijven die niet aan de sociaal-ethische basisprincipes voldoen, bijvoorbeeld tabaksproducenten of bedrijven die aan kinderarbeid doen. Maar via engagement is veel te winnen. We sluiten bijvoorbeeld Equinor niet uit. Het Noorse bedrijf is weliswaar actief in de oliesector, maar loopt

voorop in het terugbrengen van de CO₂-intensiteit en heeft versus zijn peers ambitieuze

plannen met het uitbreiden in hernieuwbare energie. Het is belangrijk dat bedrijven uitdagende en realistische mijlpalen formuleren en dat wij als beleggers steeds bekijken of de doelstellingen worden bereikt. We menen ook in de traditionelere energiesectoren te kunnen beleggen, mits bedrijven openstaan voor engagement en goed met de klimaattransitie bezig zijn. In Shell beleggen we nu echter niet. De klimaatplannen zijn niet ambitieus genoeg. We spiegelen ons overigens niet aan allerlei duurzame benchmarks. Daar zijn er momenteel veel te veel van en sommige kenmerken zich ook door een te eenzijdig duurzaamheidsbeleid of slechte spreiding vanwege beperkte beleggingsuniversums. Versus een standaardbenchmark kunnen we veel beter onze toegevoegde waarde aantonen.’

Impactbeleggen lijkt ook meer en meer in de belangstelling te staan.

‘Sommige critici zeggen weleens dat je met publieke aandelen geen impact kunt hebben en dat impactbeleggers dus hun toevlucht moeten nemen tot private markten. Daar ben ik het niet helemaal mee eens. Door in publieke bedrijven te beleggen, stijgt de waardering ervan en kunnen ze zich gemakkelijker laten financieren met nieuwe investeringen die impact hebben. We bieden overigens beide vormen van beleggen aan: publiek en privaat. Zo hebben we private debt-, microfinance- en financial-inclusionfondsen, maar ook een SDG-themafonds en allerlei regiofondsen voor publieke aandelen en obligaties. Met private beleggingen is het makkelijker om directe impact te realiseren.’

U zit al bijna 25 jaar in het vak. Waar bent u trots op? En hoe laat u zich als CIO informeren en inspireren?

‘Ik ben vooral trots op de prestaties van onze fondsen. Met onze trackrecords op de lange termijn laten we zien dat duurzaamheid en financieel rendement hand in hand gaan. Kennis moet je volgens mij op zoveel mogelijk manieren opdoen: via studie, boeken, podcasts, discussies met collega’s en interessante bijeenkomsten, zoals die ik mede organiseer via de CFA-commissie Duurzaamheid. Maar gezond verstand is het belangrijkste! En natuurlijk kun je niet alles weten. Gelukkig heb ik een goed team naast me staan.’ ■

De luiken zijn open

Zijn manier van spreken verradt zijn uitgebreide internationale werkverleden. Ook na zijn vertrek bij Shell blijft hij ver voorbij Den Haag en Brussel kijken. Financial Investigator sprak met Janwillem Bouma, Bestuursvoorzitter van Centraal Beheer APF, over het APF en Europese aangelegenheden.

Door Lies van Rijssen

‘Mijn banen bij Shell hebben mij met heel veel verschillende culturen in aanraking gebracht. Je woont, werkt en leeft in andere werelddelen. Shell was voor mij de University of Life. Elke dag was een feest, er viel altijd wat te leren. Ik heb een aantal jaren in Afrika gewerkt. Ondergedompeld zijn in die samenleving, ‘you love it or you hate it’. Mijn familie en ik vonden het fijn. Toen we voor de keuze gesteld werden om naar ‘een ander Afrikaans land of terug naar Europa’ te gaan, kozen we ervoor om in Afrika te blijven. Eenmaal terug in Engeland kwam de vraag ‘blijven of terug naar Afrika’ voorbij. We kozen voor Afrika, maar door omstandigheden bleef het Engeland.

Tegenwoordig is ook bij Shell een job for life niet meer vanzelfsprekend. Toen ik bij Shell begon, was het ‘a group of companies’ wereldwijd, met ‘minimum harmonisation’, wat we ook kennen van de IORP-richtlijn voor pensioenfondsen. Door dat decentrale karakter kon je als expat aansluiten bij wat er in andere landen gebeurde. Dat was bewust beleid: de bedoeling was dat je naar binnen bracht wat je buiten in de wereld had geleerd. Na verloop van tijd werden mijn banen bij de multinational steeds meer virtueel, zoals we dat nu ook door COVID-19 ervaren. Conference calls, video calls, hotels, vliegtuigen. Mijn collega’s wereldwijd kwam ik fysiek niet meer tegen. Ik miste het contact. Toen een volgende virtuele baan bij Shell zich aandiende, liet ik die liggen, maar ik ging wel het Shell-pensioenfonds Nederland leiden.

Dezelfde drijfveer om naar Shell te gaan, bepaalde mijn keuze om, toen de cirkel bij de Shell-pensioenfondsen in Nederland na acht jaar rond was, buiten Shell door te gaan in de pensioenen. Ook het pensioenveld ervaar ik als een University of Life waar je van alles tegenkomt. De complexiteit en maatschappelijke relevantie van een olie- en gasbedrijf en een pensioenbedrijf zijn vergelijkbaar. Lijkt de pensioenwereld van buitenaf misschien saai, als je erin zit, wil je er niet meer uit.

Wij hebben onze pensioenen met elkaar wel ingewikkeld gemaakt. Zelfs de uitvoering van eenvoudige middelenregelingen ontkomt niet aan allerlei toeters en bellen bij de governance, het vermogensbeheer en de communicatie. Een APF kan werkgevers en fondsen daarvan ontzorgen. Behoeft aan eigenheid? Het APF regelt het. Maar wij servicen net zo goed regelingen die niet aan eigenheid hechten. Een APF heeft aparte financiële kringen. Die zijn binnen het bestaande apparaat ook samen te voegen. Die flexibiliteit is, net als schaal, belangrijk. Dat geldt zeker naar de toekomst toe. Nederland is trouwens niet het enige land dat deze beweging maakt. Kijk maar naar de Engelse master trust.

‘Transitierisico is een groot risico, eens! Maar scenario-denken kan helpen te herkennen wat er na de transitie komt.’

In onze APF heb ik de pensioenwereld in het klein: DB, DC, sociale partners, gesloten regelingen zonder werkgever, risicoprofielen, you name it. De ene dag bemoei ik me met een kring in herstel, de volgende dag discussieer ik met een kring waarvan de dekkingsgraad zo hoog ligt dat er ideeën over reëel sturen opkomen. Deze variatie en de complexe vraagstukken zijn voor mij een feest. Is een

CV

Janwillem Bouma

Janwillem Bouma vervulde vanaf 1987 diverse functies bij Shell. Hij werkte in Nederland, Guinée, Senegal, Engeland en vervolgens in Nederland. In zijn laatste rol was hij Managing Director van de Shell-pensioenfondsen in Nederland. Nadien werkte Bouma als Partner bij Montae. Sinds november 2019 is hij Bestuursvoorzitter van Centraal Beheer APF. Daarnaast is hij Voorzitter van Pensioenfonds Hoogovens, Bestuurder bij de Pensioenfederatie en Voorzitter van PensionsEurope.



APF vooral een verlengstuk van de verzekeraar die het heeft opgericht? Dit APF is een onafhankelijke stichting met een bestuur, marktconforme uitbestedingscontracten en een vergunning van DNB. Ik bestuur het alsof het een gewoon pensioenfonds is, want het draait om de deelnemer, zo simpel is het. In het eindspel van de ontwikkelingen in pensioenland zie ik een belangrijke rol voor APF-en. Er zijn straks in elk geval geen tweehonderd pensioenfondsen meer.

Mijn persoonlijke passie voor internationaal werken, wilde ik na mijn overstap kunnen blijven toepassen in mijn werk. Waarom? Omdat landen elkaar via kennisoverdracht en open dialoog verder kunnen helpen. Het is belangrijk dat we erop blijven wijzen dat je dezelfde zaken, en zeker ook pensioen, op verschillende manieren adequaat kan organiseren. Waarom zou alleen de Nederlandse manier passen?

Shell stuurde mij destijds naar buiten om gedachtegoed van buiten naar binnen te brengen. Zo werk ik nog steeds, samen met andere internationaal georiënteerden. Is Europa voor onze pensioenen van belang? Nogal! Onder de Nederlandse Pensioenwet ligt de Europese richtlijn. Europees denken en Europese besluitvorming beïnvloeden mede wat hier gebeurt. Onze pensioenen zijn van ons, het is onze tweede pijler. Dat klopt als je kijkt naar de verplichtingenkant en de nationale arbeids- en fiscale wetgeving. Daarvoor is er de IORP-richtlijn: minimale harmonisatie. Maar aan de andere kant van de balans staat het vermogen. Onze pensioenfondsen zijn gebaat bij schaal en liquide financiële markten. Bij diversificatie, bij niet alleen in Nederland of Europa beleggen maar wereldwijd. Om daarvoor goede mogelijkheden te creëren, moeten we optrekken met anderen en dat stopt niet op Europees niveau. Zo sta ik erin als voorzitter van PensionsEurope, de Europese koepelorganisatie waarvan

ationale pensioenkoepelorganisaties lid zijn, zoals de Pensioenfederatie, maar ook andere geïnteresseerden. Bijvoorbeeld AFG, de Franse branchevereniging voor vermogensbeheerders. PensionsEurope staat

voor werkgerelateerd pensioen via multi pillar-oplossingen. Die zijn er buiten Europa natuurlijk ook. We hebben daarom met de koepelorganisaties in een aantal andere werelddelen de World Pension Alliance (WPA) opgericht om van elkaar te leren en ook aan beïnvloeding te kunnen doen waar dat op wereldschaal relevant is. Neem de Sustainable Finance-agenda. Die is wereldwijd. Onze rol als institutionele beleggers houdt niet op bij de poort van Den Haag of Brussel.

De agenda aan beide kanten van de balans verschilt en dus ook de kennis die we nodig hebben om die effectief te kunnen beïnvloeden. In de Stuurgroep Europa, een samenwerkingsverband van grote (bedrijfstak)pensioenfondsen, pensioenuitvoerders en de Pensioenfederatie, zit die kennis bij elkaar. Ik mag van dit verband voorzitter zijn en we discussiëren daarbinnen in het belang van de Nederlandse pensioensector over de inhoud van onze internationale inzet bij onderwerpen als Sustainable Finance of de IORP-richtlijn en zoeken internationaal de dialoog. Wil je op internationaal niveau gesprekspartner zijn, dan kom je niet verder met jaar-in-jaar-uit 'nee' verkopen. Soms proberen we wel onderwerpen tegen te houden. Dat lukt alleen met evidence based advocacy: argumenten die steekhoudend genoeg zijn om ergens iets van te kunnen vinden. Alleen dan accepteert en respecteert je gesprekspartner je.

De visie van PensionsEurope is kort gezegd: goede pensioenen voor Europese burgers. De verplichtstelling die Nederland kent, kunnen we niet over de rest van Europa heen leggen. Zo kennen andere landen bijvoorbeeld niet het centrale overleg tussen overheid en sociale partners >

‘Wij hebben onze pensioenen met elkaar wel ingewikkeld gemaakt. Zelfs de uitvoering van eenvoudige middelloonregelingen ontkomt niet aan allerlei toeters en bellen.’

(polderen) zoals wij het kennen. Auto enrollment van pensioen (waarbij werknemers automatisch in een pensioenregeling komen maar wel een opt-out-mogelijkheid hebben, red.) kan dan goed werken. Onze opdracht is de Europese wetgever duidelijk te maken dat verschillende mechanismen naast elkaar tot een goed resultaat kunnen leiden en elkaar kunnen versterken. Als de buurman het anders doet dan wij, who cares?

Ontwikkelingen binnen Europa gaan langzaam, maar als ze komen, dan komen ze. Om ze tijdig te kunnen beïnvloeden, moet je goed voorbereid zijn. Vandaag de dag is ESG mainstream voor onze Nederlandse pensioenfondsen, maar vijf jaar geleden nog nauwelijks. Ook hierin pakt de Europese wetgever zijn rol, net als DNB. Voor verzekeraars hebben klimaatrisico's nu al grote impact. Dat komt ook op de pensioenwereld af. Daarnaast wordt consumer protection met vaart een issue voor pensioenfondsen. De discussie daarover in de banken- en verzekeringswereld is al veel verder. Zorgplicht, duty of care, individuele risicohouding: fondsen moeten ermee aan de slag, of ze nu kiezen voor het NPC of de WVP. Het is een serieuze zaak die je niet wegwuift 'omdat het toch in de collectiviteit zit'. Het zijn onderwerpen waarmee ons APF volop bezig is.

Pensioenen zijn een zaak van de lange termijn. We moeten ver vooruit willen kijken. In 2011 klapte de discussie nog over het harde nominale en het zachte reële contract. Never waste a good crisis: door de lage rente hebben we onszelf de ruimte gegeven om het gesprek met elkaar te voeren. De lage rente dwong tot keuzes. De luiken zijn opengegaan. Maar als het stof neerduwrelt over een jaar of vijf, gaan we de discussie dan overdoen? Ik vrees van wel. Dat de toekomst niet goed te voorspellen valt, we ons niet goed kunnen voorstellen hoe de wereld er over, zeg, tien jaar uitziet, is een lastig gegeven, ook voor pensioenfondsbestuurders.

Waar het Shell-pensioenfonds in 2017 een uitzonderlijke stap maakte naar de verbeterde premieregeling, staat nu

de pensioensector aan de vooravond van de keuze tussen WVP of NPC. Bij Shell zitten langetermijndenken en scenario-denken in de genen, zo heb ik dat ervaren. Scenario-denken helpt voorbereid te zijn op de toekomst. Ik zou pensioenfondsbestuurders

willen meegeven oog te houden voor de sustainability van de pensioenen. Transitierisico is een groot risico, eens! Maar scenario-denken kan helpen te herkennen wat er na de transitie komt en verder verandervermogen naar binnen te brengen. Het is zaak scenario's door te blijven ontwikkelen in de tijd. Dat soort business development is geen doel op zich, maar wel het middel om ervoor te zorgen dat je jouw keuzes op de lange termijn nog steeds goed kunt uitleggen. Die verantwoordelijkheid moet je nemen.

Een gesprek als dit geeft de kans om stil te staan bij dingen die je normaliter op draaipunten in je leven bezighouden. Waar ben ik als mens nu het meest blij van geworden? Het is nu wel duidelijk dat ik graag verkeer in een complexe en maatschappelijk relevante omgeving. Maar is het wel zo groot? Ik denk het niet. Op een paar momenten in mijn leven heb ik daadwerkelijk het verschil voor mensen kunnen maken. Bijvoorbeeld toen ik in Afrika iemand een baan heb kunnen aanbieden. Hopelijk loopt de goede man vandaag nog steeds ergens rond en heeft het effect gehad. Zoiets blijft me bij. Trots is het verkeerde woord, ik vind het fijn dat ik dat heb kunnen doen.

Sport is mijn uitlaatklep. In mijn jeugd voetbalde, honkbalde en tenniste ik. Daar kwamen in mijn studietijd hockey en hardlopen bij. Tegenwoordig hockey, golf, hardloop en roei ik (roeien doe ik thuis, op zo'n apparaat). Tennis doe ik ook nog steeds. Verder houd ik me in mijn vrije tijd bezig met vrijwilligerswerk. Via de Lions hier. Eerder deed ik dat voor de lokale zorg- & kinderboerderij, het Prinses Máxima-Kindercentrum voor kinderoncologie en nu ook in het kader van COVID-19. We doen echt goede dingen met elkaar.' ■

**SCHAATS
VOOR KIKA**
OP DE WEISSENSEE

Kika
kinderenkankervrij



SCHAATS DE ALTERNATIEVE ELFSTEDENTOCHT VOOR KINDEREN MET KANKER!

25 JANUARI 2022



BEELDEN: @FOCUSBYHANNEKE

KIJK OP
SCHAATSVOORKIKA.NL

Afdekking van inflatie en rente onder het Nieuwe Pensioencontract

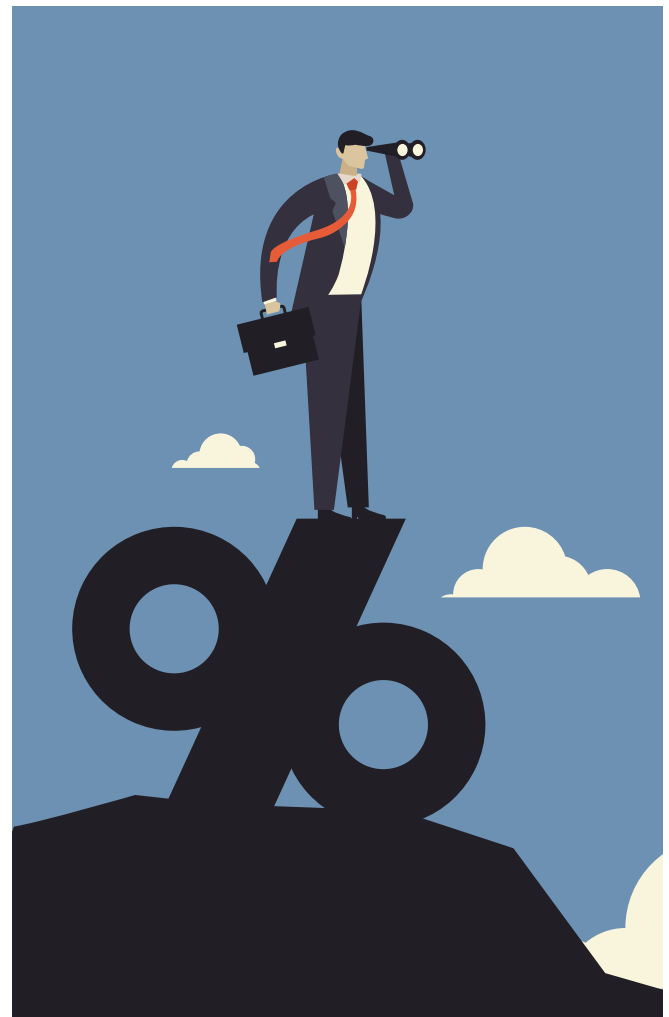
Het in toom houden van de rente- en inflatierisico's is een belangrijk thema voor pensioenfondsen. Wat gaat er in dit opzicht veranderen onder het Nieuwe Pensioencontract? Vier experts gaan in op de verschillende dimensies van de afdekking van de inflatie en de rente.

Door Wim Groeneveld

Het renterisico is van grote invloed op de pensioenverplichtingen van een pensioenfonds. Zoals het er nu naar uitziet, zal onder het Nieuwe Pensioencontract (NPC), met het verdwijnen van de rekenrente, ook de directe koppeling van de pensioenverplichtingen met de rente vervallen. Maar dat wil geenszins zeggen dat het renterisico gaat verdwijnen. Het renterisico blijft minstens zo groot. Een lage rente leidt ertoe dat het geprojecteerde beleggingsrendement en daarmee het pensioenvermogen daalt. Lagere verwachte pensioenuitkeringen zijn het resultaat.

De uitkomsten voor de verschillende groepen gepensioneerden zullen in de toekomst echter kunnen verschillen. Een belangrijk

aspect van het NPC is namelijk dat er meer rekening wordt gehouden met verschillende leeftijdscohorten. Zal de renteafdekking in het nieuwe pensioenstelsel ook afhankelijk worden van leeftijd? De duration zal immers verschillen, ook binnen de groep van gepensioneerden. Volgens Wim Barentsen, Chief Strategist bij Achmea Investment Management, ligt dat wel voor de hand. Via het afdekken van (een deel van) het leeftijdscohort-specifieke renterisico kan de stabiliteit van een geprojecteerde nominale uitkering onder het NPC worden verhoogd. 'De duration van het hiervoor bedoelde beschermingsrendement moet daartoe wel in lijn liggen met de duration van de verwachte uitkeringen in



het betreffende leeftijdscohort. Dus relatief kort voor ouderen en lang voor jongeren', aldus Barentsen.

De noodzaak van meerdere matchingportefeuilles

Hij wijst erop dat de zeer lage (reële) rentes van dit moment een argument zijn om vooral jongere deelnemers op dit moment geen of maar een beperkt beschermingsrendement toe te kennen. 'Het via een rentehedge voor zeer lange tijd vastzetten van een nominaal rendement dat marginaal boven nul ligt, lijkt voor hen immers weinig aantrekkelijk. Voor oude deelnemers met een grote behoefte aan nominale zekerheid ligt dit anders.'

Gerard van de Kuilen, onafhankelijk Pensioenexpert

en Oprichter van Cavani Analyse & Advies, denkt ook dat de renteafdekking in het nieuwe pensioenstelsel afhankelijk zal worden van leeftijd. Het NPC biedt namelijk de keuze tussen het toedelen van beschermingsrendement op basis van de rentetermijnstructuur die DNB publiceert of op basis van het rendement van een specifiek voor renterisico ingerichte portefeuille. In het laatste geval is het logisch om meerdere matchingportefeuilles te creëren en deelnemers afhankelijk van hun leeftijd te laten delen in een mix van de rendementen van die portefeuilles. Van de Kuilen: 'Naarmate het leeftijdsprofiel van het pensioenfonds verschuift, zullen de matchingportefeuilles meeschuiven.'

In het eerste geval kan – vergelijkbaar met de actuariële berekeningen die nu worden uitgevoerd – per deelnemer worden berekend wat de waardeverandering is van het voor die deelnemer geldende patroon aan uitkeringen, zo stelt Van de Kuilen. Afhankelijk van het gekozen beschermingsniveau wordt dan een deel van die waardeverandering toegevoegd (of onttrokken) aan het vermogen van de deelnemer. ‘Het pensioenfonds moet een matchingportefeuille inrichten die zo dicht mogelijk bij het totaal van het te verrekenen beschermingsrendement komt. Zolang de DNB-rentetermijnstructuur niet gelijk is aan een markrente, zal dat niet lukken. De renteafdekking zal moeten meebewegen met veranderingen in de leeftijdsopbouw van het fonds.’

Lopen jonge deelnemers niet veel meer renterisico onder het NPC? ‘In aanleg wel, want hun beleggingshorizon is veel langer’, reageert Barentsen. ‘Uitgaande van een hoger en beter renderend renteniveau dan het huidige, is dat ook een argument om een deel van dat renterisico af te dekken.’ Hij benadrukt echter dat er aan het afdekken van het renterisico ook nadelen en risico’s kleven, die zorgvuldig moeten worden afgewogen. Het betreft onder meer een grotere gevoeligheid voor stagflatieschokken en liquiditeitsrestricties in de portefeuille. Barentsen: ‘De inzet van renteswaps leidt tot leverage in de portefeuille die zich op de lange termijn, bij gemiddeld genomen opwaarts lopende rentecurves, uitbetaalt in extra rendement. In de praktijk zal die lange horizon voor een grote groep

deelnemers echter niet opgaan, omdat ze tussen-tijds van werkkring wisselen.’ Dat zal met name voor jongere leeftijdsgroepen gelden. Het feit dat een rentehedge de volatiliteit van het pensioenvermogen verhoogt, bestempelt Barentsen in dit verband als een serieus nadeel.

Staatsleningen en aandelen

Onder het NPC maakt de rekenrente plaats voor een projectierendement. Hoe de regels daaromtrent eruit gaan zien, is nog niet geheel duidelijk. Wel zullen pensioenfondsnaar alle waarschijnlijkheid meer ruimte krijgen om het projectierendement af te stemmen op hun beleggingsportefeuille. Dat zal vervolgens in sterke mate de pensioenuitkeringen bepalen.

Langlopende staatsleningen spelen echter al lange tijd een belangrijke rol in de beleggingsportefeuilles van verschillende pensioenfondsnaar. Blijft de rentegevoeligheid voor 50-jarige staatsleningen niet nog steeds erg hoog onder het NPC als de uitkering wordt bepaald door het projectierendement? Martijn Euverman, Partner bij Sprenkels & Verschuren, denkt dat er sprake zal zijn van een afnemende invloed. ‘Ik verwacht dat de zeer langlopende instrumenten, zoals de 50-jarige staatsleningen, een minder prominente rol krijgen in het NPC. Het zekerstellen van uitkeringen die wellicht over 50 jaar worden uitbetaald, is enkel interessant als het gegarandeerde rendement op die belegging voldoende hoog is. Momenteel is de vergoeding op een 50-jarige staatsobligatie aanzienlijk lager dan de (verwachte) inflatie en dan

is het mijns inziens voor een op de lange termijn gerichte belegger geen aantrekkelijk instrument.’

En dan is er nog de dimensie van de aandelencomponent in de beleggingsportefeuilles van pensioenfondsnaar. Het thema inflatie lijkt steeds hoger op de agenda van pensioenfondsnaar te komen staan vanwege een vrijwel gegarandeerde stijging van de inflatie dit jaar. Dat wordt mede ingegeven door een naar verwachting fors groeiherstel na de COVID-19-pandemie en doordat overheden en centrale banken het gaspedaal nog steeds een tijd ingedrukt zullen houden. Zakelijke waarden, zoals aandelen, zijn belangrijk om extra rendement te genereren, maar ze zijn ook een effectief middel om de inflatie bij te houden.

In het nieuwe pensioenstelsel zal vermoedelijk een allocatierestrictie gaan gelden van maximaal 35% voor aandelen. Dat roept de vraag op of een indexatie-ambitie in de huidige economische omgeving wel haalbaar is voor gepensioneerden. ‘Jazeker’, meent Jitzes Noorman, Delegated Chief Investment Officer bij BMO Global Asset Management. ‘Allereerst moet worden opgemerkt dat de restrictie van 35% geldt voor het bepalen van het projectierendement voor de vaststelling van de uitkeringshoogte, maar dat het pensioenfondsnaar vrij staat om feitelijk meer dan 35% te beleggen in aandelen.’ Dat zou volgens Noorman overigens meer zijn dan de 31% die Nederlandse pensioenfondsnaar volgens data van DNB in het vierde kwartaal van 2020 gemiddeld hadden belegd in aandelen. >



Wim Barentsen

Chief Strategist, Achmea Investment Management



Martijn Euverman

Partner, Sprenkels & Verschuren



Gerard van de Kuilen

Pensioenexpert en Oprichter Cavani Analyse & Advies



Jitzes Noorman

Delegated CIO, BMO Global Asset Management

‘Uitgaande van een maximum van 35% en rekenend met de maximale rendementsaansname van de Commissie Parameters voor aandelen van 5,6%, zou op totaalniveau een overrendement resteren van 1,96%. Indien de ECB succesvol is in zijn streven naar een inflatie van dichtbij maar onder de 2%, zou het overrendement op de lange termijn voldoende moeten zijn om de indexatie-ambitie voor gepensioneerden volledig te realiseren.’ Noorman benadrukt overigens dat het niet kunnen indexerende gedurende de afgelopen jaren niet zozeer te wijten was aan te weinig aandelenbeleggingen of een te laag aandelenrendement, maar veel eerder aan de gedaalde rente in combinatie met het feit dat het renterisico door Nederlandse pensioenfondsen gemiddeld niet volledig wordt afgedekt.

Hoe er onder het NPC wordt omgegaan met inflatieafdekking in de uitkeringsfase, hangt volgens Euverman mede af van de mogelijkheden die het NPC gaat bieden. ‘In het consultatiedocument wordt vrij expliciet een koppeling gemaakt met de nominale rente.’ Hij meent dat het goed zou zijn als pensioenfondsen de mogelijkheid wordt geboden om ook de inflatieontwikkeling mee te nemen in het beschermingsrendement. ‘In dat geval zal er mogelijk ook meer vraag komen naar inflatieafdekking.’ Daarbij zal het de vraag zijn of het inflatierisico expliciet moet worden afgedekt (met inflatie-bonds of inflatie-swaps, wetende dat er geen Nederlandse inflatie-obligaties zijn) of impliciet, bijvoorbeeld door te beleggen in instrumenten met een meer impliciete koppeling met infla-

tie. Denk bij dat laatste aan asset classes zoals vastgoed of zelfs aandelen. ‘Het zou helemaal goed zijn als de Nederlandse overheid inflatieobligaties zou gaan uitgeven en het beschermingsrendement mede mag worden gebaseerd op de inflatieontwikkeling.’

Inflatieafdekking niet perfect

In het basisvoorstel dat uitgaat van een theoretisch beschermingsrendement, is het afdekken van het inflatierisico niet mogelijk, zo stelt Noorman. Het theoretisch rendement wordt berekend op basis van de nominale rentetermijnstructuur. Het rendement (positief of negatief) op een eventuele inflatiehedge in de beleggingsportefeuille (bijvoorbeeld inflatie-geïndexeerde obligaties) zal dan via het overrendement terecht komen bij de jongeren in plaats van de ouderen. Hoe kan inflatieafdekking het beste worden meegenomen in het beschermingsrendement? Daar heeft Noorman een duidelijke mening over. ‘Hoogstens kan inflatiebescherming worden geboden aan ouderen door ook een deel van het overrendement toe te delen. Dat resulteert onder meer in reële asset classes zoals vastgoed en aandelen. Het probleem is echter dat gepensioneerden daarmee ook worden blootgesteld aan zakelijk risico en dat de inflatiebescherming van aandelen beter werkt op de lange termijn dan op de korte termijn.’ Deze wijze van inflatierisico afdekken is daarmee geschikter voor jongeren, zo stelt Noorman vast.

Alleen in het alternatief dat werd voorgesteld bij de consultatie in het Memorandum van Toelichting, waarbij het beschermings-

rendement wordt bepaald op basis van feitelijke matchingrendementen, is het volgens Noorman mogelijk om het beschermingsrendement daadwerkelijk te koppelen aan een portefeuille van inflatie-geïndexeerde obligaties (of inflatieswaps). ‘Maar ook dan moet je beseffen dat de inflatieafdekking niet perfect is. Deze instrumenten zijn namelijk gekoppeld aan de inflatie in de eurozone en niet aan het Nederlandse prijspeil. Aangezien er per leeftijdscategorie wordt gewerkt gaat worden met een ‘eigen’ beleggingsbeleid, biedt dat ruimte voor maatwerk per leeftijdsgroep.’ Daardoor kan er voor de ouderen worden gekozen voor een matching via inflation-linked bonds en voor de jongeren voor het ‘verdienen’ van de inflatie in de rendementsportefeuille, zo geeft Noorman aan.

Kapitaalbehoud versus renteafdekking

Zou de focus van het beschermingsrendement niet méér op kapitaalbehoud moeten liggen en minder op renteafdekking? ‘Wel minder op renteafdekking, maar niet méér op kapitaalbehoud’, antwoordt pensioexpert Van de Kuilen. ‘Het inkomen van de deelnemer na pensioering behoort centraal te staan en dan wel in het bijzonder het reële inkomen. Dus gecorrigeerd voor inflatie. Het gaat er immers niet om wat er in een individueel potje zit, maar vooral om wat daarmee gekocht kan worden.’ Kapitaalbehoud gaat enkel uit van de waarde van het potje, beklemtoont hij. ‘Maar die waarde mag zelfs dalen als dat het gevolg is van een stijgende rente en gelijkblijvende inflatie, omdat dan nog steeds

dezelfde boodschappen kunnen worden betaald.’

In zijn optiek is een risico van het nieuwe pensioenstelsel dat pensioen als ‘asset-only’-categorie wordt behandeld. ‘Als we de afgelopen veertien jaar niet zoveel nadruk op renterisico hadden hoeven leggen, was het belegvermogen van pensioenfondsen niet van € 670 miljard naar € 1.680 miljard gestegen. Dat er ruimte komt om minder aandacht te besteden aan het nominale renterisico en meer aan het inflatierisico is zeker een vooruitgang.’ ■

IN HET KORT

In aanleg lopen jonge deelnemers meer renterisico onder het NPC, omdat hun beleggingshorizon veel langer is.

Aan het afdekken van het renterisico kleven nadelen en risico's die zorgvuldig moeten worden afgewogen.

De indexatie-ambitie in de huidige economische omgeving is wel degelijk haalbaar voor gepensioneerden.

Het zou goed zijn als de Nederlandse overheid inflatieobligaties gaat uitgeven en het beschermingsrendement mede mag worden gebaseerd op de inflatieontwikkeling.

Klaar om de vorige oorlog te winnen

Hoewel wij economen aannemen dat wij vooruitkijken, komen onze verwachtingen meestal voort uit ons kortetermijngeheugen. Wat kun je dus verwachten na decennia van dalende rente en inflatie? Wel, dat wij nu met zijn allen het inflatierisico onderschatten.

Het is inmiddels veertig jaar geleden dat Paul Volcker als Voorzitter van de FED de rente in een paar jaar tijd verdubbelde naar 20% en zo een eind maakte aan meer dan 10% inflatie. Voorbij was het tijdperk van stagflatie, de combinatie van hoge inflatie met hoge werkloosheid. Eerst trok de inflatie zich terug en met enige vertraging volgde de rente. Het wantrouwen van beleggers zat diep. Het duurde even voordat zij hun inflatieverwachting aanpasten.

Het was niet alleen aan centrale bankiers te danken dat de inflatie verschrompelde. Vanaf de jaren negentig werden zij geholpen door een vloedgolf aan nieuwe arbeidskrachten in Oost-Europa, Rusland en vooral China, die de mondiale productiecapaciteit vergrootten. Bovendien kregen westerse ondernemingen toegang tot landen waar zij goedkoper goederen konden fabriceren. China deed daar zelf nog een schepje bovenop met zijn mercantilisme. Als prijsvechter, gewapend met overheidssubsidies en een ondergewaardeerde wisselkoers, verlaagde China wereldwijd de inflatie.

Westerse centrale banken hielden met hun beleid geen rekening met deze unieke aanbodschock. De meesten bleven mikken op een inflatiedoel van 2%. Dit getal is enigszins willekeurig, maar het stamt uit de tijd dat de Chinese reus nog sliep. Koersend op deze 2% lieten centrale banken de monetaire teugels eigenlijk te veel vieren. Daarmee stimuleerden zij zeepbellen in de kredietverlening, zeepbellen op de huizenmarkten en zeepbellen op de aandelenmarkten.

Telkens als zo'n zeepbel barstte, stimuleerden zij de kredietverlening met dubbele energie, uit angst voor een financiële crisis

en deflatie. Zo ging het na de internetbubbel van eind jaren '90, na de grote kredietcrisis van 2007-2008, maar ook na de eurocrisis van 2011-2012. Inmiddels zit de wereld dieper in de schulden dan ooit. Dat is voor een klein deel te wijten aan de COVID-19-crisis, maar weerspiegelt vooral een trend die al decennia aan de gang is.

Sinds 2020 staan de monetaire sluisen wijder open dan ooit. Doel is te voorkomen dat de pandemie uitmondt in een depressie. De groei van de geldhoeveelheid in de Verenigde Staten, Europa en Japan bereikt intussen snelheden die wij lang niet hebben meegemaakt. Het zag er een tijdje naar uit dat die geldgroei geen hogere consumptieprijzen veroorzaakte. Maar in de Verenigde Staten bedraagt de inflatie nu 4%. Maak je geen zorgen, zo stelt de FED, dit is tijdelijk. Het gaat voorbij.

De voormalige Britse centrale bankier Charles Goodhart vertrouwt deze sussende woorden niet. Samen met Manoj Pradhan laat hij in 'The Great Demographic Reversal' zien dat de deflatoire meevaller uit China voorbij is. De komende decennia gaat het wereldwijde arbeidsaanbod afnemen. De wereldbevolking gaat vergrijzen. Centrale bankiers verliezen daarmee een bondgenoot.

Het gedachtegoed van Goodhart en Pradhan sijpelt nog niet door in de economische scenario's die pensioenfondsen gebruiken voor hun beleggingsbeleid. Integendeel. Als je de rentevoorspellingen bekijkt, lijkt het op een wedstrijd wie de laagste rente durft te veronderstellen. Getekend door decennia van deflatie verwacht niemand dat centrale banken de controle over inflatie gaan verliezen. Wie zijn beleggingsportefeuille hierop inricht, kijkt de oude vijand recht in zijn ogen. Het risico is dat achter onze rug een nieuwe vijand dichterbij sluipt. ■

Bruno de Haas schreef deze column op persoonlijke titel. Het artikel geeft niet noodzakelijkerwijs de mening van MPD weer.



Door **Bruno de Haas**,
Manager Bestuurs-
advisering en Beleg-
gingsstrateeg, Media
Pensioen Diensten

Het onderscheid tussen actief en passief beleggen vervaagt

Door Wim Groeneveld Fotografie Cor Salverius



Jarenlang woedde een heuse strijd tussen voorstanders van actief en passief beleggen. Inmiddels zijn de scherpe randjes van de meningsverschillen weggesleten. Wanneer moeten beleggers actief beleggen en wanneer passief? Acht experts gingen met elkaar in gesprek over hoe beide beleggingsvarianten elkaar kunnen aanvullen.

Echt passief beleggen komt in feite neer op het kopen van de totale markt. In 2020 waren er wereldwijd 7.602 ETFs. Deze worden steeds meer gebruikt als instrument door actieve beleggers en lijken niet langer passieve beleggingen te zijn. Bestaat de echte passieve belegger eigenlijk nog wel?

Hilde Veelaert: ‘De echte passieve belegger bestaat nog steeds. Als je naar de ETF-markt kijkt, zijn de vijf grootste ETFs nog altijd echte klassieke passieve instrumenten die de brede marktindices volgen. Maar ik denk dat ETFs als instrument altijd een beetje actiever zijn dan een passief fonds an sich, omdat ze vaak korter worden aangehouden. Doordat je een ETF koopt en verkoopt en er vaak sprake is van een kortere bewaarperiode, ben je een soort actieve beta-belegger. Als je doel is om sec de brede markt te volgen, dan ben je in mijn ogen een passieve belegger.’

Michel van Mazijk: ‘Passief beleggen, in de zin van het kopen van de volledige markt, is niet echt mogelijk. Voor mij is de definitie van passief beleggen daarom het marktrendement van een benchmark proberen te behalen. Dus als er een benchmark gekoppeld is aan een ETF of een passief indexfonds, dan zie ik dat als een passieve belegging. Het betekent echter niet dat je geen actieve beslissingen neemt als je passief belegt. Je kiest voor een benchmark om in een bepaald deel van de markt te beleggen.’

Marc Vijver: ‘Zoals ik het zie, moet een echt passieve belegger één actieve keuze maken en dat is wat zijn benchmark zal zijn. Dat kan heel goed één benchmark voor de hele

wereld zijn, of verschillende benchmarks voor verschillende delen. Na het selecteren van die bepaalde benchmark, wat een actieve keuze is, kunnen vervolgens verschillende instrumenten zoals ETFs of indexfondsen worden ingezet om het beoogde benchmarkrendement te behalen.’

Jill Rootsart: ‘De typische op de lange termijn gerichte buy and hold-beleggers in ETFs en passieve fondsen blijven bestaan. De semantische discussie of er met ETFs passief of actief belegd wordt, werpt nogal eens een rookgordijn op. Een ETF wordt gewoonlijk beschouwd als een passief beleggingsinstrument, maar wordt door beleggers ook steeds meer ingezet om hun beleggingsportefeuille actief mee samen te stellen. Daarnaast bestaan er tegenwoordig ook actieve strategieën met ETFs, de actieve transparante ETFs. Voor mij bestaan passieve beleggers die voor de lange termijn in een passief beleggingsproduct beleggen en daarmee een index volgen nog steeds. Het hangt er alleen van af of ze dat doen via actieve asset allocatie of dat ze slechts kiezen voor passieve bouwstenen. Uiteindelijk gaat het om de intentie van de belegger en is het onderscheid tussen actief en passief steeds waziger.’

Kenneth Lamont: ‘Als het op de fondsen zelf aankomt, is het nuttig om het aanbod als een continuüm te zien. Aan de ene kant heb je volledig passieve fondsen, die bijvoorbeeld een MSCI-aandelenindex tracken. Aan de andere kant heb je ook thematische fondsen waarbij een comité beslist wat aan de thematische criteria voldoet. Dat is een erg actieve benadering. Voor zover ik weet, hebben alle actieve fondsen reglementaire beperkingen. Of de echte passieve belegger bestaat, is daardoor eigenlijk een betwistbaar punt.’

Auke Plantinga: ‘Ik ben het er min of meer mee eens dat dé passieve belegger niet bestaat, omdat je in zekere zin altijd beslissingen neemt. Passief suggereert dat er geen beslissingen nodig zijn. En ik denk dat beleggers allemaal actief zijn op een of andere manier. Elke keuze voor een marktindex is toch steeds weer een actieve keuze.’

Effi Bialkowski: ‘Een echte passieve belegger zou passieve fondsen moeten gebruiken in combinatie met een passieve asset >

Voorzitter:

Han Dieperink, Auréus

Deelnemers:

Effi Bialkowski, Van Lanschot Kempen
Thomas Kieselstein, Quoniam Asset Management
Kenneth Lamont, Morningstar
Michel van Mazijk, T. Rowe Price
Auke Plantinga, Rijksuniversiteit Groningen
Jill Rootsart, J.P. Morgan Asset Management
Hilde Veelaert, ACTIAM
Marc Vijver, Investment professional & Pensioenfondsbestuurder



VOORZITTER

Han Dieperink

Han Dieperink is zelfstandig adviseur via zijn bedrijf HD Capital & Advisory. Daarnaast is hij Chief Commercial Officer bij Auréus, een van de grootste zelfstandige vermogensbeheerders van Nederland, en Senior Advisor bij BB Capital, een Nederlandse private equity-investeerder. Verder schrijft hij boeken, columns en een wekelijkse nieuwsbrief. Dieperink was tot 2019 Chief Investment Officer van Rabobank en had voor 2010 diezelfde rol bij Schretlen & Co, waar hij in 1995 startte. Daarvoor was hij Officier bij de Koninklijke Marine.



**Effi
Bialkowski**

Effi Bialkowski is Vice president Fiduciary Management bij Van Lanschot Kempen. Zij verhuisde op 25-jarige leeftijd van Duitsland naar Nederland en begon als trainee bij ABN AMRO. In 2000 is ze als Private Banker en Beleggingsadviseur voor Staalbankiers gaan werken, verantwoordelijk voor de fondselectie. Sinds eind december 2016 werkt Bialkowski als Vermogensbeheerder en Beleggingsfondsen-specialist bij Van Lanschot Kempen.



**Thomas
Kieselstein**

Thomas Kieselstein is medeoprichter en Chief Investment Officer van Quoniam Asset Management. Voordat hij bij Quoniam kwam, werkte Kieselstein voor DZ Bank en Dresdner Bank Investment Group. Hij houdt zich sinds 1994 bezig met de ontwikkeling van kwantitatieve beleggingsprocessen voor multi-factor aandelenstrategieën. Kieselstein behaalde zijn MSc. in Engineering aan de Universiteit van Karlsruhe.



**Kenneth
Lamont**

Kenneth Lamont is Senior Manager Research Analyst bij Morningstar. Voordat hij bij Morningstar begon in september 2013, was Lamont onder andere Research Analyst Merger Market, en Associate bij Markit. Lamont heeft een Bachelor-diploma in Bedrijfseconomie en Marketing van de Universiteit van Dundee en een Master-diploma in Investerings, Bankwezen en Financiën van de Universiteit van Glasgow.



**Michel
van Mazijk**

Michel van Mazijk is Country Manager Netherlands en Relatiebeheerder Institutionele Relaties bij T. Rowe Price Nederland. Voordat hij in september 2017 bij het bedrijf kwam, was hij sinds 2012 Hoofd Nederland en Scandinavië bij Pioneer Investments. Daarvoor werkte hij bij Vanguard Investments Europe en bij ING Investment Management. Van Mazijk behaalde een Bachelor in Economie en Marketing en een Master in International Business.



**Auke
Plantinga**

Auke Plantinga is Universitair Hoofddo-cent Finance aan de Rijksuniversiteit Groningen. Zijn huidige onderzoek richt zich op huishoudfinanciën en maatschappelijk verantwoord beleggen. Daarnaast is hij lid van de Raad van Commissarissen van Trustus Capital Management en penningmeester van het Universiteitsfonds Groningen. Eerder werkte hij onder meer bij Heap Consulting, de Vrije Universiteit Amsterdam, Fortis Investments, en de Nederlandse Vereniging van Banken.



**Jill
Rootsart**

Jill Rootsart startte in 2019 als Head of ETF Distribution Benelux bij J.P. Morgan Asset Management. Eerder was ze werkzaam bij BlackRock, waar ze verantwoordelijk was voor het aandragen van iShares EMEA ETF's & Index Investment-oplossingen aan vermogensbeheerders, institutionele klanten en tussenpersonen. Rootsart begon haar carrière als valutahandelaar bij Fortis Bank en heeft ervaring als portefeuillemanager opgedaan bij Henderson Global Investors.



**Hilde
Veelaert**

Hilde Veelaert is Chief Investment Officer bij Actiam sinds april 2021, een rol die zij al sinds februari 2020 ad interim vervulde. Zij begon in juni 2003 bij ACTIAM als Portefeuillemanager voor Europese aandelen en werd in 2011 Hoofd van het Aandelenteam. Eerder werkte ze bij AXA Bank in België en AXA IM in Den Haag en Parijs. Veelaert behaalde een Master of Science in Technische Bedrijfskunde aan de KU Leuven en is Financieel Analist (ABAF/ EFFAS).



**Marc
Vijver**

Marc Vijver is sinds 1989 actief als Investment Professional. Hij is lid van diverse beleggingscommissies en adviseert institutionele beleggers en vermogende families over de strategie en het beleggingsproces. Verder is Vijver Vicevoorzitter en Hoofd van de Balans- en Vermogensbeheercommissie bij het Bedrijfstakfonds voor de Handel in Bouwmaterialen (HiBiN). Hij doceert ook vermogensbeheer aan de Swalef Pensioenacademie.

‘Dé passieve belegger bestaat niet, omdat je in zekere zin altijd beslissingen neemt. Passief suggereert dat er geen beslissingen nodig zijn.’

allocatie. Maar eigenlijk is dat vaak niet het geval. Ik denk dat de meeste beleggers passieve fondsen gebruiken in combinatie met actieve fondsen en in combinatie met actieve asset allocatie. Dat doen wij ook. Maar dat is voor mij niet echt passief beleggen.'

Thematische ETFs hadden vorig jaar een stijl oplopend rendement en trokken recordbedragen aan instroom aan. Wat vinden jullie het meest opvallend aan deze fondsen?

Thomas Kieselstein: 'Beide soorten fondsen zijn duidelijke vormen van actief beleggen. Ze zijn helemaal niet passief. Ze zijn zelfs zeer actief. Thematische fondsen zitten voor mij meer in de lijn van traditionele sectorfondsen of landenfondsen. In zoverre is er niets nieuws onder de zon. Bij thematische fondsen draait het echter om het hebben van een goed verhaal. Storytelling is de sleutel, bijvoorbeeld op het gebied van duurzaamheid en online business. De implementatie is niet zo relevant, zolang je het juiste thema maar hebt uitgekozen. Bij smart beta geldt het tegenovergestelde. Je hebt toch meer te maken met algoritmische concepten en processen. Value is een typisch smart beta-thema. De markt is efficiënt genoeg, zodat zeer eenvoudige definities van Value niet zullen leiden tot outperformance op de lange termijn. Dus dan wordt de implementatie van Value inderdaad zeer relevant.'

Van Mazijk: 'Met thematische ETFs is het natuurlijk wel de vraag hoe je het succes meet. Is dat aan de hand van het absolute rendement dat je genereert? Want dat kan erg fluctueren. Een thema kan heel erg in de belangstelling staan, maar kan ook plots veranderen. En moet je een vergelijking trekken met een benchmark? Dat is toch wel een belangrijke vraag.'

Lamont: 'Ik heb zo'n 50.000 open en gesloten fondsen wereldwijd, zowel actieve als passieve fondsen, onder de loep genomen. Op basis daarvan heb ik een indeling gemaakt en heb ik een dataset samengesteld. Wat blijkt, is dat thematische ETFs niet in de traditionele categorieën inpasbaar zijn en dat het moeilijk is om ze te benchmarken. Het groeipotentieel ligt immers in de toekomst. Maar het is wel mogelijk om een vergelijkingsgroep samen te stellen van

bijvoorbeeld op robotica gerichte ETFs, want de daarvoor benodigde datasets hebben we in huis. The sky is the limit.'

Rootsaert: 'Thematische ETFs hebben allemaal één gemeenschappelijk doel en dat is het overstijgen van die traditionele manier van kijken naar bepaalde sectoren of bepaalde landen. Om dat over te brengen, wordt een duurzaam thema als carbon transition, een demografische trend of een andere kijk op de toekomst gelanceerd. Beleggers krijgen er feeling mee door storytelling. Dat is waarschijnlijk een van de redenen waarom ze zo vaak worden gebruikt als satellietbelegging in een portefeuille. Maar tegenwoordig worden er ook thematische ETFs als core-belegging gebruikt, voornamelijk als je kijkt naar duurzaam thematisch beleggen.'

Bialkowski: 'Thematische ETFs winnen bij ons aan populariteit, vooral in de adviesportefeuilles. Storytelling is daarbij inderdaad belangrijk. Als dat dan gepaard gaat met rendementen zoals afgelopen jaar, dan zorgt dat voor een opvallende instroom. Thematische ETFs kennen vaak een minder goede spreiding. Het is daarom belangrijk dat beleggers zich bewust zijn van dat extra risico.'

Er is een natuurlijke evolutie in de ETF-markt naar actieve ETFs, maar big data en machine learning worden ook steeds belangrijker. Wat voor rol zien jullie in de toekomst weggelegd voor de mens bij het screenen van bedrijven en het nemen van selectiebeslissingen?

Rootsaert: 'Mensen hebben nogal eens de neiging te denken dat een robot een ETF aan het beheren is. Hoe je het ook wendt of keert, je zult altijd een menselijke portefe-

>

'Met thematische ETFs is het de vraag hoe je het succes meet. Is dat aan de hand van het absolute rendement dat je genereert? Want dat kan erg fluctueren.'

feuillebeheerder hebben die een ETF beheert. Als je naar actieve ETFs kijkt zoals wij die ook in ons assortiment hebben, dan gebruiken we heel veel van beide werelden. De menselijke kennis is erg belangrijk. Onze fundamentele beleggingsanalisten delen hun input met de teams van onze actieve beleggingsfondsen, maar hun visies komen ook bij onze actieve ETFs terecht. Tegelijkertijd is er het belang van data. Gegevens worden geoptimaliseerd om ervoor te zorgen dat de tracking error blijft kloppen.’

Van Mazijk: ‘Wij bieden ook een aantal actieve ETFs aan in de Verenigde Staten, maar deze zijn in principe gebaseerd op beleggingsstrategieën gericht op de lange termijn, waarvoor we ook andere beleggingsinstrumenten beschikbaar hebben. Voor ons is een actieve ETF een andere manier om onze klanten exposure te bieden naar een bepaalde beleggingsstrategie, naast hun beleggingen in reguliere beleggingsfondsen. Een actieve ETF is namelijk toch meer liquide. Je kunt intraday handelen. Het is een veel flexibeler instrument. Het selecteren van afzonderlijke onderliggende aandelen of obligaties blijft in handen van een portfoliomanager. De beslissingen die moeten worden genomen, zijn immers fundamenteel van aard. Die situatie zal niet veranderen.’

Kieselstein: ‘Zelfs traditionele, fundamentele stockpickers maken steeds meer gebruik van machines, algoritmes en data. Het wordt een onderdeel van bijna elk beleggingsproces. Dat betekent niet dat een ultieme, laatste controle en goedkeuring door een portefeuillemanager irrelevant wordt. Die stap wordt gezet en dat zal nog wel even zo blijven. Maar voorselecties en voorstellen worden steeds vaker door machines en algoritmen gemaakt. Technologie en data drukken zo duidelijk hun stempel.’

‘Zelfs traditionele, fundamentele stockpickers maken steeds meer gebruik van machines, algoritmes en data.’

Ondermijnt passief beleggen de functie van de kapitaalmarkt als een doeltreffend middel om rendabele (en duurzame) investeringsmogelijkheden voor de toekomst te identificeren?

Plantinga: ‘Dat is in zekere zin wel waar. Ik merk dat wat we in de beleggingsindustrie nu vooral veel kijken naar de benchmark. Maar als je kijkt naar wat de maatschappij nodig heeft, dan is dat kapitaal voor innovaties en vernieuwing. Ik zou meer performancemaatstaven willen toevoegen die hierbij aansluiten: wat is bijvoorbeeld de CO₂-uitstoot van een portefeuille? Op een bepaalde manier is er een conflict met wat aandeelhouders willen. Die hebben het liefst monopolies waarmee ze zoveel mogelijk geld kunnen verdienen. Maar ik ben er niet zeker van dat de maatschappij dat wil. Ik wil gewoon een goedkope telefoondienst hebben en ik wil een goede auto hebben die niet te duur is et cetera. Dat is een deel van het verhaal - als we het over storytelling hebben - waar mensen naar op zoek zijn. Dat is ook waarom die thematische fondsen zo goed werken. Mensen willen verhalen horen.’

Kieselstein: ‘Het verhaalelement wordt steeds belangrijker. Mijn zorg is dat dit ook gevaren met zich meebrengt voor de samenleving. Neem bijvoorbeeld de populariteit van grote technologiebedrijven. Als iedereen zegt dat zo'n bedrijf een grote winnaar is, gelooft iedereen dat het een grote winnaar is. En waar leidt dat toe? Het bedrijf wordt groter en groter. Dus als er een concurrent komt, wordt die gewoon opgekocht. Het eindresultaat is dat we een aantal zeer machtige monopolies krijgen. Dat is een problematische ontwikkeling voor samenlevingen.’

Vijver: Als je naar de geschiedenis kijkt, worden bedrijven op een gegeven moment opgesplitst omdat de publieke opinie aangeeft dat ze te groot zijn geworden. Maar het zullen niet de aandeelhouders zijn die zeggen dat een bedrijf in parten moet worden verdeeld. Toch zal dat op een gegeven moment gebeuren. We hebben het gezien bij de grote oliemaatschappijen, de telecomsector en warenhuizen. Het zal niet de wens van de aandeelhouders zijn, omdat een monopolie juist aantrekkelijk voor ze is en daar willen ze instappen.’

Plantinga: ‘Passief beleggen maakt het onmogelijk om visies te ventileren. Als passieve belegger ben je niet zo’n fan van concurrentie. Dan heb je inderdaad liever twee aandelen in de index die hun eigen monopolie creëren.’

Veelaert: ‘Passieve beleggingen zijn inderdaad een prijsvolger en dragen in die zin niet bij aan de efficiënte werking van de kapitaalmarkten. De instroom in passieve beleggingen zorgt ervoor dat het geld steeds vloeit naar dezelfde grote bedrijven waarvan de marktkapitalisatie steeds verder stijgt. Maar volgens mij is er binnen efficiënt werkende kapitaalmarkten plaats voor zowel passieve als actieve strategieën. Belangrijk is dat de verhouding tussen beide gezond blijft, zodat de handel door actieve fondsen voldoende groot blijft om een efficiënte prijsvorming te waarborgen.’

De algemene perceptie is dat actief beheer wat betreft efficiënte markten, zoals de Amerikaanse aandelenmarkten, geen meerwaarde biedt ten opzichte van passief beheer. Zijn jullie het daarmee eens?

Van Mazijk: ‘Er is nu inderdaad sprake van een periode dat actieve beheerders in de Verenigde Staten een onderperformance tonen ten opzichte van hun benchmark. Wij hebben een studie gedaan en daar komt uit naar voren dat er sinds 1990 in feite vier cycli kunnen worden onderscheiden, waarbij in twee daarvan actief beheer wel degelijk beter presteerde. De eerste periode liep van 1990 tot en met 1994. Dat was een tijd waarin actieve managers in de VS beter presteerden. Van 2000 tot 2009, in feite tot aan de financiële crisis, was dat ook het geval, gevolgd door wat nu de langste periode van slecht presteren door actieve beheerders is. Het lijkt een cyclisch fenomeen te zijn. Er zijn enkele bekende factoren die gunstig zijn voor actief beheer, zoals een lage correlatie op de markten, hoge dispersie van aandelenrendementen en de breedte van de markt. Je kunt niet zeggen dat actieve managers op de lange termijn onderpresteren.’

Veelaert: ‘De laatste jaren is er sprake van een grote concentratie op de Amerikaanse markt waarbij de vijf grootste bedrijven 20% van de S&P 500 uitmaakten, terwijl deze bedrijven het buiten de index om ook beter

‘Belangrijk is dat de verhouding tussen passieve en actieve strategieën gezond blijft om een efficiënte prijsvorming te waarborgen.’

deden dan de rest van de markt. Het was een zeer moeilijke periode voor actieve managers om hun potentie te laten zien. Maar ik denk dat waarde aandelen en cyclische aandelen het beter zullen gaan doen met het verwachte economische herstel na de COVID-19-crisis. Je ziet de dispersie weer toenemen in de markt. Dat biedt kansen voor actieve managers. Daarnaast loopt de Amerikaanse markt achter op het gebied van duurzaamheid. Ik geloof dat het duurzaamheidsthema een langetermijnskans is voor actieve beleggers in de VS.’

Vijver: ‘Het onderpresteren is niet vreemd, want ze maken veel meer kosten.’

Bialkowski: ‘We combineren in onze modelportefeuilles actieve en passieve fondsen voor deze markten. Passieve fondsen worden steeds geliefder vanwege de lage kosten, maar er zijn natuurlijk nog steeds periodes waar onze actieve invullingen voor de Amerikaanse aandelenmarkten beter presteren. Ook de storytelling bij de actieve fondsen heeft een meerwaarde voor sommige klantgroepen. De waarheid ligt dan toch een beetje in het midden.’

Lamont: ‘Wij publiceren regelmatig de Active Passive Barometer die een overzicht geeft van de kansen om een fonds te selecteren dat een passieve samenstelling over verschillende tijdsbestekken overtreft. De kans om een beheerder te kiezen die beter presteert dan de Amerikaanse Large-Cap Blend Equity-markt over de afgelopen tien jaar was slechts 6%. In andere markten bleken actieve managers succesvoller. Zo’n 70% van de actieve beheerders die zich op Britse midcaps richtten, presteerden over de afgelopen tien jaar bijvoorbeeld beter dan passieve beheerders.’ >

De Chinese aandelen- en obligatiemarkten vormen na de Verenigde Staten de grootste markten ter wereld. Tegelijkertijd bedraagt de weging van Chinese aandelen en obligaties slechts 5% in de wereldwijde indices. Waarom is dat zo en moet dat veranderen? Wat zijn de hordes die moeten worden genomen?

Vijver: ‘Dat zal in de loop der tijd zeker veranderen. De free float van kapitaal in en uit het land is hier de sleutel. Indexaanbieders houden dat in de gaten. Naarmate de vrijheid van kapitaalverkeer toeneemt, zullen zij het aandeel van de Chinese markten vanzelf vergroten.’

Veelaert: ‘Passief beleggen in China is nog steeds een uitdaging omdat er veel kleine bedrijven in de indices zijn opgenomen en het behoorlijk duur is om die indices op een passieve manier te volgen. Het is waarschijnlijk beter om actief te beleggen in China.’

Vijver: ‘Een groot deel van de bedrijven wordt gecontroleerd of beïnvloed door de overheid en kunnen daardoor voor aandeelhouders ongunstige zakelijke beslissingen nemen. Dat is dus een andere mogelijke verklaring voor de underperformance van de brede markt ten opzichte van actieve fondsen in China.’

Is passief beleggen op de Chinese aandelenmarkt (en dan met name in Chinese A-aandelen) wel een goed idee?

Rootsaert: ‘In China is er sprake van een liquide maar inefficiënte markt. Om er op passief niveau te beleggen, zijn er verschil-

lende componenten om rekening mee te houden. Een daarvan is de gemiddelde dagelijkse omzet van de beurzen. Die omzet is nog niet op het niveau van de VS aanbeland, maar is voor Aziatische begrippen wel erg hoog. Dit wijst erop dat de markt diep genoeg is ontwikkeld voor verdere groeiperspectieven. Als China bereid is om meer buitenlandse investeerders de Chinese markt te laten betreden, zal dit meer kansen scheppen voor beleggers, zowel passief als actief.’

Van Mazijk: ‘De omzet op de lokale Chinese A-shares markt wordt met name gedreven door retailbeleggers die hun aandelen gemiddeld slechts een paar weken aanhouden. Er is mede daardoor tijdelijk sprake van grote over- en onderwaarderingen, waar goede actieve vermogensbeheerders met kennis van zaken en een lange beleggingshorizon van kunnen profiteren. Maar beleggers moeten zich niet blindstaren op enkel A-aandelen, want Chinese beleggers kunnen nu ook Hongkong-aandelen kopen wat naar verwachting extra vraag zal genereren.’

Bialkowski: ‘De outperformance van actieve fondsen in de Chinese A-shares markt is echt indrukwekkend. Ik heb dit bij andere asset classes nog niet gezien. De China A-shares markt is relatief inefficiënt, met name door het hoge percentage aan retailbeleggers en het gebrek aan transparante informatie. Dat levert extra alpha-potentieel. Wij hebben dan ook een voorkeur voor actief beleggen in deze markt. Desondanks zijn er uiteraard ook voldoende passieve oplossingen die prima geschikt zijn om bijvoorbeeld in portefeuilles met passieve producten op te nemen.’

Plantinga: ‘China is een moeilijke markt. Als ik kijk naar een lijst met Chinese bedrijven, dan is het opmerkelijk hoe weinig ik van ze weet. Dat geldt voor veel beleggers. Kun je iemand serieus voorstellen om veel geld te steken in een markt waarvan hij of zij nauwelijks in staat is om meer dan vijf bedrijven op te noemen? Ik denk dat je eerst wat vertrouwen in een markt moet hebben voordat je erin gaat beleggen.’

Veelaert: ‘De Chinese aandelenmarkt loont zich voor actief beheer. Door het hoge aantal particuliere beleggers zijn de marktinefficiënties en de dispersie hoog. Als je in China wilt beleggen, dan helpt het om een Chinese portfoliomanager te kunnen inzetten. Lokale ervaring en makkelijke toegang tot informatie helpt, zeker in de Chinese markt, bij de beoordeling van de kwaliteit van een bedrijf. Ook bij de beoordeling van marktomstandigheden die het kortetermijnsentiment en de daarmee gepaard gaande volatiliteit drijven, helpt lokale expertise.’

Rootsaert: ‘Op het gebied van duurzaamheid helpt het waarschijnlijk ook om plaat-

‘Als China bereid is om meer buitenlandse investeerders de Chinese markt te laten betreden, zal dit meer kansen scheppen voor beleggers, zowel passief als actief.’

selijk onderzoek te kunnen doen of om een Chinese portfoliomanager te hebben die daartoe contact kan leggen. Ik denk dat daar waarschijnlijk ook de toegevoegde waarde voor een duurzaamheidsaanpak vandaan zal komen en dat zal ook steeds meer nodig zijn.’

Hoe beoordelen jullie de huidige stand van zaken op het gebied van passief beleggen in fixed income?

Veelaert: ‘Ik denk dat het altijd een beetje anders zal zijn dan passief beleggen in aandelen, omdat je bij vastrentende waarden vaak verschillende uitgiften per emitent hebt. Er wordt weliswaar een index gevolgd, maar je zult waarschijnlijk niet elke emissie kopen. Daarnaast zijn er ook liquiditeitsproblemen. Niet elke obligatie wordt elke dag verhandeld, waardoor je rekening moet houden met een systematische factorimplementatie en het volgen van een index zonder elke obligatie in portefeuille te hebben.’

Vijver: ‘Beperkte free float is uiteraard een probleem voor zowel actieve als passieve fondsen, maar soms lijkt het erop dat ETFs meer liquide zijn dan de onderliggende markt.’

Rootsaert: ‘Bij op aandelen gerichte ETFs is het heel gebruikelijk dat er aan volledige replicatie wordt gedaan en dus alle onderliggende bestanddelen worden gekocht. Vastrentende ETFs, zowel passief als actief, gebruiken iets wat gestratificeerde sampling heet, waarbij je de transactiekosten optimaliseert op basis van onder andere liquiditeit. Dat is dus een essentiële factor om rekening mee te houden. Een ander belangrijk aspect is de handel op en de liquiditeit van de secundaire markt. Van alle obligatie-ETFs wordt nog steeds 80% via de secundaire markt verhandeld, en niet via de beurs. Een positie in een ETF wordt daarbij verhandeld zonder dat noodzakelijkerwijs de onderliggende effecten verhandeld moeten worden.’

Kieselstein: ‘Laten we zeggen dat er een goed en een slecht element aan zit. Ik ben het ermee eens dat een ETF voor liquiditeit kan zorgen waar je anders geen liquiditeit zou hebben. Maar de minder prettige kant is dat de liquiditeit gepaard gaat met een erg onaantrekkelijke prijs.’

Lamont: ‘Wat betreft passief beleggen in fixed income moet ik zeggen dat green bonds fantastische mogelijkheden bieden. Deze markt ontwikkelt zich snel. En dan is er nog een ander noemenswaardig aspect op het gebied van de markt voor staatsobligaties. Je ziet een hoge correlatie tussen de ontwikkelingsindex van een land en zijn weging in de duurzaamheidsindices, want hoe rijker het land, hoe meer het misschien sommige van deze duurzaamheidskwesties kan aanpakken. Je krijgt systemische kantelingen binnen je portefeuille tenzij je daarvoor corrigeert.’

Is er een verschil tussen actief en passief beleggen wat betreft de maatschappelijke impact die kan worden gerealiseerd? Waarvoor kan beter worden gekozen?

Veelaert: ‘Bij de discussie over actief versus passief beleggen wordt erg gefocust op het financieel rendement, maar je hebt natuurlijk ook het hele ESG-spectrum.

Door actieve keuzes op ESG-gronden kun je natuurlijk fondsen of beleggingen kiezen die outperformen qua ESG-kenmerken. Daardoor kun je impact realiseren. Dat pleit ervoor om actieve keuzes te maken op ESG-vlak. Die keuzes kun je zowel met actieve als met passieve beleggingsvormen implementeren. Is het doel het volgen van de markt of het echt afwijken van de markt? Het is duidelijk dat bedrijven die zich aan ESG-doelstellingen houden en die ook realiseren, op de lange termijn beter af zijn qua rendement. Bedrijven die het ethisch niet zo nauw nemen of controversieel bezig zijn, lopen het risico boetes te krijgen of een stranded asset te worden.’

Bialkowski: ‘Met actief beleggen is het veel gemakkelijker om impact te realiseren, omdat je sneller kunt beslissen om de beleggingen daadwerkelijk van de hand te doen indien dat gewenst is. Aan de andere kant bewijzen passieve producten gericht op duurzaamheid ook hun nut, omdat ze zeker niet zullen investeren in controversiële activiteiten. En dat kan ook een meetbaar effect hebben als die producten in aantal en omvang groeien.’ >

‘Je ziet een hoge correlatie tussen de ontwikkelingsindex van een land en zijn weging in de duurzaamheidsindices.’

Veelaert: ‘Aan de actieve kant kun je met een geconcentreerde portefeuille beleggingsoplossingen toevoegen die goed zijn om impact te creëren. Aan de passieve kant kun je de weg kiezen van het uitsluiten van bedrijven met ethische problemen of met een verhoogd ESG-risico. Daarnaast moet je de impact van stemmen en engagement niet onderschatten. Dat kun je ook doen met passieve strategieën, omdat je daarmee vaak veel bedrijven in portefeuille hebt.’

Rootsaert: ‘Voor beide vormen is wat te zeggen. Maar uiteindelijk komt het neer op de keuze van de cliënten. Hoe kijken zij tegen duurzaamheid aan? Hoe willen zij dat er vorm wordt gegeven aan duurzaamheid qua asset allocatie in hun beleggingsportefeuille? Hoeveel mag de tracking error bedragen en hoever willen ze daarin gaan, wetende dat een SRI-index een grotere tracking error zal hebben dan een ESG-index? En kan een bedrijf aantonen welke inspanningen het heeft geleverd op het gebied van betrokkenheid en op het gebied van rentmeesterschap? Kijk naar de casestudies en doorgrond of mensen de daad bij het woord voegen. Dat is uiteindelijk wat de toekomst die voor ons ligt, zal veranderen.’

Zijn de huidige benchmarks voor duurzaam beleggen wel toereikend?

Kieselstein: ‘Ik kan niet zoveel met de term SRI-index. Er zijn daarvan zoveel verschillende soorten. Een van de bekendste we-

reldwijde SRI-indices bevat Microsoft met een gewicht van 12,6% en Tesla met 3,7%. Waarom gebeurt dit in een duurzaamheidsindex? Ik begrijp het niet. Het is belangrijk om voorzichtig te zijn met het promoten van al deze producten zonder echt te begrijpen waar ze uiteindelijk voor staan.’

Lamont: ‘Nou, daar kan ik wel op antwoorden. Ik beoordeel dat specifieke product niet, maar ik beoordeel wel zeer gelijkwaardige producten. Wat we doen is letterlijk het verzamelen op bedrijfsniveau van ESG-scores, controversiële scores, carbon footprint scores en dan worden ze als het ware opgerold. Vervolgens neem je met die strategie de top-25 op van elke categorie, zodat je de voordelen hebt van een brede benchmark. Ik weet dat er verschillende benaderingen van ESG zijn en ik vind dat geweldig. Mensen hebben verschillende producten en ze hebben verschillende ideeën. Het is een manier om je beleggings-overtuigingen, je ethische overtuigingen en je duurzame overtuigingen uit te drukken. Het is geen probleem dat er verschillende benaderingen van duurzaamheid zijn.’

Kieselstein: ‘Ik heb het niet zozeer over de verschillende benaderingen van duurzaamheid. Ik heb het over de ondoorzichtigheid en de uitkomsten van sommige algoritmen die worden gebruikt. Sommige indexaanbieders komen met hele vreemde constructieregels die tot hele vreemde uitkomsten leiden.’

Van Mazijk: ‘Algoritmes zijn gebaseerd op gegevens. Vaak komt het neer op achteruitkijken. En wat we merken, is dat de gegevens van de ratingbureaus niet altijd accuraat zijn. Daardoor loop je kans een bedrijf uit te sluiten of een aandeel te verkopen op basis van gegevens die niet accuraat zijn. Met actief beheer kunnen meer toekomstgerichte besluiten worden genomen. Je kunt een positieve selectie maken. Het is gemakkelijk om bedrijven uit te sluiten, waarvan je denkt dat ze niet de juiste dingen doen. Maar daarmee breng je geen verandering teweeg. Als actieve belegger kun je het gesprek aangaan met het management. Natuurlijk moet je dan de ultieme sanctie nemen, het verkopen van een aandeel, als ze de veranderingen niet doorvoeren. En dat is iets wat een actieve manager kan doen.’ ■

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met ACTIAM, J.P. Morgan Asset Management, T. Rowe Price en Quoniam Asset Management.

IN HET KORT

Of de echte passieve belegger (nog) bestaat, valt te betwisten.

Veel hangt af van hoe er wordt belegd: via actieve asset allocatie of valt de keuze op passieve bouwstenen?

ETFs worden beschouwd als passieve beleggingsinstrumenten, maar ze worden ook steeds meer ingezet door beleggers om hun beleggingsportefeuille actief samen te stellen.

Thematische ETFs komen steeds meer in zwang. Storytelling is daarbij belangrijk.

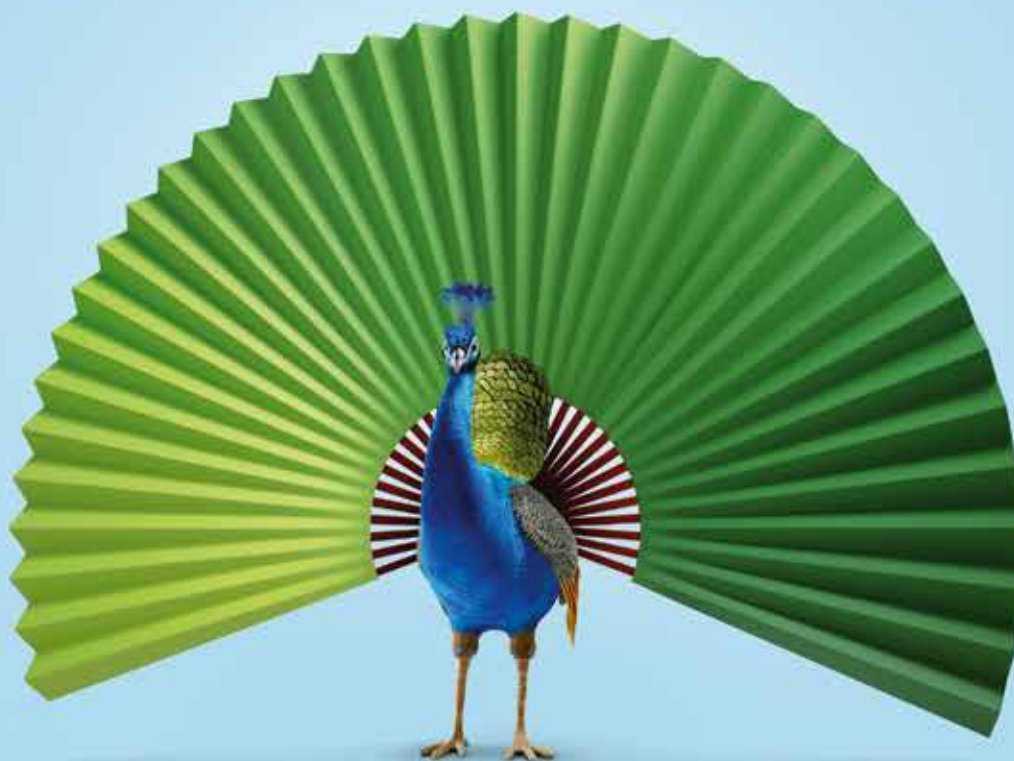
Een voordeel van actief beleggen is dat het veel gemakkelijker is om impact te realiseren, omdat je sneller kunt beslissen om beleggingen daadwerkelijk van de hand te doen indien dat gewenst is.

‘Met actief beleggen is het veel gemakkelijker om impact te realiseren, omdat je sneller kunt beslissen om de beleggingen daadwerkelijk van de hand te doen indien dat gewenst is.’

Amundi's aanbod van ETF's voor duurzaam beleggen

Er zijn vele tinten groen.

Maak de keuze die het beste bij u past.



Als toonaangevende Europese vermogensbeheerder⁽¹⁾ helpen we u bij uw ambities op het vlak van duurzaam beleggen. En daar zijn wij trots op.

- Een ruim aanbod van kostenefficiënte ESG aandelen- en obligatie ETF's;
- Waarbij we goed hebben nagedacht over ieders specifieke wensen op het gebied van ESG-integratie;
- Aangevuld met klimaat ETF's om u te helpen de opwarming van de aarde tegen te gaan.

amundietf.nl

**Vertrouwen
moet je verdienen**

Amundi
ASSET MANAGEMENT

BELEGGERZIJN BLOOTGESTELD AAN HET RISICO VAN KAPITAALVERLIES.

Enkel voor professionele klanten. Deze promotie wordt uitgegeven in Nederland door Amundi Asset Management. Amundi Asset Management is een vergunning verleend door en het staat onder toezicht van de Autorité des Marchés Financiers (AMF), beschikt over een Europees paspoort voor dienstverlening in Nederland en is in het register gehouden door de Autoriteit Financiële Markten opgenomen. Meer informatie over deze registratie is op verzoek verkrijgbaar. Dit materiaal is niet bestemd voor burgers of inwoners van de Verenigde Staten van Amerika of voor een 'U.S. Person', zoals gedefinieerd in Regulation S onder de US Securities Act van 1933. Deze advertentie strekt uitsluitend ter informatie en vormt geen aanbeveling tot aan- of verkoop. Beleggingen in een fonds mogen enkel worden gedaan op basis van de essentiële beleggersinformatie ('KIID') en het prospectus voor dat fonds, die informatie bevatten over de beleggingsrisico's en op verzoek verkrijgbaar zijn in het Nederlands of op amundietf.com. Bij de handel in ETF's kunnen er transactiekosten worden aangerekend. (1) Bron: IPE "Top 500 Asset Managers", gepubliceerd in juni 2020 en gebaseerd op het beheerde vermogen per 31/12/2019. | WALK®

GAAN DUURZAME BELEGGERERS ÉÉN TAAAL SPREKEN?

De afgelopen jaren groeide de vraag naar ESG-beleggingen aanzienlijk en nam het aanbod van duurzame beleggingsproducten toe. Door gebrek aan transparantie op het gebied van duurzame beleggingen is 'greenwashing' echter een ongewenste bijwerking. Onder meer de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) moet daar verandering in brengen.

Door Wim Groeneveld

Beleggers die in een beleggingsfonds stappen met een duurzame of ESG-gerelateerde doelstelling, gaan ervan uit dat het betreffende product voldoet aan de criteria voor milieuvriendelijkheid, sociaal beleid en goed ondernemingsbestuur. Het punt is dat dit helemaal niet altijd het geval hoeft te zijn. Regelmatig is sprake van verschillende visies op duurzaam beleggen en op hoe niet-financiële criteria in het selectieproces moeten worden opgenomen. Soms is er zelfs sprake van regelrechte misleiding.

De SFDR, die op 10 maart in werking is getreden, moet de beleggingssector op een lijn krijgen en greenwashing voorkomen. De nieuwe regelgeving vanuit de EU maakt deel uit van een breder actieplan om duurzame groei te stimuleren. Op Europees niveau is er een taxonomie opgesteld met criteria om vast te stellen of een economische activiteit als ecologisch duurzaam kan worden gedefinieerd. Dit classificatiesysteem moet het stevige fundament gaan vormen voor

duurzame beleggingen. Marktpartijen zijn als gevolg van de inwerkingtreding van de SFDR verplicht te rapporteren in hoeverre hun beleggingen in lijn zijn met deze taxonomie.

De vraag is of de nieuwe regulering een papieren tijger zal zijn of niet. Voor het antwoord op die vraag hebben we zes duurzaamheidsspecialisten uit de beleggingsindustrie benaderd. Uit hun reactie blijkt dat ze zelf al erg goed op weg waren (en zijn) met het neerzetten van een goed kader. Of duurzaam beleggen door de regelgeving echt wordt versterkt, moet de toekomst uitwijzen. Ook is het de vraag hoe het niet-duurzame beleggen zal vergaan. Zullen ze net als de dinosauriërs gedoemd zijn om op te houden te bestaan?

Op Europees niveau is er dus een stap gezet richting meer duidelijkheid op het gebied van duurzaam beleggen. Het zou hoe dan ook duurzame winst zijn als bedrijven, beleggers en overheden hierdoor dezelfde taal gaan spreken.



Geert-Jan Troost

Head of Institutional Client Business, BlackRock

‘Ik verwacht dat veel beleggers continu de lat hoger zullen leggen.’

Wat zal de impact zijn van de huidige en toekomstige EU-regelgeving op het landschap van duurzaam en impactgericht beleggen?

‘De SFDR zal een enorme versnelling geven aan duurzaam beleggen en impactbeleggen. Dankzij de transparantieplichtingen krijgen institutionele beleggers, distributeurs en ook retailbeleggers veel extra inzichten op basis waarvan ze hun mening kunnen vormen of bijstellen. Bijvoorbeeld over de bijdrage van beleggingen aan het verbeteren van principle adverse impact-indicatoren, de doelstellingen van de ‘duurzame beleggingen’ en de overeenstemming met de EU Taxonomy.

Hoe transparanter dit wordt, des te meer beleggers het aandurven om weer een stap verder te gaan. Eigenlijk is alleen al de transparantieverplichting een briljante manier om bedrijven en beleggers te laten ervaren dat er veel meer

nodig is om de transitie werkelijk tot een succes te maken. Dit inzicht zal een katalysator zijn voor aangescherpte ESG-beliefs, naar boven bijgestelde ambities van beleggers en voor versnelde ontwikkeling van beleggingsproducten die hierop inspelen. Dit leidt tot meer investeringen in bedrijven en projecten die verduurzaming als doel hebben en is goed voor de rendementen die behaald kunnen worden.

Qua type strategieën zal de nadruk voor de komende periode daarom ook liggen op het vergroten van allocaties naar producten die vallen onder Artikel 8 en 9 van de SFDR, in lijn gebracht met de EU Taxonomy en het Akkoord van Parijs, maar ook met impactbeleggingen. Ik verwacht dat veel beleggers, bovenop de basis van ESG-integratie, uitsluitingen, dialoogactiviteiten en stemgedrag, ook continu de lat hoger zullen leggen door steeds meer assets duurzamer te beleggen.’

Karlijn van Lierop

Director Responsible Investments, MN



‘De SFDR legt een vergrootglas op de duurzaamheid van beleggingen.’

Tijdens de COVID-19-pandemie is de vraag naar ESG-beleggingen nog verder toegenomen en dit jaar werd de SFDR ingevoerd, die extra nadruk legt op ESG. Is er nog een toekomst weggelegd voor niet-duurzame beleggingen?

‘Wat onze opdrachtgevers betreft, is er geen toekomst voor niet-duurzame beleggingen. Wij zijn er met elkaar van overtuigd dat duurzame beleggingen betere beleggingen zijn en dat niet-duurzame beleggingen op de lange termijn een risico kunnen vormen. Bedrijven met een duurzame langetermijnstrategie zijn in staat zich tijdig voor te bereiden op de uitdagingen van de toekomst. Wij kijken aan de hand van ESG-criteria welke bedrijven en sectoren passen in de portefeuilles.

Vervolgens sturen we binnen de portefeuilles met engagementprogramma’s op ESG. In dialoog met bedrijven moedigen we hen aan CO₂-uitstoot snel te reduceren, in lijn met het Akkoord van Parijs. Als wij zien dat een bedrijf niet in lijn met het klimaatakkoord wil opere-

ren, kunnen opdrachtgevers besluiten afscheid te nemen van zo’n bedrijf. En we kunnen als belegger ook een positieve impact uitoefenen. Met onze impactbeleggingen versnellen we de energietransitie door te beleggen in hernieuwbare energie en nieuwe technologieën.

COVID-19 heeft een groot effect gehad in bijvoorbeeld de kledingindustrie. Daar hebben wij gesprekken gevoerd over leefbaar loon, de gezondheid van medewerkers en het effect van het wegvallen van orders. De bedrijven die langdurige partnerships hadden met leveranciers in de keten, bleken het meest wendbaar tijdens de pandemie.

De SFDR legt een vergrootglas op de duurzaamheid van beleggingen. Die transparantie is van groot belang, maar de SFDR an sich is dus niet onze drijfveer. Er is geen toekomst voor beleggingen die niet duurzaam zijn. Dat is voor ons een gegeven, gestoeld op onze investment beliefs.’



Jochen Harkema

Analist Duurzaam Beleggen, ING Investment Office

‘Bij duurzaam beleggen gaat het er uiteindelijk om bij te dragen aan een mooiere economie.’

Tijdens de COVID-19-pandemie is de vraag naar ESG-beleggingen nog verder toegenomen en dit jaar werd de SFDR ingevoerd, die extra nadruk legt op ESG. Is er nog een toekomst weggelegd voor niet-duurzame beleggingen?

‘Er is een verschil tussen duurzame beleggingen en duurzaam beleggen. Duurzame beleggingen zijn in mijn ogen een gevolg van duurzaam beleggen. Bij duurzaam beleggen gaat het er uiteindelijk om bij te dragen aan een mooiere economie. Als belegger kan dat op verschillende manieren. Dat kan door niet te beleggen in activiteiten die niet duurzaam zijn, of door juist te beleggen in bedrijven die met hun activiteiten en gedrag bijdragen aan die duurzamere economie.’

Als duurzame belegger kun je daarbij, naast

stemmen met je voeten, ook echt stemmen op vergaderingen van aandeelhouders – en daarmee het bestuur van het bedrijf ertoe bewegen een duurzamere richting op te gaan. Dat kan bij bedrijven die al redelijk duurzaam zijn, maar juist ook bij bedrijven die dat bewustzijn nog moeten ontwikkelen.

Zo maken wij deel uit van het Platform Living Wage Financials, dat als doel heeft bedrijven te stimuleren een ‘leefbaar’ (dus voldoende) loon te betalen aan alle medewerkers in de productieketen, van bijvoorbeeld de kledingsector. Deze coalitie van investeerders gaat in gesprek met bedrijven die daar al heel ver in zijn, maar ook met bedrijven die nog aan het begin staan. Zolang er consumenten zijn die ‘niet-duurzame’ producten kopen, is er een rol voor de verstrekkers van kapitaal om duurzaam te beleggen.’

Sophie Robé

Founder and Chief Executive Officer, FIIND Impact



‘We welcome the fact that managers also have to take into account their social impact.’

What will be the impact of current and upcoming EU regulation on the sustainable and impact investing landscape going forward?

‘To start with, introducing two new legislations around the same time is quite demanding for the investment industry. We see that it requires a significant amount of manpower and data (and thus costs) to implement this at firm and fund manager level. In that sense it is a disadvantage for smaller firms. The impact investing industry is still a nascent industry and we see that both fund managers and investors are already struggling with the number of standards they have to comply with. ‘Are you an Article 8 or 9’, ‘do you classify yourself as IMP C4 or C5’ have lately become questions that we are asking quite regularly.’

Nonetheless, I embrace the idea behind both efforts to regulate and improve clarity for investors regarding ESG, Responsible Investing and Impact Investing, especially as social impact is becoming more important. It is generally good to have clear standards in

place, although there still is a level of ‘the butcher inspecting the meat that he sells’, as the Dutch saying goes, as the task of classifying is done by the funds themselves. The fact that firms under 500 Fte are not obliged to report the principle adverse impact indicators (environmental impact, social impact, greenhouse emissions, anti-bribery policy et cetera) of their funds and their organisation, is a challenge. Therefore, we would encourage all firms to report, despite it not being mandatory. This gives them an opportunity to clearly position themselves as true impact managers and to differentiate themselves from ‘impact-washers’.

We welcome the fact that managers who are focusing on environmental impact also have to take into account their social impact. The current issue concerning solar panels from China, of which the production possibly involved the use of forced labour, is an example that highlights the importance of imposing minimum environmental and social safeguards such as OECD guidelines.’

Vincent Triesshijn

Director Sustainable Investment, ABN AMRO



Met de SFDR komen er nieuwe termen bij: grijze, lichtgroene en donkergroene fondsen. Gaat de SFDR de manier waarop je impactbeleggingen definieert beïnvloeden?

'Wij bieden onze klanten al geruime tijd de mogelijkheid om op verschillende manieren duurzaam te beleggen, van lichtgroen tot donkergroen en in verschillende beleggingscategorieën. Bij alle beleggingsdiensten worden bepaalde 'niet-duurzame activiteiten' uitgesloten. Momenteel rapporteren wij een totaal getal van alle duurzame beleggingen van klanten.

Gezien de toenemende interesse bij onze klanten voor impactbeleggen zullen wij vanaf volgend jaar ook specifiek rapporteren over duurzame impactbeleggingen. Voor impactbeleggen zien wij verschillen tussen beleggingen met een milieudoelstelling (bijvoorbeeld

het bestrijden van klimaatverandering) en sociale doelstellingen (bijvoorbeeld het tegengaan van armoede in ontwikkelingslanden).

Sommige klanten hebben op dit vlak gerichte voorkeuren. De meeste klanten vinden echter beide doelen belangrijk. Wij bieden daarom oplossingen die meerdere doelen nastreven (zoals de SDGs van de Verenigde Naties). Als het passend is voor de klant, bieden wij impactfondsen en -mandaten aan die zich op deze duurzaamheidsdoelen richten.

Onze bestaande criteria en definities sluiten goed aan bij de recent ingevoerde SFDR-regelgeving. Wij merken wel dat er in de beleggingsindustrie veel discussie is over de classificatie van beleggingen en dat er interpretatieverschillen zijn rondom deze regelgeving. Wij verwachten daarom dat toezichthouders mogelijk met verdere verduidelijking komen over de classificatie van beleggingen.'

'Wij verwachten dat toezichthouders mogelijk met verdere verduidelijking komen over de classificatie van beleggingen.'



Georgina Laird

Sustainable Investment Analyst within the Responsible Investment Team, Aegon Asset Management

With the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) there are new terms coming in – grey, light green and dark green funds. Are these going to influence the way you define impact investments?

'The introduction of SFDR will not change how we define impact investments. Whilst we think it is appropriate that impact funds are labelled as Article 9, we also think that funds with a responsible investing lens alternate to impact (sustainable, ESG) may be labelled as Article 9, should they align with the requirements as per SFDR and the EU Taxonomy for sustainable investments.

Article 6 funds are those that are not promoted as having ESG factors or objectives, Article 8 funds promote environmental or social characteristics as part of the broad investment strategy and Article 9 funds are those which specifically have sustainable

goals as their objective. These are being referred to as grey, light green and dark green funds respectively.

We would prefer the industry to steer away from the colour terminology. It is a shorthand that has been developed and does not help investors understand the true nature of the investment strategies they are putting their money into. It may be interpreted to suggest that 'light' funds are less committed in their approach to sustainable investing than 'dark' funds, while in fact all funds are different. SFDR is a self-classification against regulatory criteria, not a label for marketing purposes.

With this introduction of new terms and frameworks, it is important that we, as an industry, continue to provide our clients with the tools and information necessary to make informed decisions.'

'The colour terminology does not help investors understand the true nature of the investment strategies.'

Integrating the UN Sustainable Development Goals

The 17 United Nations Sustainable Development Goals are increasingly becoming a focal point for numerous investors. Together with the Paris Agreement, they offer concepts for a more sustainable future.

By *Mara Schneider* and *Johannes Probst*

The EU Taxonomy adopted in 2020 underpins increasing regulatory efforts to push for these objectives to be met. It does not, however, replace the SDG Framework, which allows for a more comprehensive view of environmental and social challenges, and is recognised worldwide. According to a KPMG study (2020 Survey of Sustainability Reporting), 69% of Nasdaq 100-listed companies report on their positive contribution to the SDGs. However, in order to redirect further capital flows into impact-oriented investments to achieve the goals by 2030, there is still a need for concrete links between the SDGs and corporate objectives as well as uniform reporting standards. In this environment, one of the biggest challenges facing the financial sector is how to make decisions on impact investments based on the information that is currently

available. Various methods for making effects on the SDGs measurable have become established in recent years. Given the complexity of – and differences between – the large number of impact mechanisms, however, the process of finding a solution to this problem is still in its infancy and requires continuous action to analyse, tap into and aggregate new sources of information.

Traditionally, many data providers have used product and service category information to classify revenue based on its contribution to the SDGs. It is often questionable whether the mere existence of a product or service justifies a positive rating. To use one example, while much of a pharmaceutical company's revenue can be attributed to the objective of 'Good health and well-being' (SDG 3), controversial pricing practices – or

the fact that particular services are only offered in certain regions – often stand in the way of an actual contribution. This means that increasingly, operational processes, controversies and geographical aspects are being taken into account in such assessments as well. There are also other options available for measuring contributions. For example, companies often patent new technologies and functions, usually before a product is even ready to be launched on the market. This can give the company a competitive advantage or allow it to generate a monetary return through licensing. If, in addition to its monetary value, this patent also contributes to one of the 17 SDGs, an attractive opportunity opens up for impact-oriented investors: the potential to generate returns combined with simultaneous alignment with the



Mara Schneider

SRI Manager,
Quoniam Asset
Management GmbH



Johannes Probst

Portfolio Manager,
Quoniam Asset
Management GmbH

Sustainable Development Goals.

What is more, there is the option of comparing the environmental costs caused by the corporate sector in different areas, such as 'air pollution', 'land and water pollution' or 'greenhouse gases'. By expressing the monetary costs associated with units of pollution in relation to revenue, the company's contribution to gross domestic product is weighed up against the resulting costs to society. This means that external ecological costs put one-sidedly sustainable revenue into perspective. While the production of lithium-ion batteries, for example, can make a positive contribution to mitigating climate change, the external costs in terms of waste and the use of natural resources can be enormous. Another central aspect is the commitment to the SDGs at management level. The data on corresponding efforts made by a company's management is often very diverse and ranges from measures to improve health in the workplace to offering micro-loans to micro-entrepreneurs. On the one hand, information like this can be

used to identify companies with committed management teams, while on the other hand, it provides a starting point for possible company dialogue in a shareholder engagement context.

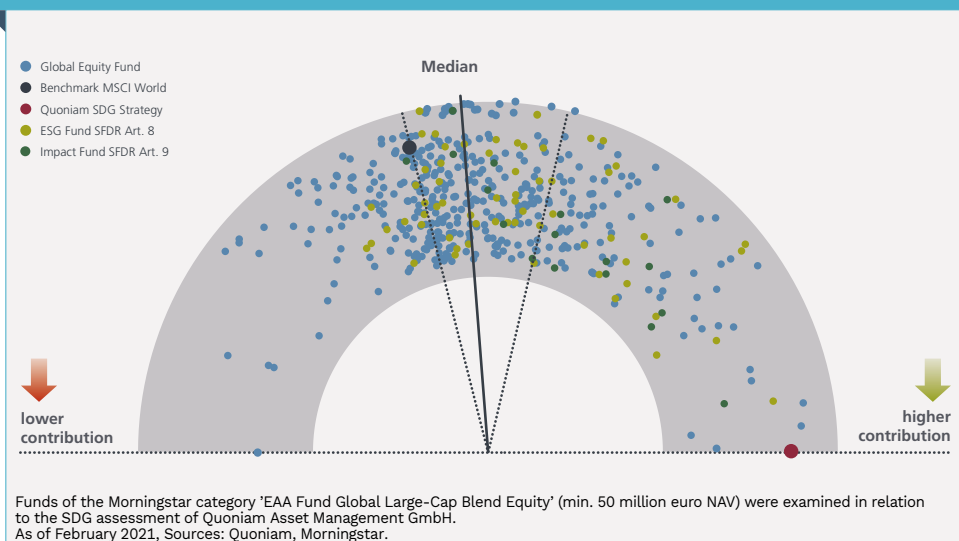
The investment process should take all of the data sources that are relevant for measuring SDG alignment into account. Decisive factors in this respect include aggregating the data in a meaningful manner, customising it and then reflecting it systematically in the portfolios. As an active quantitative asset manager, we prepare an impact assessment for more than 20,000 companies in relation to each of the 17 Sustainable Development Goals that extends beyond an evaluation of product revenue. Alignment with all 17 SDGs, or only a selected subset, can be managed for each individual portfolio. As part of a dedicated SDG strategy, sustainability and return targets are weighed up against each other at the same time and integrated into the portfolio on the basis of a bottom-up stock selection. The graphic compares global equity

funds in different sustainability categories (ESG and impact funds) in terms of their aggregated SDG contribution (products, operating processes, environmental costs, patents, management commitment, controversies). The information is based on the calculation of weighted averages of the individual stock contributions. Overall, most portfolios achieve a comparatively neutral rating. Impact funds that make impact-oriented investments according to Article 9 of the EU Sustainable Finance Disclosure Regulation, however, perform better on average and can achieve positive contributions.

In order to maximise the impact on the SDGs, different dimensions should be considered simultaneously. Due to the mounting interest in impact investments, combined with regulatory advances and reporting standards, the information situation is expected to improve further. This will allow quantitative asset managers to make use of new analytic angles whilst ensuring improved comparability and higher-quality impact measurement. ■

'One of the biggest challenges facing the financial sector is how to make decisions on impact investments based on the information that is currently available.'

FIGURE 1: SDG COMPARISON OF SUSTAINABLE FUNDS



SUMMARY

The SDGs are becoming increasingly important for investors.

There is still a need for concrete links between the SDGs and corporate objectives as well as uniform reporting standards.

Different options are available for measuring contributions to the SDGs.

To maximise the impact on the SDGs, different dimensions should be considered simultaneously.

The information situation is expected to improve, which will allow quantitative asset managers to provide higher-quality impact measurements.

Can ESG data help generate Alpha?

ESG alone may not necessarily be a way to generate Alpha, but certain metrics that are based on ESG criteria may be useful in identifying outperformers.

By Gerald Cartigny

When discussing the subject of Environmental, Social and Governance factors, the conversation often turns to a widely held belief: that one has to give up returns to have a positive impact. We believe this is no longer the case. In fact, data shows us the opposite, namely that ESG considerations play an important role in identifying attractive investments and even in generating Alpha.

ESG in Quant

Goldman Sachs Asset Management's Quantitative Investment Strategies (QIS) team manages equity portfolios using data-driven investment models that aim to objectively evaluate public companies globally through fundamentally based and economically motivated investment themes. At its core, the investment philosophy is grounded in identifying high-quality businesses with attractive valuations that are exposed to positive sentiment in the market and are beneficiaries of global economic trends.

The QIS stock selection model, referred to as the Alpha Model, seeks to evaluate companies on the aforementioned investment themes and identifies those that, in our view, have the highest relative return potential. The investment horizon for our Alpha Model is approximately six to twelve months and balances risk/return forecasts in addition to moderating tracking error in its stock selection decisions. Several hundred unique signals are employed across four investment themes to form holistic views on stocks and make balanced investment decisions. In terms of ESG considerations, they found that certain signals rooted in sustainable investment ideas and data sets have attractive medium-term return profiles and are therefore incorporated within the four investment pillars of the Alpha Model.

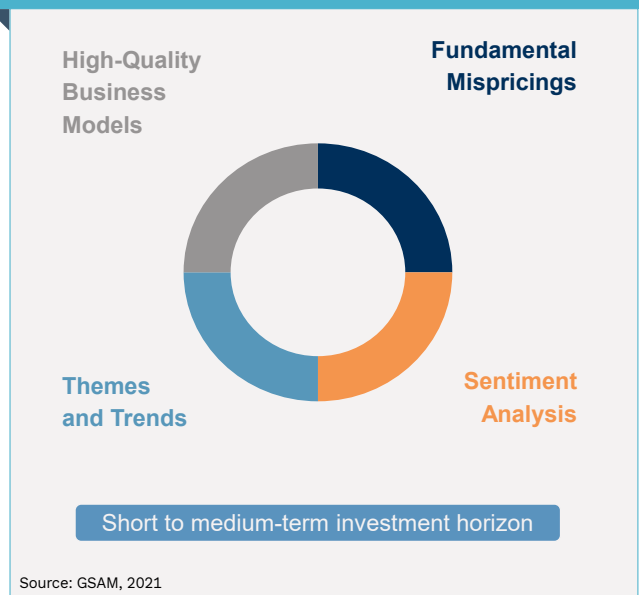
Historically, most of the ESG-related signals in our Alpha Model, as well as most other criteria in our models, utilized large sets of traditional company-speci-



fic data like publicly available financial statements and stock price information. For example, as part of our High-Quality Business Models investment theme, we have long used accounting information to quantify the extent to which we believe a company is well governed. We assess this by looking at the actions of company management (such as their financing decisions, capital

treatment etcetera) or by looking at the impact of those decisions on the health of a company's balance sheet. Over time, our approach evolved to incorporate more nuanced and sometimes alternative data to help us gain an informational advantage and make more informed decisions. For example, we analyse the extent to which a company's top management owns sha-

FIGURE 1: THE ALPHA MODEL



res in their company as well as their share buying and selling behaviour, where we favour companies with more aligned management and shareholder incentives. Additionally, we analyse the tenure of c-suite executives to evaluate the stability of a company's management as part of our stock selection process.

The QIS Team has also seen heightened client interest in investment portfolio resilience to social pressures and concerns arising from COVID-19. Recent data on the importance of social factors revealed higher employee satisfaction—as measured by Glassdoor ratings from Thinknum Alternative Data—can result in better equity returns. These findings are consistent over time.

We also believe that the transition to a low-carbon economy at some point in the future may have a material impact on companies' financial performance. As a result, the QIS Equity Alpha

Team has incorporated climate transition risk through a Strategic Climate-Aware Tilt in the management of its active equity portfolios.

We are reducing each portfolio's exposure to two climate risk metrics – Blended Emissions Intensity, a measure of current emissions, and Embedded Emissions Intensity, a measure of future emissions – by at least 25 percent relative to its benchmark. This Strategic Climate-Aware Tilt is designed to deliver positive excess returns over the long term and thereby complement the team's short to medium-term Alpha Model.

One environmental consideration incorporated within the Alpha Model is the extent to which a company 'damages' the environment. Environmental damage is broadly defined as direct damage from the company's core activities (such as greenhouse gas emissions, waste, natural resource extraction and water use). Our research

shows that companies exhibiting lower environmental damage per unit of revenue have been associated with outperformance relative to their peers, as less environmental damage may help companies command a lower cost of capital. As a result of this finding, we introduced an environmental impact factor to our Alpha Model in 2016 that favours companies with less damage relative to industry peers.

Conclusion

We found certain ESG related metrics have assisted our models in generating new and relatively uncorrelated sources of alpha. We recognize that these ESG considerations can affect investment performance as well as expose potential investment risks. As a result, we incorporate ESG criteria in our Equity Alpha investment process, both as short to medium-term alpha drivers in our Alpha Model, as well as a longer-term alpha view through the lens of our Strategic Climate-Aware Tilt.

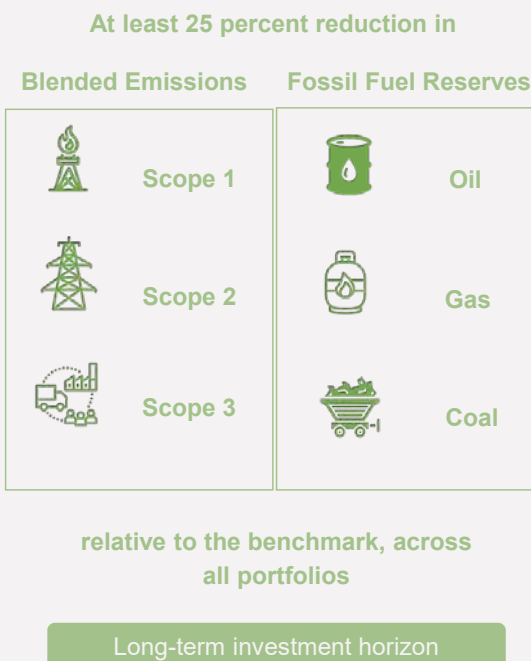
Are ESG considerations linked to future outperformance? We believe that the answer is: yes, they can be. But it is important to identify why. ESG for its own sake may not necessarily be a way to deliver outperformance. But certain metrics that are based on ESG criteria which are reflected in our four investment themes and long-term Strategic Climate-Aware Tilt may be useful in identifying outperformers. Finally, as has been the case for years, ESG alpha signals continue to be a focus for our QIS Team, and we are engaged in multiple research projects to evaluate ESG data as potential alpha drivers as well as a source of long-term capital appreciation. ■



Gerald Cartigny

Managing Director,
Goldman Sachs Asset
Management

FIGURE 2: STRATEGIC CLIMATE-AWARE TILT



Source: GSAM, 2021

Disclaimer
Compliance Code: 242190-OTU-1417650

SUMMARY

In our quantitative investing strategy, we found that certain signals rooted in sustainable investment ideas and data sets have attractive medium-term return profiles and therefore are incorporated within the four investment pillars of our Alpha Model.

Our research also shows that companies exhibiting lower environmental damage per unit of revenue have been associated with outperformance relative to their peers.

Hence why we adopted a Strategic Climate-Aware Tilt in the management of our active equity portfolios.

SFDR biedt geen officiële definitie van ‘groen’, maar wel een gezamenlijke taal

Op 10 maart 2021 trad de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) in werking als onderdeel van het EU Actieplan voor Duurzame Financiering, waarmee de Europese Commissie de transitie naar een circulaire economie wil bevorderen.

Door *Jolanda de Groot*

De SFDR houdt de gemoederen binnen financiële partijen sindsdien flink bezig. Wat is nu precies de reikwijdte en wat zijn de uitdagingen die de nieuwe regelgeving met zich meebrengt? Financial Investigator vroeg het Emanuel van Praag, Advocaat Financieel Recht bij HVG Law LLP en Hoogleraar Financiële Technologie en Recht bij de Erasmus Universiteit Rotterdam, en Annebeth Roor, Adviseur Climate Change and Sustainability Services bij EY.

Waarvoor is de SFDR in het leven geroepen?

Emanuel van Praag: ‘Het officiële doel van de SFDR is om beleggers beter te informeren over de impact van hun beleggingen op ESG-aspecten en over de mate waarin risico’s die samenhangen met deze aspecten worden meegewogen door hun financiële dienstverlener. Ik zeg officieel, omdat de onderliggende bedoeling van de Europese wetgever natuurlijk is dat klanten er dan op zullen aandringen om beleggingen te selecteren die gunstiger zijn voor het milieu en de mens. De Europese wetgever zou teleurgesteld zijn als de doorsnee belegger het ondanks al deze nieuwe informatie prima zouden vinden om te blijven beleggen in bedrijven die het milieu vervuilen en hun werknemers slecht behandelen.’

Annebeth Roor: ‘En uiteraard is de SFDR een onderdeel van het bredere EU Action Plan for Sustainable Finance.

Dat plan heeft drie doelen: de heroriëntatie van kapitaalstromen naar een meer duurzame economie, het normaliseren van duurzaamheid in risicomanagement en het bevorderen van transparantie en een langetermijnoriëntatie. Op die brede agenda staan verschillende wetten en initiatieven die in een hoog tempo worden gepubliceerd.’

Wat is de essentie van de SFDR?

Van Praag: ‘De essentie bestaat uit drie taken:

1. Leg uit welke negatieve impact de beleggingen hebben op milieu en mens. Stel vragen als: ‘Leidt een belegging tot extra CO₂-uitstoot? Schendt het bedrijf waarin belegd wordt mensenrechten?’

2. Leg uit welke positieve impact de beleggingen hebben op milieu en mens. Zorgt de belegging dat er meer bos op de wereld komt en meer mensen de armoede ontstijgen?

3. Leg uit hoe bij het selecteren van beleggingen rekening wordt gehouden met ESG-aspecten. Realiseert een financiële dienstverlener zich dat het misschien niet verstandig is te beleggen in een wijnboer in Spanje, omdat het in Spanje misschien te heet gaat worden om nog wijn te verbouwen? Begrijpt deze dienstverlener dat sommige bedrijven fundamenteel moeten veranderen om levensvatbaar te blijven als er nieuwe milieuregels

‘Beleggers kunnen nu vergelijken welke als groen aangeprezen producten in de praktijk ook het meest groen zijn.’

CV

Emanuel van Praag

Emanuel van Praag is Advocaat Financieel Recht bij HVG Law LLP en Hoogleraar Financiële Technologie en Recht aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Hij helpt financiële instellingen bij de implementatie van wet- en regelgeving. Sustainable Finance-regelgeving maakt een groot onderdeel uit van zijn praktijk.



komen (bijvoorbeeld over de toegestane uitstoot van broeikasgas)? Op basis van antwoorden op dit soort vragen kan een klant toetsen of zijn financiële dienstverlener die aspecten allemaal goed meeweegt.

Wie hebben precies te maken met de SFDR?

Van Praag: 'Wie niet? Eigenlijk iedereen die geld belegt voor rekening en risico van een ander. Denk aan een vermogensbeheerder die belegt voor een pensioenfonds, maar ook aan een family office dat investeert voor een vermogende familie, of een PPI of pensioenfonds dat geld belegt voor de deelnemers. Ook banken die aan retaildistributie van beleggingen doen, vallen onder de regelgeving. Zij zullen dus weer hun fondsmanagers of externe asset managers aanspreken om relevante gegevens ter beschikking te stellen. Wat dat betreft lijkt de SFDR op een total cost of ownership, waarbij allerlei gegevens door de keten gedeeld moeten worden. De SFDR is wel de next level, omdat het om veel meer gegevens gaat uit nog diversere bronnen.'

Roor: 'Het is zeker de next level, omdat duurzaamheidsrapportage niet langer vrijwillig is, maar voor alle partijen verplicht is geworden. Een deel van de verplichtingen is specifiek gericht op duurzame producten, maar er zijn ook verplichtingen die voor alle financiële instellingen gelden. Zo moeten alle financial market participants in overeenstemming met de SFDR over het rapportagejaar 2022 op 18 indicatoren (zogenoemde Principle Adverse Impacts) data vergaren en aggregeren tot het niveau van de entiteit. Dit staat los van de vraag of zij duurzame producten aanbieden.'

Wat zijn de verschillen tussen Artikel 6-, 8-, en 9-classificaties?

Roor: 'De SFDR deelt financiële producten in als producten waar duurzaamheid geen rol speelt (Artikel 6), producten waar ESG-karakteristieken zijn gepromoot (Artikel 8) en producten die een concreet duurzaamheidsdoel stellen (Artikel 9). De wetgeving stelt tot op dit moment geen heldere eisen met betrekking tot de vraag wat precies nodig is om als Artikel 8- of 9-fonds te classificeren. Dit hebben de Europese toezichthouders onderkend, maar zij kunnen dit niet zelf alsnog doen. Wat we zien, is dat fondshuizen impactbeleggingstrategieën en tot op zeker

niveau thematisch beleggen als Artikel 9 classificeren. Dit heeft tot gevolg dat een breed scala aan ESG-strategieën – van uitsluitingen, ESG-integratie, best in class en actief aandeelhouderschap tot thematisch beleggen – allemaal onder Artikel 8 worden geclassificeerd. Dus ja, de SFDR verduidelijkt, maar binnen Artikel 8-producten zien we nog steeds een brede range aan verantwoorde en duurzame financiële producten.'

Van Praag: 'Mogelijk wordt dit gat enigszins gedicht door de nieuwe MiFID II-eisen inzake geschiktheid. Deze eisen zijn om juridisch-technische redenen niet in de SFDR maar in MiFID II opgenomen, maar maken onderdeel uit van hetzelfde regelgevingspakket. Conform deze nieuwe eisen moet een beleggingsadviseur of vermogensbeheerder bij de klant informeren welk deel van zijn beleggingen hij wil investeren in sustainable assets. Dan moet de beleggingsadviseur of vermogensbeheerder dus kijken wat er in het product zit en vaststellen of de hoeveelheid onderliggende groene assets waarin de klant investeert, aan de wensen van de klant voldoet.'

Hoe kunnen financiële instellingen omgaan met de verschillen in interpretatie van data en de geringe correlatie tussen ESG-ratings?

Roor: 'In de afgelopen decennia hebben ESG-data vendors zelf hun databases opgebouwd, waarin ze verschillende meet- en calculatiemethoden gebruiken. In dat opzicht is het niet verwonderlijk dat de correlatie tussen ratings soms laag is. Hoewel het soms lijkt alsof ESG zich al in een volwassen stadium bevindt, zien we zowel in onderzoeken als in de praktijk dat ESG-ratings nog veel steunen op beleidsscores en bedrijfsvoeringaspecten. Dit geeft geen volledig beeld van de impact van producten en diensten van bedrijven, of deze de wereld beter of slechter maken. Dus ja, de onderliggende data zijn en blijven in ontwikkeling. Maar er zijn voldoende data voor financiële instellingen om te gebruiken en zij kunnen op dit moment de data gebruiken die zij het meest relevant en bruikbaar achten.'

Hoe kunnen financiële instellingen omgaan met de verschillen in interpretatie van data en de geringe correlatie tussen ESG-ratings?

Roor: 'In de afgelopen decennia hebben ESG-data vendors zelf hun databases opgebouwd, waarin ze verschillende meet- en calculatiemethoden gebruiken. In dat opzicht is het niet verwonderlijk dat de correlatie tussen ratings soms laag is. Hoewel het soms lijkt alsof ESG zich al in een volwassen stadium bevindt, zien we zowel in onderzoeken als in de praktijk dat ESG-ratings nog veel steunen op beleidsscores en bedrijfsvoeringaspecten. Dit geeft geen volledig beeld van de impact van producten en diensten van bedrijven, of deze de wereld beter of slechter maken. Dus ja, de onderliggende data zijn en blijven in ontwikkeling. Maar er zijn voldoende data voor financiële instellingen om te gebruiken en zij kunnen op dit moment de data gebruiken die zij het meest relevant en bruikbaar achten.'

Van Praag: 'Het is daarbij belangrijk om op te merken dat sommige data meer objectief en kwantitatief zijn, zoals de uitstoot aan CO₂. Deze uitstoot is in beginsel te meten. Mensenrechtenschendingen en het beleid om die >



CV

Annebeth Roor

Annebeth Roor richt zich bij EY op het ondersteunen van financiële instellingen bij hun Sustainable Finance-strategie, -implementatie en -rapportage, waaronder implementatie van de EU Sustainable Finance regulations. Daarnaast is ze als PhD-onderzoeker verbonden aan de Erasmus Universiteit, waar ze zich richt op de integratie van sociale en milieu-impact in investeringsanalyses.

te voorkomen, zijn naar hun aard wat minder objectief. ESG-rating agencies zullen bij deze factoren dus meer tot een eigen beoordeling moeten komen. Bij de traditionele ratingbureaus heeft de Europese wetgever op twee manieren gereageerd ten aanzien van eigen beoordelingen. (i) De traditionele ratingbureaus kwamen onder toezicht. Dit kan ook verwacht worden voor ESG-rating agencies. Onder meer de Nederlandse en Franse toezichthouder hebben hiertoe al opgeroepen. (ii) De Europese regelgever eist dat (grotere) financiële instellingen niet blind vertrouwen op de ratingbureaus, maar ook eigen onderzoek doen. Ook deze ontwikkeling verwacht ik ten aanzien van ESG-ratings.

Wat zijn de grootste uitdagingen/valkuilen bij de implementatie van de SFDR?

Van Praag: 'De grootste valkuil is om pas te beginnen met de implementatie als alles helder is. Dat wordt het de komende jaren namelijk niet en dan ben je dus te laat. Ik raad klanten dan ook aan om gewoon te beginnen met wat je kan doen en er rekening mee te houden dat de komende jaren door voortschrijdend inzicht en nieuwe regelgeving en guidance nog wel het een en ander moet worden aangepast.'

Roor: 'Ja, en richting onze klanten benadrukken we dat implementatie echt alle aspecten van het target operating model raakt. Dus als je met een brede blik kijkt, ondersteunt dit een goede implementatie en leidt dit tot grotere waardecreatie op de lange termijn.'

Voorkomt de SFDR greenwashing?

Van Praag: 'In zekere mate wel. Greenwashing staat al een tijdje op de agenda van toezichthouders. Het eerste oriënterende AFM-onderzoek naar (vermeende) groene beleggingsproducten waar ik bij betrokken was, was in 2015. Destijds hing de AFM dit op aan product governance. De vraag was hoe een fondsmanager in zijn processen waarborgde dat de groene producten ook iets deden om de groene claim waar te maken. Ook nu nog is er geen officiële definitie van wanneer een belegging zichzelf groen mag noemen. Met de SFDR en de Taxonomy Verordening is echter wel een gezamenlijke taal geïntroduceerd om te kunnen bespreken hoe groen een

belegging daadwerkelijk is. Vergelijk het met de verplichting om op een potje pindakaas te vermelden

hoeveel vet erin zit. De fabrikant kan een hele vette pindakaas nog steeds light noemen, maar omdat de fabrikant bekend moet maken wat erin zit, kunnen wij dat ter discussie stellen. Hetzelfde gaat gebeuren bij groene beleggingsproducten. Een aanbieder kan een betrekkelijk grijs product nog steeds als groen aanprijzen. Hij zal echter wel moeten vertellen wat de positieve en negatieve ESG-impact is van de beleggingen. Beleggers kunnen nu dus vergelijken welke als groen aangeprezen producten in de praktijk ook het meest groen zijn. Er zijn al partijen die deze vergelijkingen maken.'

Zet de SFDR zoden aan de dijk op internationaal niveau?

Van Praag: 'De gedachte en de hoop van de EU is vaak dat andere landen EU-regelgeving kopiëren. Dit lijkt ook bij ESG te gaan gebeuren. Het Witte Huis heeft afgelopen 20 mei diverse Amerikaanse toezichthouders opgedragen om te onderzoeken hoe ESG-risico's richting de klant transparant kunnen worden gemaakt.'

Is de SFDR een last of een zegen?

Roor: 'Het is een last als je denkt dat duurzaamheid een voorbijgaande trend is en je met minimale inzet maximaal, of laten we zeggen voldoende, resultaat wilt bereiken. Het is een zegen op de lange termijn om te komen tot uniforme rapportage en het volwassen maken van duurzaamheidsinformatie van bedrijven. Ik zie voor me dat over tien of twintig jaar, naast de gebruikelijke financiële stromen, de norm is om de sociale en milieuwaardestromen van een bedrijf inzichtelijk te hebben. Om dat te bereiken, moet er niet alleen uniform worden gerapporteerd, maar moeten ook bankiers en analisten de maatschappelijke informatie beter gaan begrijpen en gebruiken in hun analyse. Dat vergroot de bruikbaarheid van de informatie en zorgt er dus ook voor dat wetgeving, waaronder de SFDR, meer als een zegen wordt gezien.'

Van Praag: 'Ik vind het een zegen, maar ik rijd dan ook in een vol elektrische auto.' ■

Een diepere duik in SDG 6: Het wereldwijde (grond)waterprobleem

Water is voor elke samenleving van levensbelang. Recent onderzoek naar de wereldwijde ontwikkeling van (grond)water op basis van nieuwe NASA-technologie geeft meer inzicht. Wereldwijde waterstress is dichterbij in tijd en groter in impact dan tot nu toe gedacht.

De oudste beschavingen ontstonden allemaal in deltagebieden. De gegarandeerde beschikbaarheid van voldoende water maakte irrigatie mogelijk en dat gaf voorspelbare oogsten, rijkdom en macht. Nog steeds is landbouw goed voor het overgrote deel (circa 70%) van het wereldwijde waterverbruik. De industrie is goed voor 20% – waarvan 75% wordt verbruikt door de energiesector – en de overige 10% is voor particuliere consumptie.

In de twintigste eeuw hebben we water in veel gebieden onder controle proberen te krijgen door dammen te bouwen: wereldwijd zo'n 55.000 sinds 1950. Die oplossingsrichting geeft echter ook problemen. Twisten tussen buurlanden bijvoorbeeld, wanneer rivieren door afdamming gedurende een deel van het jaar op vele plekken droog komen te staan.



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

Het Intergovernmental Panel for Climate Change (IPCC) schrijft in zijn rapporten dat rond het jaar 2100 de noordelijke en zuidelijke breedtegraden natter en de middelste breedtegraden droger zullen zijn. Op basis van NASA-data, die met behulp van de GRACE-rapportage (Gravity Recovery and Climate Experiment) over de periode 2002-2017 zijn verzameld, kunnen we voor het eerst naast waterbewegingen aan de oppervlakte ook de ontwikkelingen van de grote onderwaterreserves monitoren. PEW Water Research concludeert op basis van die NASA-data dat de verschuiving, die het IPCC voor het einde van deze eeuw voorziet, nu al volop bezig is. Daar komt nog bij dat alle grote onderwaterreserves in de wereld versneld aan het afnemen zijn.

Water is een proxy voor voedsel. Watervoorzie-

ning is nu (nog) lokaal. Belangrijke regio's voor voedselproductie zijn met name gesitueerd rond de middelste breedtegraden, die droger aan het worden zijn en afnemende grondwaterreserves hebben. Als er te weinig water in deze voor de voedselproductie belangrijke regio's beschikbaar is, moet je water via waterpijpleidingen aan laten voeren of de voedselproductie verplaatsen. Beide oplossingen brengen geopolitieke problemen met zich mee.

Maar niet alleen voor voedselvoorziening is de aanwezigheid van zuiver en gezond water cruciaal. Zo heeft COVID-19 duidelijk gemaakt dat de afwezigheid van voldoende 'veilig water' voor sanitaire voorzieningen een beperking vormt bij het indammen van epidemieën, om over ongewenste migratiestromen bij structurele water- en voedseltekorten nog maar niet te spreken. Waterstress zal niet alleen verder toenemen door bevolkingsgroei, maar vooral ook door de toenemende waterintensiteit van de wereld economie als gevolg van de stijgende welvaart.

In een jaarlijks gepubliceerd World Water Development Report van de VN wordt met name gewezen op Natural Based Solutions. Volgens onder andere Alberto Boretti en Lorenzo Rosa wordt hierin veel te weinig aandacht gegeven aan de regulering van water en de (water)economie. Zo ontbreekt vrijwel elke vorm van regelgeving met betrekking tot grondwater. Het eigendom van een land tot een bepaalde diepte is in vrijwel elk land geregeld. Hoe om te gaan met invloeden op de kwaliteit en kwantiteit van grondwaterreserves moet nog in veel landen worden geregeld.

In de mijnbouw kennen we regelingen met betrekking tot mining rights. Ook voor grondwater zijn dergelijke regelingen absoluut noodzakelijk. Het zou al een goede start zijn als institutionele beleggers in hun ESG-politici's grondwater als expliciete aandachtspunt opnemen. Grondwater is een onderdeel van het watervraagstuk dat urgent meer aandacht behoeft. ■

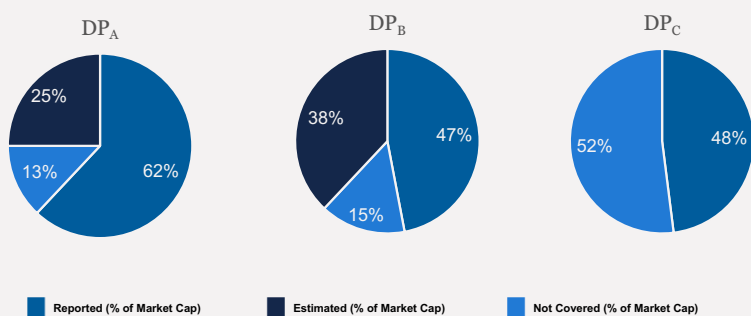
Beware of garbage in, garbage out in carbon emissions data

Investors who seek to mitigate climate change must rely on a combination of reported and estimated data. Our research shows that the estimated data are poor substitutes for reported data.

By *Vitali Kalesnik*

Today, mandatory carbon emissions reporting does not exist on a global scale. Thus, investors who wish to impact climate change must rely on a combination of voluntarily reported data and data estimated by data providers. However, our research in 'Green Data vs. Greenwashing: Do Corporate Carbon Emissions Data Enable Investors to Mitigate Climate Change?' shows that estimated data are poor substitutes for reported data. Estimated emissions data are 2.4 times less effective than reported data in identifying the worst carbon emitters.

FIGURE 1: COMPARISON OF MARKET-CAPITALIZATION COVERAGE WITH GHG EMISSIONS, 2010–2016



Note: This figure compares the market-capitalization coverage across the GHG data providers. Reported (% of market cap) represents the fraction of market capitalization that is on average covered with reported GHG data in the respective data set. Estimated (% of market cap) represents the fraction of market capitalization that is on average covered with estimated GHG data in the respective data set. Not covered (% of market cap) represents the fraction of market capitalization that is on average not covered with any GHG data in the respective data set. The numbers reflect the time-series average of cross-sectional means for the period 2010–2016.

Source: Research Affiliates, LLC, and University of Augsburg based on anonymized data from GHG emissions data providers.

The good news is that, on 21 April of this year, the European Commission published the Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), which extends the scope of the 2014 Nonfinancial Reporting Directive that currently applies in the EU. The CSRD proposes mandatory reporting according to EU sustainability standards and mandatory audits of reported information. The proposed reporting requirements apply to all large EU companies and all companies listed on EU-regulated exchanges. The proposal is a major step toward improving the accuracy of sustainability-related data.

The bad news is that many countries do not have comparable regulations. Until the CSRD is adopted and similar regulations are adopted in other nations, investors remain hindered by imperfect GHG emissions data in successfully fulfilling their climate change mitigation efforts.

The power of accurate data

Investors have two routes to achieving their goal: shift capital from brown to green companies, or invest in brown companies while exerting pressure on corporate management to adopt greener policies.

Investors need accurate data to execute either policy. Without mandatory reporting, such accuracy is compromised. The data providers are not at fault, however. They are doing the best they can with the information available to them. Because greenhouse gas (GHG) emissions are highly concentrated - 71% of GHG emissions since 1988 are linked to just 100 active fossil fuel producers according to the global environmental-reporting non-profit CDP - when investors have accurate data, their ability to positively impact climate change can be quite meaningful.

How good are the estimates?

We believe GHG emissions-related data should be widely available, comparable between companies and consistent across data providers. Forward-looking information, such as emission reduction targets, should have predictive power and all data should accurately reflect true emissions.

Under the current voluntary reporting framework, we find these five criteria are not being attained.

We analyzed data from three major carbon data providers (anonymously labeled as DP_A, DP_B, and DP_C) for the seven year

period 2010–2016. Their reported carbon emissions data ranged from 47% to 62% of emitting companies based on market-capitalization coverage. They provide roughly the same percentage in carbon emissions coverage by metric gigatons. In both coverage areas, a large gap in reported data must be estimated by the data providers.

Today, no universally accepted reporting standard for GHG emissions exists. The GHG Protocol is the most commonly followed standard, but a number of nations have issued their own reporting guidelines, muddying the waters of data comparability. According to the Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD), in 2018 only one-third of companies reported their GHG emissions following the TCFD's recommendation to use the GHG Protocol. Without a universal reporting standard, data comparability is not achievable. To estimate the missing data of non-reporting companies, data providers turn to proprietary estimation models. The output of these models is inconsistent, complicating the analysis that investors undertake to identify green companies.

Data providers typically position their proprietary estimation models as being quite sophisticated, leading many investors to view the estimated data they produce as similar in quality to reported emissions data. The reality is that the estimates are a noisy proxy of true emissions. They generally rely on broad business metrics and industry affiliations and often very simple financial information, such as net sales or number of employees.

We find that simple correlates, such as industry and size effects, explain the bulk of the variation in the estimated data. Thus, a simple model using a company's net sales, industry affiliation, country of domicile and year as fixed variables is just as accurate as the data estimated by the data providers in our analysis. Failing to capture information beyond simple correlates makes it much more difficult for investors to identify the green companies in brown sectors and can lead to counterproductive investor actions in mitigating climate change.

At the present time, estimated data fail the criterion of reflecting true emissions. We tested the effects of using estimated data to identify the 5% worst emitters in a universe of 10,000 companies. With perfect data (reported or estimated with an R^2 of 100%) an investor would know exactly the 500

worst emitters. With imperfect data, an investor must exclude more companies from their portfolio to safely remove the 500 worst emitters.

In short, when estimating the accuracy of estimated data, we find that by using estimated data the number of stocks excluded from a portfolio is 2.4 times larger (1,190) relative to the 500. Thus, the effectiveness of the investor's desired action to mitigate climate change is reduced by 2.4 times, which we call the *inefficiency of using estimated emissions*.

Perils related to forward-looking data

Data providers also evaluate a set of forward-looking data, which are theoretically just as important as the data on current emissions. Forward-looking information can help investors identify those companies that drive the transition to a green economy and which may perhaps benefit from the decarbonization trend. Conversely, they can inform investors about which companies are not planning to reduce emissions, and are perhaps even planning to increase them. Importantly, these data should have forecasting ability for future changes in emissions.

Our empirical examination of forward-looking emissions estimates found no evidence that these data offer any useful forecasting insights. The lack of predictability is likely driven by the use of non-scientifically verified estimation methods. Also, much of the data used to derive these estimates may just be 'cheap talk' from companies engaged in greenwashing. We argue that forward-looking information should be externally verified before investors rely on it. ■



Vitali Kalesnik

Partner and Director of Research for Europe, Research Affiliates Global Advisors (Europe) Ltd.

SUMMARY

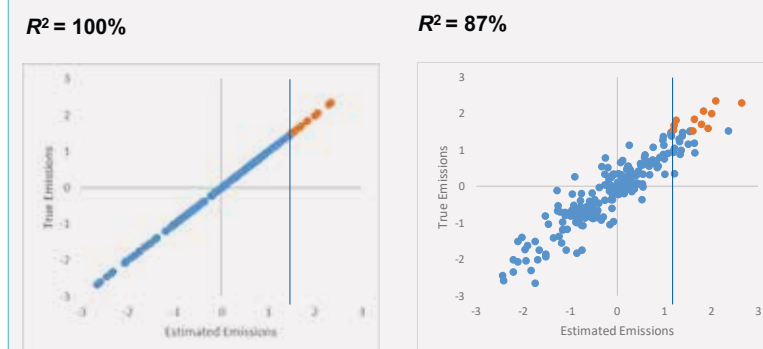
Investors have a meaningful role to play in helping mitigate climate change, but to do so they need accurate carbon emissions data.

With no current mandatory reporting requirement, nearly half of all data available to investors are estimated.

Estimated data are much less effective than reported data in helping investors identify green companies and thus in successfully meeting their goals of positively impacting climate change.

Disclaimer
https://www.researchaffiliates.com/en_us/legal/disclosures.html#disclosures

FIGURE 2: SIMULATED DISTRIBUTION OF TRUE (UNOBSERVABLE) AND ESTIMATED EMISSIONS FOR DIFFERENT LEVELS OF R^2



Note: The figure shows the simulated distribution of normally randomly distributed true (unobservable) and estimated (observable) emissions. We mark with crosses the 5% worst emitters based on the true emissions. We also mark with the dashed line the cut-off value of the estimated emissions necessary to select at least 95% of the 5% worst emitters based on the estimated emissions.

Source: Research Affiliates, LLC, and University of Augsburg.

Beleggen in de energietransitie van de Rotterdamse haven

Van het Instituut voor Pensioeneducatie verscheen bij Wolters Kluwer de uitgave 'Beleggen in de energietransitie door pensioenfondsen en verzekeraars'. Kirsten Zondervan, European Affairs Manager van Havenbedrijf Rotterdam, schreef een hoofdstuk over de concrete beleggingsmogelijkheden in de Rotterdamse haven. Financial Investigator sprak met haar.

Door Wim Groeneveld

Wat heeft het Havenbedrijf Rotterdam te maken met de energietransitie?

'De Rotterdamse haven speelt een belangrijke rol in de Europese energievoorziening. Naast de invoer van producten en grondstoffen komt zo'n 13% van de energie die in Europa wordt gebruikt binnen via de Rotterdamse haven. Dit zijn met name fossiele energiestromen. Willen we aan onze internationale klimaatambities voldoen, dan moeten we niet alleen de haven verduurzamen, maar ook de energiestromen die via de haven Europa binnenkomen. Het Havenbedrijf Rotterdam als grootste haven van Europa kan met zijn huidige portefeuille van circa 40 energietransitieprojecten maar liefst 20 tot 25% van de Nederlandse ambitie ten aanzien van het terugbrengen van de uitstoot van CO₂ realiseren.'

Welke activiteiten op het gebied van energie vinden zoal plaats?

'De fossiele brandstoffen kolen, olie en (vloeibaar aard)gas zijn essentieel voor iedere moderne samenleving. De Rotterdamse haven vervult de belangrijke logistieke rol van aanvoer van fossiele ladingsstromen zoals ruwe olie, kolen en ertsen. Ruwweg 50% van alle activiteiten is dan ook gerelateerd aan de overslag, transport en bewerking van die ladingsstromen. Dagelijks

gaat een hoeveelheid gelijk aan 1.500 tankwagens met ruwe olie per pijpleiding van Rotterdam naar Duitsland. Er zijn circa 3.000 bedrijven gevestigd in het Rotterdamse havengebied, waaronder kolen- en gascentrales en olieraffinaderijen.'



IVP
Beleggen in de energietransitie door pensioenfondsen en verzekeraars
 Wolters Kluwer
 ISBN 978 90 13 16423 7
 Te bestellen via <https://instituutpensioeneducatie.nl>

Dat zijn toch juist activiteiten waarin duurzame beleggers liever NIET willen beleggen?

'Het Havenbedrijf Rotterdam zet in op verduurzaming van het havenindustriële complex en vergroening van de energiestromen die door de haven lopen. Daarmee stellen we de belangrijke rol van de Rotterdamse haven voor de Nederlandse en Europese economie veilig voor de toekomst en leveren we een betekenisvolle bijdrage aan nationale en internationale doelstellingen ten aanzien van het terugbrengen van de uitstoot van CO₂. We werken de komende 30 jaar in drie stappen naar een CO₂-neutrale en circulaire haven: via efficiency-maatregelen door de industrie, zoals het hergebruiken van industriële restwarmte voor het verwarmen van woningen, of via afvang, opslag en hergebruik van CO₂. De tweede stap is het overgaan naar een nieuw energiesysteem. De derde stap is vervanging van fossiele grondstoffen, bijvoorbeeld door gebruik van gerecyclede materialen en de inzet van groene grondstoffen in de chemie.'



Kirsten Zondervan

European Affairs Manager,
Havenbedrijf Rotterdam

Betekent de transitie dat de haven onaantrekkelijk wordt voor activiteiten die zijn verbonden aan fossiele brandstoffen?

‘In onze ‘drie stappen duurzaam’-strategie staat het woord ‘transitie’ centraal. Dat betekent niet: alleen het duurzaamste stimuleren en de haven sluiten voor alle fossiele activiteiten. Grote investeringen moeten juist komen van fossiele spelers in de haven. Raffinaderijen, chemiereuzen en gas- en elektriciteitsbedrijven werken samen om energie(infrastructuur)projecten van de grond te krijgen. Groene start ups die passen in een circulair havencluster verwelkomen we graag in de haven. Maar alleen bedrijven in de nieuwe economie aantrekken, is helaas niet genoeg. Deze startende bedrijven ontbreekt het vaak aan schaal om echt een impact te hebben en de gehele waardeketen te verduurzamen. Om die reden zetten we in onze strategie inzake de energietransitie in op zowel het verwelkomen van de nieuwe industrie alsook de verduurzaming van de bestaande industrie.’

Kunt u van de 40 projecten op het gebied van de energietransitie twee voorbeelden noemen die interessant kunnen zijn als belegging voor pensioenfondsen en verzekeraars?

‘Niet alleen de Rotterdamse industrie schakelt de komende 30 jaar over van fossiele energie en grondstoffen op hernieuwbaar en CO₂-neutraal, dat doet ook de chemische industrie in Geleen, in Noordrijn-Westfalen en verderop in Duitsland. Dat betekent een aardverschuiving in de vraag naar energiedragers en grondstoffen en veranderingen in de infrastructuur om die te vervoeren. Waterstof wordt algemeen gezien als het aantrekkelijkste duurzame alternatief voor olie en gas. Logisch lijkt dat er een (internationaal) waterstofnetwerk wordt ontwikkeld waarvan de as Rotterdam-Geleen-Noordrijn-Westfalen onderdeel is. Naast waterstof is er behoefte aan nieuwe productlei-

dingen tussen de industrieclusters in Europa, maar ook aan leidingen om CO₂ te kunnen transporteren. Dit is een voorbeeld van energie-infrastructuur waarin kan worden belegd.

Een concreet project voor de overgang naar een circulaire industrie is het plan voor een geavanceerde ‘waste to chemicals’-installatie in Rotterdam. Deze installatie biedt een duurzaam alternatief voor afvalverbranding, door plastic en gemengd afval om te vormen tot groene methanol, een circulaire grondstof voor de chemie en een duurzame brandstof voor de verduurzaming van transport. In de praktijk zien we dat het lastig is om dit soort initiatieven goed van de grond te krijgen. Het gaat om investeringen in nieuwe technieken en fabrieken waarvoor grootschalige subsidies en stimuleringsregelingen nog ontbreken.’

De Nederlandsche Bank (DNB) houdt toezicht op pensioenfondsen en verzekeraars en stimuleert duurzame beleggingen. Is er al contact met DNB over de beleggingsmogelijkheden?

‘Directeur Monetaire Zaken van DNB, Olaf Sleijpen, zei op het Rotterdam Energy Port-congres dat de financiële sector onmisbaar is bij het financieren van de energietransitie. Hij gaf echter ook aan dat DNB kritischer gaat kijken naar de uitzettingen bij energie-intensieve bedrijven. DNB gaat het beleggingsbeleid en de kredietverlening meer in lijn brengen met het Klimaatakkoord van Parijs. Wat hierin belangrijk is, is dat goed wordt gekeken naar het profiel en de activiteiten per bedrijf. Het ontmoedigen van investeren in het investeringsvermogen onder energie-intensieve bedrijven uit oogpunt van verduurzaming zal de energietransitie eerder vertragen dan versnellen, omdat de grootste investeringen juist van die bedrijven zelf moeten komen.’ ■

‘Willen we aan onze internationale klimaatambities voldoen, dan moeten we niet alleen de haven verduurzamen, maar ook de energiestromen die via de haven Europa binnenkomen.’



Impactbeleggen: We staan nog maar aan het begin

Impactbeleggen, als zijnde de overtreffende trap van duurzaam beleggen, krijgt steeds meer aandacht. Niet iedere belegger hanteert dezelfde definitie en er is nog veel discussie over de vragen hoe je impact het beste meet en of impactbeleggen effectiever via private of via beursgenoteerde beleggingen plaatsvindt. Financial Investigator sprak met Duco Slob van InsingerGilissen, Simon Oosterhof van Kempen Capital Management en Ingrid Kukuljan van Federated Hermes over de uitdagingen en de toekomst van impactbeleggen.

Door Harry Geels

Hoe definiëren jullie impactbeleggen in relatie tot beursgenoteerde aandelen? Is er een verschil met private markten?

Kukuljan: 'Impactbeleggen is de laatste stap binnen verantwoord beleggen, dat ESG, engagement en impactbeleggen omvat. Een duurzaam bedrijf streeft naar maximale waarde door rekening te houden met alle materiële ESG-factoren. Met impactbeleggen gaan bedrijven een stap verder, waarbij ze naast het genereren van financieel gewin ook positieve resultaten op sociaal en milieugebied proberen te genereren. Vóór de ontwikkeling van de SDGs van de VN werd impactbeleggen vooral gezien als het domein van ngo's en filantropie en in mindere mate ook als het domein van bepaalde private equity-huizen. Het verschil tussen privaat en publiek impactbeleggen is dat het bij private beleggingen primair gaat om de impact, terwijl bij

beursgenoteerde aandelen impact en financieel rendement hand in hand gaan.'

Oosterhof: 'Wij werken met een intern ontwikkeld ESG-framework om onze externe portfoliomanagers een duurzaamheidsrating te geven. De scores variëren van 1 tot 5, waarbij een 5 staat voor portefeuilles die op een duurzame manier worden beheerd en tegelijkertijd een positieve impact realiseren via de investeringen. Managers met een 5 moeten een positieve bijdrage aan de SDGs kunnen aantonen, waarbij we een materialiteitsgrens van 50% van de omzet (of R&D) in impactvolle activiteiten hanteren. Wij hebben er overigens moeite mee om beursgenoteerde bedrijven te scharen onder de kop impactbeleggen. Het grootste verschil tussen beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde impact is het additionaliteitsprincipe. Bij beursgenoteerde beleggingen

is het kapitaal al opgehaald en worden producten en/of diensten al geproduceerd, er wordt in feite niets toegevoegd, terwijl bij niet-beursgenoteerde beleggingen de impact van de producten en/of diensten niet zou zijn opgetreden als het kapitaal niet was verstrekt.’

Slob: ‘Wij relateren impactbeleggen ook aan de SDGs. Er is volgens ons ook geen ander impactframe dan het door de VN ontwikkelde. Bij impactbeleggen moet er voldaan worden aan het additionaliteitsprincipe én het intentionaliteitsprincipe, waarbij met het laatste wordt bedoeld dat een bedrijf de intentie moet hebben om impactvol te zijn. Ik wil overigens nog een stap verder gaan: we hebben grote twijfels of impactbeleggen via beursgenoteerde aandelen gerealiseerd kan worden, vanwege de eerdergenoemde reden dat er dan geen sprake is van additionaliteit. Het kopen of verkopen van beursgenoteerde bedrijven verandert hun eventuele impactactiviteiten niet. Er is overigens niets mis met beleggen in publieke impactvolle bedrijven, maar een extra bijdrage aan de uitdagingen waar de wereld voor staat, wordt niet geleverd.’

Is impactbeleggen risicovoller, bijvoorbeeld vanwege beperktere liquiditeit en diversificatiemogelijkheden?

Kukuljan: ‘Integendeel, impactbeleggen is de toekomst. Ten eerste wil het waarde creëren voor alle stakeholders. Ten tweede stellen steeds meer institutionele beleggers de vraag hoe hun beleggingen bijdragen aan de maatschappij, het milieu en de planeet. Wij zien volop kansen om te beleggen in impactvolle beursgenoteerde ondernemingen. In ons fonds beleggen we met overtuiging in een veertigtal bedrijven over het hele marktkapitalisatiespectrum, met een voorkeur voor middelgrote en grotere bedrijven. De grotere technologieaandelen vinden wij echter niet interessant. Ook grote cyclische bedrijven in de sectoren Energie en Materialen zijn voor ons uitgesloten. Dit betekent dat onze portefeuille aanzienlijk afwijkt van de benchmark. Deze tracking error wordt door sommige institutionele beleggers als een risico gezien. Wij zien dat anders. Het is eerder een bron van asymmetrisch risicorendement, omdat wij geen exposure hebben naar bijvoorbeeld FANG's (Facebook, Amazon, Netflix en Google).’

Oosterhof: ‘Wij zien dat de fondsbeheerders die wij in dit segment interessant vinden, vaak geconcentreerde portefeuilles hebben met een relatief grote allocatie naar mid- en smallcaps. Aan de andere kant kennen de fondsmanagers de bedrijven zeer goed, vanwege de geconcentreerde portefeuilles. Weten waarin je belegt, is een belangrijke vorm van risicomangement. Gecombineerd met een langetermijnperspectief beperkt dit het neerwaartse risico, maar niet per se de tracking error. Om een goede spreiding te hebben, zijn wij voorstander van brede global impact funds die in meerdere SDGs of impactthema's beleggen. Dit resulteert in een bredere spreiding over sectoren en stelt managers beter in staat om (gedeeltelijk) winst te nemen op impactthema's waarvan

de koersen zeer sterk oplopen, zoals recentelijk het geval was bij ‘renewable energy.’

Slob: ‘De laatste jaren zoeken alle beleggers naar de meest duurzame bedrijven. Waarderingen lijken soms niet van doorslaggevend belang bij een investering. De verschillende duurzame fondsen in beursgenoteerde aandelen beleggen allemaal wel ongeveer in dezelfde namen. Als een van de portfoliomanagers een of meerdere namen gaat verkopen, kan dat wat risico's op de korte termijn opleveren. De fundamentele ratio's voor veel van deze namen lijken relatief hoog, maar kijkend naar de groeiverwachtingen voor de lange termijn, zeg maar de ‘forward-looking ratio's’, vallen waarderingen wel mee. Sommige namen zijn dan zelfs goedkoop te noemen.’

Hoe kunnen we de impact van de impactbeleggingen meten voor beursgenoteerde aandelen? Zijn er specifieke maatstaven die jullie gebruiken?

Kukuljan: ‘Een belegging waarvan het additionaliteitseffect niet kan worden berekend, is voor ons niet interessant. We hebben gezocht naar externe impactdatabases. Die konden niet de diepte, het inzicht en de granulariteit van de verschillende dimensies van impactbeleggen bieden, omdat te veel gegevens worden geaggregeerd, vaak met AI-tools. Daarom hebben we onze eigen database gebouwd. Daarbij hebben we 20 KPI's gedefinieerd die volgens ons toepasbaar zijn in verschillende sectoren. Het heeft ons zes maanden gekost om deze database op te bouwen en we hebben dit gedaan in samenwerking met onze deelnemingen. Enerzijds geeft het ons verantwoording en traceerbaarheid ten aanzien van onze beleggingen, anderzijds kunnen we onze klanten de impact van onze bedrijven, portefeuille en hun eigen investering laten zien. Klanten kunnen dit vervolgens in hun eigen rapportages opnemen, zodat zij ook aan hun eindklanten verantwoording kunnen afleggen over hun impactbeleggingen, bijvoorbeeld in relatie tot de SDGs.’

Oosterhof: ‘Het is mooi dat Hermes een eigen database heeft ontwikkeld. Het punt is dat andere managers ook hun eigen databases hebben, met daarin weer hun eigen methodiek en KPI's. Vergelijken is dan niet altijd gemakkelijk. Wij gebruiken een externe dataprovider, ISS, die de impactproposities in de markt op hun positieve én negatieve impact op de SDGs kan doorrekenen, op een uniforme wijze, waardoor we in staat zijn managers onderling te vergelijken.’

Slob: ‘Wij laten Sustainalytics de impactberekeningen met betrekking tot de SDGs doen. We rapporteren ook wat managers doen aan engagement. Wat willen ze echt veranderen in bepaalde bedrijven?’

Kunnen we überhaupt impact hebben via beursgenoteerde aandelen?

Slob: ‘Zoals gezegd ontbreekt het additionaliteitsprincipe bij beursgenoteerde aandelen. Een gevaar is ook nog eens dat als beursgenoteerde bedrijven goed scoren met allerlei impactvolle activiteiten, ze kunnen worden overgenomen door een >



Ingrid Kukuljan

Head of Impact Investing, Federated Hermes

bedrijf met minder goede intenties, denk bijvoorbeeld aan Unilever, dat een aantal jaren geleden dreigde te worden overgenomen door Colgate. Het gevaar is ook dat de wind anders gaat waaien bij het management van een bedrijf, door een bestuurswissel of een crisis. Wat ze eerder op het gebied van duurzaamheid hadden toegezegd, kan dan weleens anders worden.'

Kukuljan: 'Als het door een overname of strategiewijziging anders dreigt te lopen, kunnen we het aandeel verkopen of juist engagement aangaan met het bedrijf. Unilever is overigens in onze ogen geen bedrijf met veel impactvolle business. De bedrijven waarin wij beleggen, creëren veel positieve impact en blijven dat op de lange termijn waarschijnlijk ook doen. Maar als dat niet het geval blijkt te zijn, zullen wij moeten nagaan wat de redenen voor deze verandering zijn en een besluit moeten nemen over de volgende stappen. We gaan bij meer dan 80% van onze beleggingen voor engagement. Niet met betrekking tot de E-component, want die is bijna altijd goed op orde, maar ten aanzien van de S- en de G-component, alsmede met betrekking tot de strategie. Impact kan zo nog groter worden.'



Simon Oosterhof

Portfolio Manager, Manager Research Solutions, Kempen Capital Management

Oosterhof: 'Nogmaals, er is niets mis met beleggen in impactvolle beursgenoteerde aandelen. We zijn echter terughoudend om het impactbeleggen te noemen. We denken wel dat het beleggen in mega-impacttrends een positief financieel en moreel resultaat oplevert.'

Wat is de impact van de SFDR op het landschap van impactbeleggen? Is het een belangrijke verandering?

Kukuljan: 'De SFDR is nu nog gericht op het openbaar maken van gegevens: met data aantonen dat een duurzame belegger ook echt duurzaam of impactvol is. Ik verwacht dat de SFDR ook kan leiden tot operationele veranderingen. Vooral het rapporteren over de negatieve impact zal ogen openen en waarschijnlijk daarna tot actie leiden. De SFDR is daarom een positieve ontwikkeling. Hopelijk gaat het ook 'greenwashing' tegen. Voor ons verandert het spel niet, wij rapporteerden al in de geest van de SFDR.'

Oosterhof: 'Het is nog even afwachten of de SFDR het landschap van impactbeleggers zal veranderen. De interesse voor artikel 9-fondsen lijkt toe te nemen, maar er is nog discussie

over de vraag of bepaalde fondsen die zich nu onder artikel 9 scharen, daar wel echt thuishoren. Als de wetgeving in de praktijk is uitgekristalliseerd, zal het kaf wel van het koren worden gescheiden.'

Slob: 'De SFDR is inderdaad nog niet duidelijk genoeg. Ik verwacht dat over een jaar diverse artikel 9-fondsen zullen worden teruggezet. Andersom zou ook kunnen. Sommige beheerders, vooral de Amerikaanse die erg letten op compliance en mogelijke juridische consequenties, delen zich nu liever te laag in. Zij kunnen hoger doorschuiven als de angst voor claims afneemt. Ik zou ook graag nog een duidelijkere scheiding zien tussen donkergroen ESG en echt impactbeleggen.'

Hoe ziet de toekomst voor impactbeleggen in beursgenoteerde aandelen eruit? Gaan beleggers voor breed gespreide of meer thematische benaderingen, zoals een milieu- of social impactfonds?

Kukuljan: 'Veel thema's gaan nog flink groeien, zoals financiële en sociale inclusie. Vandaag de dag zijn er wereldwijd ongeveer drie miljard mensen die nog steeds geen toegang hebben tot internet en een bankrekening. Gezondheid en klimaat zijn ook megatrends. De uitdagingen zijn nog steeds zeer groot. Andere interessante thema's die veel aandacht zullen krijgen, zijn de circulaire economie, voedsel en water, en biodiversiteit.'

Slob: 'Ik verwacht veel groei in de brede global impact funds. Er staan nog steeds veel beleggers aan de zijkant. Die wereldwijde fondsen kunnen dan aangevuld worden met satellieten, themafondsen met gespecialiseerde beheerders die ook in kleinere bedrijven kunnen beleggen, een core-satellite approach.'

Oosterhof: 'Het interessante van impactbeleggen zit hem vooral in de groei die veel van de genoemde thema's nog gaan doormaken. Ik ben op zich ook gecharmeerd van een core-satellite benadering, alleen is die op dit moment lastig te implementeren omdat het aanbod van satellite fondsen dat zich specifiek op een klein aantal SDGs richt, erg beperkt is. Mogelijk gaan die fondsen er op termijn wel komen. We staan immers nog maar aan het begin van een enorme trend van impactbeleggen.' ■



Duco Slob

Senior Portfolio Manager Sustainable Investments, InsingerGilissen

Steunverlening aan horeca en retail noodzakelijk

De generieke regelingen van de overheid om retailers door de COVID-19-crisis heen te loodsen (NOW, Tozo, TOA en TVL), zijn noodzakelijk. Ook verhuurders helpen mee met huurofstel en kwijtschelding.

In de eerste fase van de crisis, tussen april en juni 2020, werden verhuurders en retailers het snel eens over het opschorten van huur. Over huurkwijtschelding moest langer worden gesproken. Aanvankelijk gingen alle partijen er nog vanuit dat de impact na drie maanden wel duidelijk zou zijn. Maar dat viel tegen! De omzet in de meeste winkels en horeca herstelde zich in de zomermaanden gelukkig snel. Veel partijen volgden het voorbeeld dat, als de retailer 50% van de over drie maanden verschuldigde huur betaalde, hij in totaal een maand huurkwijtschelding kon krijgen en een halve maand huur doorschoof. Ondanks de COVID-19-crisis zijn veel retailers er toch in geslaagd om over 2020 hun omzetverlies te beperken tot minder dan 30%. In bepaalde sectoren (bijvoorbeeld bouwmarkten) lukte het zelfs een flinke plus te realiseren.



Door **Frank van Blokland**, Directeur van de Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed Nederland (IVBN)

Winkelbeleggers hebben in 2020 tientallen miljoenen aan huur kwijtgescholden om getroffen retailers overeind te houden. Winkelbeleggers zelf leden voor honderden miljoenen schade: naast ruim negen maanden van huuropschorting, significante huurkwijtschelding, faillissementen van retailers, toegenomen leegstand en gemiste parkeerinkomsten, was de grootste schadepost waardedaling van het winkelvastgoed. Althans, van winkelvastgoed dat zich richt op 'voor het plezier winkelen'. Winkelvastgoed dat zich richt op 'boodschappen doen' behield zijn waarde en steeg soms zelfs. In de reeds lopende huurcontracten zit echter geen ruimte voor een plus op de huur. Uitgangspunt van professionele winkelbeleggers bleef om constructief in gesprek te

blijven met retail, horeca, overheden en banken, en waar mogelijk bij te springen, om zodoende faillissementen van op zich gezonde retail- en horecabedrijven te voorkomen.

Vanaf medio december 2020 gingen de niet-essentiële winkels echter helemaal dicht. In een paginagrote advertentie in het FD eind januari 2021 hebben alle winkelverhuurders aangegeven getroffen retailers te willen blijven helpen, zolang dat kan. En waar partijen met elkaar in conflict kwamen over huurbetaling, ontwikkelde de jurisprudentie zich vrij snel. Opnieuw zijn retailers en winkelverhuurders met elkaar in gesprek gegaan over steunverlening. Hoewel de generieke steunmaatregelen van de overheid aan de retail robuust zijn (de TVL van de overheid ziet op 85 tot 100% vergoeding van de vaste lasten) is ook de discussie over de huurkwijtschelding weer terug. Wederom moeten verhuurders een flink deel van de huur over de door de overheid noodgedwongen gesloten periode gaan kwijtschelden. Dat is beslist geen makkelijke opgave en vereist veel transparantie van de retailer en maatwerk van de kant van de verhuurder, waarbij rekening wordt gehouden met wederzijdse belangen. De bedoeling is om retailers door de crisis heen te helpen, waardoor voortzetting van de huurrelatie mogelijk is.

Een van de IVBN-leden formuleerde het als volgt: 'Na enkele slechte jaren zullen de rendementen op retailvastgoed zich vanaf volgend jaar herstellen. Wel doen pensioenfondsen en andere institutionele beleggers er goed aan om zich te concentreren op de beste locaties in de sterkste binnensteden, in combinatie met foodgerichte wijkcentra en supermarkten.' Een portefeuille met een combinatie van objecten in de beste binnensteden en wijkcentra geeft op de lange termijn de beste risico-rendementsverhouding. ■

The complicated reality of Sustainability in Real Assets

By Joost van Mierlo Photography Cor Salverius



Real Assets like real estate and infrastructure are an increasingly important part of the investment portfolio of institutional investors. At the same time, institutional investors have a growing concern about the sustainability of their investments and the impact these investments have on a future world. Do these trends contradict or complement each other?

Why are Real Assets important?

Dan Grandage: ‘Real Assets, or private markets in general, are the natural home for sustainable investing. You have much more control over these kinds of assets than you would have in a listed environment. In that case, you are dependent on some kind of shareholder action, while with real assets, you own it directly, or at least sit on the management board.’

Vanessa Menzies: ‘I agree to a certain extent. But in infrastructure it is possible that you are just the concession holder. You may not actually own the asset, but you still manage it. I think it is important to work with a company, regardless of whether you own the asset or not. You need to take responsibility for any capital that is invested in a company. And irrespective of whether you are an equity or debt holder, as for example 90% of the asset could be leveraged, you really need to push for some kind of change. That is important.’

Miika Kotaniemi: ‘Real Assets have their own specific risk assessments, but I agree that financial assets have their own underlying corporate assets.’

Marleen Bikker-Bekkers: ‘It doesn’t make a real difference what type of investment you are making. You just have to make sure you set your goals and targets with regard to sustainability and with regard to the question where you can and want to contribute to the overall global target we have set, as pension funds or as countries through, for instance, the Paris Agreement and the UN SDGs. What matters is that you execute

what you want to achieve. This is true for both listed and unlisted assets.’

Helena Olin: ‘Collaboration is essential, in order to achieve something with regard to sustainability. Not only for investors, but also for policy makers and innovative technology firms.’

Bikker-Bekkers: ‘We all need to think outside the box a little bit.’

Harry van den Heuvel: ‘We think it is crucial to be in control of Real Assets, because of their long-term nature and, more importantly, their long-term impact on everyday life. We think that control is easiest to realise within private markets and much less possible in public markets.’

Olin: ‘There is so much money flowing into the market. You think you are investing in something that is private and next year they go for an IPO and you might want to hold on.’

Van den Heuvel: ‘It is not something we see happening now, but it might be something for the future.’

Let’s have a look at the changing approach towards these investments. It started with exclusion, and now, after integration, engagement and stewardship, it is tending towards impact investing.

Van den Heuvel: ‘That is still a useful concept. At the end of the spectrum, one might find investors who are prepared to accept below market rate returns in return for higher positive impact.’

Menzies: ‘I think the environment has changed. It is no longer about ticking boxes. There is quite some difference between assets that from an ESG perspective are considered ‘not so good’, to ‘have to do better’, to suddenly being considered ‘sustainable’. You can’t sit back idly and say that you will only invest in sustainable or impact investments. There is a lot of work to be done in the middle. That’s the hard stuff, the real heavy lifting.’

Grandage: ‘I agree. I think it is about the spectrum of sustainable investing. Ultimately, we need to be moving our assets to minimize the negative impacts and maxi- >

Moderator:

Peter van Gool

Participants:

Marleen Bikker-Bekkers, PATRIZIA Global Partners
Dan Grandage, Aberdeen Standard Investments
Harry van den Heuvel, Achmea Investment Management
Miika Kotaniemi, RAKLI
Vanessa Menzies, Allianz Global Investors
Helena Olin, AP2
Sebastiaan Ranner, MN
Jérôme Sousselier, Intermediate Capital Group
Ilkka Tomperi, Varma Mutual Pension Insurance Company
Guido Verhoef, PGGM
Christopher Wright, Norges Bank Investment Management



MODERATOR

Peter van Gool

Prof. Dr. Peter van Gool teaches Real Estate Economics in Amsterdam, Belgium, Germany and the USA. He is Chairman of the central board of the Dutch Institute of Real Estate Surveyors. He worked as Managing Director Real Estate at several pension funds, real estate companies (Wereldhave) and social housing corporations. After his military duty at a helicopter squadron, he worked at the Banque Jordaen in Paris and at De Nederlandsche Bank. He wrote several well-known textbooks. The king of the Netherlands gave him a knighthood for his work.



**Marleen
Bikker-Bekkers**

Marleen Bikker-Bekkers is Director and Head of Investments Europe at PATRIZIA Global Partners. She is also a member of the Sustainability ESG Committee of PATRIZIA. Prior to joining PATRIZIA, Bikker-Bekkers was one of the three partners at AuxiSolid for four years, where she was responsible for advising institutional investors on portfolio strategy, access to real estate markets and structuring of new investments. Before that, she spent eight years at Aberdeen Asset Management. Bikker-Bekkers holds a M.Sc. in Real Estate from the Amsterdam School of Real Estate and an M.Sc. in Urban Planning from the University of Amsterdam. She is a member of the INREV ESG committee with a focus on impact investing.



**Dan
Grandage**

Dan Grandage is Head of ESG, Private Markets & Real Estate at Aberdeen Standard Investments. He is responsible for facilitating the Private Markets & Real Estate Division's ESG strategies aimed at integrating ESG throughout the investment process and ensuring a market leading ESG approach across the assets managed globally. Grandage represents Aberdeen Standard on the INREV, GRESB and the Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC) ESG and Paris Alignment committees. He is also a board member of the UK Better Building Partnership.



**Harry van
den Heuvel**

Harry van den Heuvel has been with Achmea since 2007 and has been responsible for the infrastructure investments of Achmea Investment Management's pension and insurance clients since 2016. Prior to 2016, Van den Heuvel was responsible for the alternatives and real estate investments for the balance sheet of the insurance company. Previously, he worked in various positions at Van Lanschot Bankiers, van der Moolen, Alpha Options and Optiver. He holds degrees in Economics (MSc), Investment Analysis (RBA), Alternative Investments (CAIA) and Real Estate (MSRE).



**Miika
Kotaniemi**

Miika Kotaniemi is director at RAKLI, the largest association of professional property owners in Finland, where his main responsibility is the promotion of interests and creating market development initiatives for and on behalf of the property investment community in Finland. Before joining RAKLI in 2019, Kotaniemi worked close to 10 years as a Portfolio Manager at various pension funds, lastly five years at Elo Mutual Pension Insurance Company, investing mainly in real estate and infrastructure funds across Europe and North America.



**Vanessa
Menzies**

Vanessa Menzies is a Director in Allianz Capital Partners' Direct Infrastructure Team, with a specific focus on ESG and the transition of ACP's assets to a decarbonized economy, in particular in the gas infrastructure sector. She has over 20 years of experience working in the infrastructure sector, having focused primarily on utilities. Allianz Capital Partners is one of Allianz Group's asset managers for alternative equity investments and is part of Allianz Global Investors.



**Helena
Olin**

Helena Olin is Head of Real Assets at Second Swedish National Pension Fund (AP2). She is responsible for global portfolios of Real Estate, AG & Timber and Renewables, both in funds and in joint ventures. Since she started in 2011, Olin has broadened the allocation of AP2s real assets into new markets. She is a member of boards and advisory committees representing AP2 across investments in the US, Asia and Europe. She has a background in corporate finance and investment management. Before joining AP2, she was Partner and Co-Head of Catella Corporate Finance in Gothenburg.

'You need to take responsibility for any capital that is invested in a company, irrespective of whether you are an equity or debt holder.'

mize the positives. It has to do with minimising the risks and maximising the opportunities, and not with the label.’

Ilkka Tomperi: ‘In real estate, the first step would be to focus on energy savings. But when you really want to make an impact, you should start investing in alternative energy sources, like we do with geothermal energy and those sort of things. These kinds of green investments generate a higher return than we achieve with real estate. It is much better than typical real estate investing.’

Van den Heuvel: ‘We see a difference between ESG investing and impact investing, especially around infrastructure. We all favour renewable energy over fossil produced energy, but this can cause problems when those renewable energy assets are developed in your local area. We also see a conflict between the need to build affordable homes and the environmental costs of concrete, which makes up a large part of a country’s carbon and nitrogen emissions.’

Sebastian Ranner: ‘As an owner of a Real Asset, it is vital to have active engagement with all the stakeholders around the asset. These assets are typically long-term and are part of a community. You need to be an active owner to make these investments successful from the phases of development and construction, to operations and final exit. So as an owner you need to be part of the board of management, or make sure that you use service providers that adhere to your plans and criteria. It means that you take stakeholder engagement seriously. Otherwise some groups might take you to court, which causes all kinds of risks for the manager of an investment.’

Guido Verhoef: ‘It is not only about stakeholder pressure, but, of course, also about public measures. When we sit at the table as a stakeholder, we can enforce most pressure. But our pensioners, our beneficiaries, also have a strong voice. If you operate in the public market it is less visual. It makes a big difference if you own the asset, or if you’re a 5% owner of a fund.’

How do you set goals for sustainable and impact investing?

Menzies: ‘We have a very, very long per-

‘Ultimately, we need to be moving our assets to minimize the negative impacts and maximize the positives.’

spective when it comes to investing. We see it as our role to help companies adjust to a trajectory that will bring them to a net zero CO₂ emissions level by 2050. So we are not only investing in sustainable or renewable assets, we try to diversify as much as possible. We help companies prepare for the future. And we feel comfortable with that, because, after all, investing is for the long-term.’

Jérôme Sousselier: ‘We set KPIs for companies and their management. These KPIs are not directly linked to the Paris Agreement, but they are closely related. If you take the example of carbon footprint, we measure it for all infra portfolio companies and then we define other specific KPIs related to energy efficiency. We also design company specific KPIs as it is no use to utilise a broad KPI - because companies differ, so you need to adapt what you track and where you can have the highest impact.

For our relevant funds we use the SDGs. This creates a framework for the various strategies. Each fund picks the relevant SDGs, typically three or four in order to have a meaningful impact. But ultimately, it is the KPIs for individual companies that really count.’

Christopher Wright: ‘We need to make a distinction between ESG investing and impact investing. ESG investing is really just about understanding the totality of material risks that influence your investments in the long term. Impact investing adds a secondary goal, to intentionally generate a better impact on society. Examples can be affordable housing or renewable energy.’

Bikker-Bekkers: ‘That’s an important distinction. We need a lot of ESG integration, but not every investment needs to have an intention to solve a societal issue and needs to be an impact investment. In an ideal world, that might be different, but for now we need to actually take steps to do >



**Sebastiaan
Ranner**

Sebastiaan Ranner is Senior Fund Manager Alternatives, Manager Selection at MN. He joined MN in 2007 and is responsible for managing and selecting private equity and infrastructure fund investments in Europe and North America. He is also an advisory board member for several global private equity and infrastructure funds. Prior to MN, Ranner was a M&A Consultant at Holland Corporate Finance and worked for ING Real Estate and ABSA Bank in South Africa.



**Jérôme
Sousselier**

Jérôme Sousselier is Managing Director in the European Infrastructure Equity at ICG. He joined ICG in May 2018 and is responsible for identifying, analysing and executing investment opportunities within this strategy. Prior to joining ICG, he was Head of Infrastructure at EDF Invest. Sousselier has gained previous investing experience at GE Alstom. Prior to that, he worked at Goldman Sachs in European M&A and BHP Billiton in physical energy trading. He is a board member for Océinde Communications and has held several board positions in his career, including at Terega, Madrilena Red de Gas and Thyssengas. Sousselier received an MBA from Berkeley and graduated from Sciences Po (Paris) in Economics & Finance.



**Dr. Ilkka
Tomperi**

Dr. Ilkka Tomperi, FRICS is Head of Real Estate, Investment Director at Varma. He is responsible for Varma Mutual Pension Insurance Company's domestic and international real estate investments. He joined Varma in 2013. Previously, he was a Partner at the Nordic private equity firm CapMan's real estate team, Vice President at Franklin Templeton Real Estate Advisors and Head of Other Investments and Portfolio Manager of the State Pension Fund (VER) of Finland. Tomperi is a Member of the Management Board of INREV and Deputy Chairman of the Board of Kaleva Mutual Insurance Company. Tomperi received his Ph.D. in Finance and a Master of Science in Economics from the University of Vaasa in Finland. He is also a Fellow of the Royal Institute of Chartered Surveyors.



**Guido
Verhoef**

Guido Verhoef is Head of Private Real Estate at PGGM. He studied Economic Geography at the University of Utrecht and Real Estate at the University of Amsterdam and began his career as a real estate consultant in 1990. In 1995 he joined ING Real Estate Development as Senior Developer and in 2000 he moved to ING Real Estate Investment Management as Managing Director Institutional Clients. In 2005 he joined RABO Bouwfonds REIM as a Fund Manager. He moved to PGGM Investments as Head of Private Real Estate in 2008. Verhoef is a member of the Management Team Private Markets and has a seat on the Board of INREV and Amvest Vastgoed BV. He is an ULI Trustee and member.



**Christopher
Wright**

Christopher Wright is Head of ESG Risk Monitoring at Norges Bank Investment Management (NBIM). His team helps maintain the ESG data infrastructure used for portfolio risk monitoring, supports the integration of climate risk into portfolio risk management, recommends divestments of companies on the basis of unsustainable business models and provides advice on the development and execution of the sustainability strategy for unlisted real estate investments. Wright is also Chair of the ESG Committee of the European Association for Investors in Non-Listed Real Estate (INREV).

better, also with 'normal' investments. And be aware of when you have the intention to solve an issue and also properly report it.'

Wright: 'Impact investing is a secondary objective next to the ESG framework. The two approaches don't have to clash and we see many examples of that in real estate and other markets. But sometimes one wants to create a positive impact even if it means that you sacrifice return. That is completely legitimate as long as you acknowledge it upfront.'

What about diversity? Within real assets both gender and ethnical diversity is relatively low. What can be done to endorse this diversity?

Bikker-Bekkers: 'It is important for us to acknowledge the need to be more inclusive and diverse. Research has proven that this helps us make better decisions. For me, it doesn't stop with gender. We could also look at age, where you come from, and lots of other things. We all need to set the bar high and live up to it.'

Verhoef: 'In the shorter run, there will still be a lot of men in prime real estate, but for the longer term, we have to make sure that we hire new people in teams, people with a more diverse background.'

Ranner: 'It's very good that more attention is paid to increasing the number of women and minorities in investment teams. We believe it will lead to better investment decisions as well.'

Menzies: 'The real importance of diversity is the fact that it creates more possibilities of looking at investments or evaluating investments from a different perspective. If you look at the fundamental issues that have impacted all of our portfolios, we see issues that none of us anticipated. We sit in investment committees looking at potential risk factors only from a historical perspective. What we don't do enough, is thinking outside the box. Especially with respect to infrastructure, things are changing fast. The more diversity we have, the better the investment decisions we take.'

Ranner: 'We see this with the fund managers we hire. There are managers who are old-fashioned, ones that are lagging in

'As an owner of a Real Asset, it is vital to have active engagement with all the stakeholders around the asset.'

taking the next steps and ones that are on the forefront. The ones on the forefront set KPIs to improve ESG impact for companies. They have a thorough diligence process with measurable KPIs. This is especially important around impact investments such as renewable energy, where you see most of the frontrunners.'

How to design sustainable infrastructure? What are your views on that topic?

Van den Heuvel: 'We manage around ten fiduciary infrastructure portfolios for different clients. For our strategy to be successful, it's essential to align infrastructure and climate policies with a clear set of objectives and so-called outcome indicators. These are all related to ESG factors. Currently, we're rolling out client road maps for each of our clients. These specify how our clients can reach their goals. In addition to that, it is important to set specific KPIs, as mentioned before. Our infrastructure portfolio's tilt towards renewable energy is increasing. It can even be as high as 30% and 50% of the infrastructure portfolio. Furthermore, we have a variety of social PPP investments, like the care sector.'

Cutting CO₂ emissions through increasing energy efficiency can be considered as the first step. But can we do more? And how profitable is that?

Grandage: 'Increasing energy-efficiency is not even necessarily the first step to reduce CO₂ emissions. The first step is to really understand where you are at the moment. You have to define exactly what your footprint is. After that, it's crucial to understand what you want to achieve. If you have established that, you can move on to other questions, like: 'What can be done from a procurement perspective? How can we procure green energy? Can we make the energy that is coming into buildings less >

‘We see that technology is moving very quickly. Automated solutions will reduce the costs of collecting sustainability data and validating and disseminating it.’



carbon intensive?’ We are obviously also looking at energy efficiency. Then there are other questions to answer. For instance: ‘Can we install renewables directly?’ And finally, there is the big issue of engaging with the occupier, especially in a real estate concept. That can be a big challenge when there is no legal ability to enforce anything. Because they are responsible for up to 80% of the consumption. It’s key to work with them to understand and reduce this consumption.

In real estate, most of the information comes from the landlord. To get the information from the tenant is more challenging. But this is starting to change and we are using technology to assist us.’

Verhoef: ‘The bottom line is that we need to be super transparent. As a liquidity provider we struggle with getting the right kind of transparency with regard to returns and risks and ESG data. Technically it’s possible to provide us with this information, but it does not happen yet.

I think we are just halfway. As soon as you have the data regarding energy use and wastewater et cetera, you can begin to open discussions as to how to get in line with the Paris Agreement.’

How do you implement a sustainable/impact strategy?

Kotaniemi: ‘One of the questions is who should own the measured impact of an investment. Is it only the owner of the asset, or should it be shared with the provider of debt? We have examples in Finland where the same impact was calculated three times by different providers. There is reason to be careful. But in the end it doesn’t really matter, because the emissions will go down to zero.’

Ranner: ‘There is some discussion going on about impact ownership. We have managers that invest in wind farms. They might say: ‘We created a certain amount of megawatt. That offsets this much CO₂ and we, as the equity owners, are the owners of these CO₂ savings.’ You will also have providers of debt for the same assets. They will say they also contributed to these CO₂ savings. We realise that there is no real standardisation in the market yet for measuring and ownership of these impacts. It is imperfect and I am keen to hear your views.’

Kotaniemi: ‘Would it be possible to use a different framework for debt, so one could measure the impact of equity investments by using CO₂ reduction, but then to apply, for instance, the EU taxonomic framework for the debt investments?’

Verhoef: ‘It’s an interesting discussion. It all starts with definitions and having a good discussion. I would argue that you have to divide a project into an equity part and a debt part. So I would argue that if you have a 50% equity part, and you own 100% of this equity, then you are only allowed to report 50% of the CO₂ savings. That is logical to me.’

Sousselier: ‘I could give some examples of specific actions we have taken to achieve full decarbonisation by 2050 at certain companies. A first example is that we have replaced the fleet of vehicles from fossil to electric for some portfolio companies. At another company we decided to put solar panels on the roofs of some of their buildings and to buy only green electricity, so that the company is fully sustainable in terms of power purchases.

More broadly, it is not always easy to measure your impact throughout the value chain, because we are dealing with deep supply chains, while as a small client you cannot impose big changes - but we do try when negotiating with suppliers.’

How do you measure the results of a sustainable/impact strategy?

Sousselier: ‘The measuring and comparison of results is probably the toughest part, as there are no global standards yet. We look at a range of KPIs such as workforce diversity, the companies’ carbon footprint and the way companies reduce their emissions, for example – these KPIs can be compared across industries and companies. Our objective is to have an impact on the companies in which we invest, so we measure the changes in those relevant KPIs that we track. A portion of the bonus of management teams is related to achieving these improvements.

Nothing is standardised in the industry yet, which makes it difficult, but things are progressing, with Europe putting in place specific disclosure requirements under TCFD. Hence on our end we elected to be an Article 8 fund to commit to sustainable >

investing. That's a first step to getting things more harmonised.'

Menzies: 'You want to harmonise KPIs, but as Jérôme Sousselier stated, it is so particular for different companies. Under TCFD you want to take the right criteria, the right KPI for the right company. So for our gas assets, one simple KPI would be how much of the network has been converted to polyethylene, because in polyethylene one can carry hydrogen. When the market is ready to carry that hydrogen, a specific company will be able to instantly transition from a more traditional gas network into the new space of sustainable investment. The KPIs have to be different for different sectors. And even stronger, they will have to be defined for individual companies. Our task is to work out with each individual company to measure what is really going on to make a difference for the company in the future.'

Grandage: 'I think there is a tendency, even increasing with SFDR, to report loads and loads of different KPIs. But they need to be relevant and material. We have to be a bit more focused when we are reporting and setting KPIs, making sure that they fit the purpose whatever the investment is. I know this is challenging because I know there's no universal KPI that fits everything. And, as a comment regarding GRESB, they are actually pushing the industry down the road towards standardised information, which is good, but sometimes the requested KPIs are not always relevant for a particular strategy, whether it is for real estate or infrastructure.'

Van de Heuvel: 'The comments of Dan Grandage are quite familiar to the ones we get from GPs on our stance on GRESB. We always say you should do good, but you don't have to be perfect. In our opinion GRESB is still the best option to go forward.'

Bikker-Bekkers: 'I think GRESB is really good for comparing general ESG criteria and

efforts. But when you have an impact strategy, you need to keep your eyes on the social and environmental issues you intend to solve. Those need to be measured and reported on. You need KPIs that meet or report on that specific problem that you are addressing with your investments and your capital.'

Wright: 'I think environmental data for real estate are well covered by the GRESB survey. At least the landlord-controlled energy is broadly collected in the market. As said before, it is more difficult from the tenant side. The requirements to provide information are ever increasing, while bypassing the conversation on whether or not the publication of data is relevant. There's an increasing amount of these regulations, but they are mostly on the environmental side. In real estate, health and safety issues are increasingly important. There's a good amount of information available, so you can set KPIs that are relevant for what you invest in.'

Kotaniemi: 'I recently came across a start-up in Finland that uses AI to read scientific articles about the impact of an economic activity and to suss out the consequences for knowledge, health and the environment. They've been running this AI for years and they have a service that combines these data with information about listed companies and even private companies. They collaborate with fund managers, so that's fairly exciting.'

Wright: 'We see that technology is moving very quickly. Automated solutions will reduce the costs of collecting sustainability data and validating and disseminating it. It will hopefully make the monitoring of ESG strategies much more efficient and seamless. In addition, governments are starting to mandate public disclosure of operational energy use and emissions. I think the broader improvements in the transparency of ESG will impact how investors and managers will view and value different types of investments.'

What is the ultimate result of a sustainable/impact strategy?

Olin: 'There will be considerable changes. With commercial real estate we now possess the information we need to know which building is going to be obsolete in five years' time. The qualified buildings have a higher occupancy rate. We are able to charge higher rents and the costs are

'It's important to assess the different consequences of climate change, but the most important discussion is what it means for your investments.'

lower. More and more appraisal firms are taking this kind of information into account.

We are talking about commercial real estate, but the same is going to happen with residential real estate. I see tenants evaluating if a building is built in a sustainable way, much more so than five years ago.'

Tomperi: 'We also see the effects in our occupancy rates. That makes them more valuable. And these buildings qualify for green loans. They are a little bit cheaper than normal ones. There's a huge amount of interest for them from the investor side. We see that banks are actually extremely grateful if we provide them with the right certificates.

I also see the consequences of climate change. We made an impact analysis of the consequences of the rising sea level. We can spot on a map the buildings that are at potential risk after a rise of the sea level with a certain number of centimetres. That is quite interesting. We're obviously different from The Netherlands, but even in Finland we have lots of areas of land that are close to sea level but very far from the sea. So the rise might cause flooding in areas where you don't expect it.'

Verhoef: 'It's important to assess the different consequences of climate change, but the most important discussion is what it means for your investments. One can have a building in a problematic position, but do you want to sell it tomorrow? Maybe it's the best performing asset in your portfolio, so you will underperform. We feel you should look at it from a longer-term perspective. Climate change has become part of the decision-making process regarding investments.'

Wright: 'We have some real concerns. Some of the real estate development in big cities around the world is in coastal areas that will likely experience much more flooding in the long term unless governments invest in large-scale flood protection systems. It's left to investors to understand the risks. The uncertainty makes it difficult to price this risk and we assume the magnitude of long-term flooding risk is not fully understood in the market. At what stage will it be priced by the average investor? That's the question. If extreme weather events begin to occur more frequently, we expect real estate investors to pay more attention to this.'

'You need KPIs that meet or report on that specific problem that you are addressing with your investments.'

BlackRock's former Chief Investment Officer for sustainable investing, Tariq Fancy, caused an uproar by declaring green investing is all nonsense. It will do great harm, he claims. Is he right?

Grandage: 'I agree partially and there's absolutely a real risk that he is right. Greenwashing is a big thing and a big problem. Lots of organisations are, even now, coming up with claims that don't stand up to scrutiny. So he is right in that sense, but to disregard the whole industry is a bit harsh. There are clearly grades of activity. Greenwashing is a risk. Sustainable investing might be a bit of a Wild West sometimes, but as a whole it is a positive thing. We need to have more rules.'

Menzies: 'I agree. Accountability will come with taxonomy. Having gone through 400+ pages of appendices to work out whether you're taxonomy compliant or not is not perfect, but it is a start. It is good to look at the intentions of a company. Do they publish information with a PR perspective, or are they doing it to get cheaper debt? But still, if it makes companies move in the right direction, it's fine with me.'

Sousselier: 'I'd like to add two things here. I think these comments are probably a bit more valid in the US as I think Europe is a bit more advanced towards sustainability and has better disclosure requirements to avoid greenwashing. There is still a misconception, especially in the US – although that seems to be changing – that ESG is going to hurt returns. I believe this analysis is wrong, because it is poorly pricing climate risks that can really destroy value in the long term.'

Verhoef: 'It's interesting that auditors are getting involved. And with them, CEOs will have to pay attention. I think that this will probably stop the greenwashing in a way. Overall, I think we are heading in the right direction, but it is good to have a debate about these issues.' ■

SUMMARY

Real Assets are becoming more important, and because of that, it is important to look at the consequences that investors decisions have for the ESG-goals.

The main discussion seems to be about what goals or key performance indicators to set and whether it is necessary to standardise those.

One of the issues concerning investing in Real Assets that needs to be settled, is who can account for the ESG-benefits that are achieved because of interventions by investors. Is it the equity-owner or the party that provides financing? There are no conclusive answers yet, but the discussion is enervating.

Sustainable Investing in Real Assets according to Nordic investors

Following the Round Table on Sustainable Investing in Real Assets, Financial Investigator asked Helena Olin from AP2, Christopher Wright from Norges Bank Investment Management and Ilkka Tomperi from Varma Mutual Pension Insurance Company some additional questions on ESG and the SDGs in Real Assets-related matters.

By Jolanda de Groot

What goals and ambitions do you have or should you have with respect to sustainable investing in Real Assets?

Christopher Wright: ‘With the emergence of impact investing we see a growing diversity of investor preferences in the market for Real Assets. Investors and managers will frame their goals and ambitions with respect to sustainable investing in accordance with their preferences for risk, return, and impact. Fundamentally, to be scalable and to be adopted more widely, sustainable investing arguably needs to be profitable. This not only makes each investment self-sustaining, but also demonstrates to other investors that the investment model is commercially viable. With regards to ESG goals in particular, Real Assets are slated to play a critical role in the transition

to a low-carbon economy. Notably, the asset class offers many investment opportunities linked to the growing demand for low-carbon technologies and assets, such as renewable energy assets and green buildings. Investors would benefit from setting clear goals with regard to benefiting from this opportunity.’

Can ESG help solve the main environmental challenges such as climate change and inequality?

Ilkka Tomperi: ‘Absolutely, the built environment is a significant contributor to the total carbon emissions. Real

estate owners and developers can play a significant role in making buildings more environmentally friendly. That means that with regard to the current real estate investments, active steps should be taken to enhance the energy efficiency of the buildings as well as to invest in renewable or emission free energy sources on site. These could be investments in solar panels, geothermal energy or heat recovery systems. Most of these investments are typically higher yielding than an average core real estate investment, so they make a lot of sense, even from a financial point of view. When building new, repurposing alternatives should always be considered first, and alternatives to create carbon neutral buildings should be looked at. Affordable housing and ways to make construction more cost-efficient is one way of coping with social issues like inequality.’

‘The best managers usually understand that they need to be responsible as well.’

Which SDGs are the easiest to implement when it comes to sustainable investing in Real Assets and what are the challenges?

Helena Olin: ‘SDGs 11, 12 and 13 are the easiest to adopt. We own long-term platforms and have continuous dialogues on improving the energy intensity as well as on carbon footprint and social responsibility. Aligning the portfolios with the Paris Agreement is the underlying mission and as we invest or undertake new projects, we calculate how much it will cost to fulfil the mission. The big task now is, of course, to include Scope 3.’

What defines a competent manager of Real Assets when it comes to ESG?

Wright: 'In terms of ESG integration, competency can have many aspects. First, there is the technical competency needed to identify and assess ESG risks in the acquisition, management and disposal of Real Assets. Real Assets is a highly specialised asset class with a lot of idiosyncratic risk specific to locations and assets, that can be difficult to manage without significant experience in the sector. Secondly, there is the risk management competency, which is embedded in the tools and systems needed to monitor, manage, and report on ESG risks. More and more investors and managers are using sophisticated IT technology to improve the efficiency, sharing and leveraging of ESG data in their organisations. And third, there is the strategic competency associated with anticipating trends in ESG investing and positioning assets in ways that allow them to benefit from the growing demand for responsibly managed assets.'

Olin: 'The best managers usually understand that they need to be responsible as well.'

What concrete actions are you taking with your portfolio companies to achieve full decarbonisation by 2050?

Ilkka Tomperi: 'We aim for a carbon neutral investment portfolio by 2035. Our target is to have a 20% climate allocation by 2025. In direct real estate investments our target is to have carbon neutral electricity and heating by 2025 and 2030 respectively. In addition, all significant properties should have a BREEAM environmental certificate by 2025. We have already 53 BREEAM certified properties in our portfolio and we have achieved three stars in GRESB. We have also reduced CO₂ emissions in our direct real estate portfolio by 47% between 2015 and 2020, much more than the target set. But that said, we will continue our determined steps towards carbon neutrality going forward. What I

am most proud of at present are our two all-wood CLT based office and hotel developments in Helsinki and Espoo. Both construction projects will begin by the end of 2021.'

What do you consider to be the most important thing to happen in your portfolios and/or organisation to be able to meet the Paris Agreement?

Olin: 'It is crucial to figure out how much it will take to get there and how we will do it. New technologies play a major part.'

Should impact investments be structured as a separate allocation within real estate portfolios, with different (return) requirements?

Tomperi: 'Impact investing and investments with a high ESG focus should not necessarily be isolated to a separate allocation, but instead these themes should become mainstream as soon as possible. Our organisation has created a special climate allocation for, for example, those indirect and direct real estate investments that meet the high standards set for that special allocation. But in general, the theme is to become even more ESG oriented in all investment activities.'

Can you explain how impact would be best measured when investing in Real Assets? Do you see a role for KPIs here?

Olin: 'Everything needs to be measured to get things done, so the answer to the question is yes. Targets on carbon footprint and energy intensity are important and are relatively easy to measure. However, social impact is more difficult to quantify.'

The former BlackRock Executive Tariq Fancy recently said that sustainable investing has no use. Do you agree?

Olin: 'No, I don't agree. I think we have become much more skilled at identifying what is greenwashing and what is not, especially in Europe. The EU Taxonomy is a good example of that progress.' ■



Helena Olin

Head of Real Assets, AP2



Dr. Ilkka Tomperi

Head of Real Estate, Varma Mutual Pension Insurance Company



Christopher Wright

Head of ESG Risk Monitoring, Norges Bank Investment Management

SUMMARY

Real Assets are slated to play a critical role in the transition to a low-carbon economy.

Targets on carbon footprint and energy intensity are important and are relatively easy to measure.

Active steps should be taken to enhance the energy efficiency of the buildings as well as to invest in renewable or emission free energy sources on site.

SDGs 11, 12 and 13 are the easiest to adopt.

Crypto-Catch 22

Cryptovaluta's zullen aan hun eigen succes ten onder gaan. Zodra de populariteit van cryptomunten de stabiliteit van het financiële systeem bedreigt, zal dit speculatieve feestje worden vergald door regulering.

De Chinese centrale bank waarschuwt financiële instellingen dat ze geen cryptomunten als betaalmiddel mogen accepteren. Maar de aantrekkingskracht van cryptovaluta's zit hem juist in het feit dat de cryptomarkt niet gereguleerd is. De markt wordt nog altijd gedomineerd door Bitcoin. Deze digitale munt is bedoeld als oplossing voor het overheidsmonopolie op geld, maar dan wel zonder de nadelen ervan. Geen schuldenproblemen, geen nationalisaties, geen wanbetalingen en ook geen belastingen.

Bitcoin is digitaal goud en daarmee beter dan analoog goud. Probeer maar eens het land uit te vluchten met miljoenen aan goud. Dat gaat met Bitcoin in een fractie van een seconde. Er is geen autorisatie vereist. Dat is ook precies de reden waarom Beijing dit niet wil. Zolang het allemaal onschuldig vermaak is, kunnen overheden zich terughoudend opstellen. Maar zodra de cryptomarkt sterk groeit en institutionele beleggers, ondernemingen en banken gaan participeren met grote bedragen, vormt dit een risico voor diezelfde banken en daarmee voor de stabiliteit van het financieel systeem.

Rationeel gezien is een cryptomunt nog altijd een oplossing op zoek naar een probleem. De transactiekosten van Bitcoin zijn nog sterker gestegen dan de waarde van Bitcoin zelf. Dit is exclusief de negatieve externe effecten vanwege het hoge verbruik van fossiele brandstoffen. Transacties verlopen traag en bij het minste of geringste zijn er storingen.

Veel Bitcoin-adepten zien in de stijgende waarde het bewijs dat de technologie werkt en dat het betaalmiddel breder wordt geaccepteerd. Als dat waar zou zijn, dan betaalden we nu nog met tulpenbollen. Iets wat in waarde stijgt, krijgt daardoor niet meteen de functie van geld. Dat maakt het op zijn best een belegging. Maar dat is het ook niet, want Bitcoin heeft alleen waarde als het als een alternatief voor geld kan functioneren. Nog een catch 22.

Het Chinese verbod om Bitcoin als betaalmiddel te gebruiken, doet echter vermoeden dat Beijing vreest dat deze cryptovaluta wel daarvoor kan worden gebruikt. Dan is het vreemd dat de Bitcoin op zo'n bericht daalt. Als het een echte bedreiging zou zijn, dan is zo'n verbod eerder een bevestiging dat Bitcoin werkt. Het idee was toch dat overheden niets te zeggen hadden over de cryptomarkt?

De koersreactie doet vermoeden dat cryptovaluta's niet veel meer zijn dan pure speculatie. Dat verklaart ook meteen de hoge volatiliteit. In een ongecontroleerd en chaotisch universum kunnen koersen hard stijgen en dalen. Dat is niet bepaald een stabiele en veilige belegging, maar eerder een virtueel casino.

De ECB maakt zich voorlopig geen zorgen. De banken in de eurozone hebben weinig blootstelling aan cryptogereleerde financiële instrumenten en de cryptomarkt vormt volgens de ECB geen risico voor de stabiliteit van het financieel systeem. Toch is tijdig ingrijpen en de cryptomarkt reguleren juist een voorbeeld van evident prudent beleid. Op het moment dat de ECB straks gedwongen wordt om alsnog in te grijpen, vormt dat het bewijs van het succes van Bitcoin. Maar dat succes is dan wel een pyrrus-overwinning, aangezien het meteen het einde van het cryptosprookje betekent. ■



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



Hoe werkt het?

De Belastingdienst betaalt graag mee aan je steun. Als jij jouw gift aan WWF voor minimaal vijf jaar vastlegt als periodieke schenking dan kun je deze aftrekken van de belasting. Je krijgt dan een deel van het geschonken bedrag terug van de Belastingdienst.



MEER IMPACT VOOR DE NATUUR

En belastingvoordeel voor jou

Wil jij impact maken voor de natuur en de fiscus een handje laten meehelpen? Dat kan! Graag wijzen we je op een mooie mogelijkheid die voordeel voor jou oplevert én voor de natuur: periodiek schenken. Met een periodieke schenking zijn donaties – groot en klein – fiscaal aftrekbaar. Periodiek schenken aan WWF is makkelijk, veilig én snel geregeld.

Regel het meteen en leg jouw schenking met belastingvoordeel vast via:

[WWF.NL/SCHENKEN](https://www.wwf.nl/schenken)

Voordelen van periodiek schenken op een rij

- De Belastingdienst geeft een deel van je gift terug
- Je kunt kiezen om dit geld zelf te houden óf ook aan WWF te schenken, zo draag je nog meer bij aan de natuur
- Een leuk extraatje: als je nu besluit om periodiek te gaan schenken krijg je het prachtige koffietafelboek 'Dieren van de Wereld' cadeau

Be one with nature

Blijft het inflatiespook rondwaren en angst aanjagen?

Het antwoord op de vraag of de inflatie tijdelijk of structureel hoger zal liggen, is essentieel voor de vooruitzichten voor de financiële markten in de komende kwartalen (en jaren).

Door Maarten Spek en Andy Langenkamp

Op het moment van schrijven denken verreweg de meeste economen dat de economische groei gedurende de komende kwartalen hoog blijft en de inflatie oploopt als gevolg van de inhaalvraag en een zeer ruim monetair en fiscaal beleid. Is dit tijdelijk of krijgen we te maken met een aanhoudende hoge inflatie?

Veel centrale banken hebben om verschillende redenen een inflatie-target van (iets onder de) 2%:

- Zij willen deflatie voorkomen, omdat schulden in reële termen dan zwaarder wegen, bedrijven en consumenten aankopen uitstellen en de economie wordt afgeremd.
- 2% inflatie zorgt voor een veilige marge in het geval dat een recessie of een negatieve schok de inflatie omlaagdrukt.
- Bij 2% inflatie staat de rente normaal gesproken

rond of boven datzelfde niveau, waardoor er ruimte is voor renteverlagingen bij een economische schok of een recessie.

De afgelopen decennia ontstond er een structureel neerwaartse druk op westerse consumentenprijzen door globalisering en daarmee gepaard gaande dalende importinflatie. Daarnaast ondervonden werknemers in de Verenigde Staten en Europa concurrentie van goedkopere werknemers elders, waardoor lonen in reële termen stagneerden of zelfs daalden.

Centrale banken hebben daarom het monetaire beleid steeds meer verruimd. Daarbij speelde een rol dat consumenten en bedrijven door lagere rentes en minder regulering meer konden lenen, waardoor de totale schulden als percentage van de econo-

mie opliepen. Zo werd de economie kwetsbaarder, terwijl er door steeds lagere rentes minder ruimte was om de economie door middel van renteverlagingen te stimuleren. Om toch te kunnen stimuleren, creëerden centrale banken extra geld en kochten ze op grote schaal staatsobligaties, zodat langetermijnrentes kunstmatig laag bleven. Ook werden beleggers hierdoor gedwongen meer in risicovollere assets te beleggen, waardoor de prijzen stegen en mensen zich welvarender voelden en meer gingen lenen en consumeren.

Aan deze strategie kleven echter nadelen:

- Risico op bubbelvorming van assets.
- Het wordt aantrekkelijker om meer met geleend geld te beleggen. De financiële sector is hierdoor steeds groter geworden en absorbeert veel van het geld dat centrale banken creëren in plaats van dat het naar de reële economie stroomt. Hierdoor neemt de ongelijkheid toe. Welvarende huishoudens met veel assets worden rijker, terwijl overige huishoudens nauwelijks profiteren.

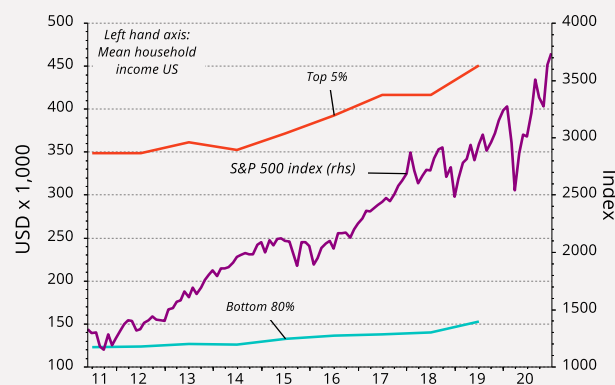
Dit vergroot de druk op overheden om ongelijkheid te verkleinen en actiever de economie te stimuleren.

En centrale banken willen er eerst zeker van zijn dat de inflatie boven hun target ligt, voordat ze het monetaire beleid echt verkrapten. Daarnaast wil de ECB een grotere rol spelen bij de verduurzaming van de economie en de FED wil de werkgelegenheid onder minderheden bevorderen. Overheden en centrale banken zullen voorlopig dus doorgaan met stimuleren, ook al stijgt de inflatie.

Net als centrale bankiers denken ook veel economen dat de huidige stijging van de CPI-inflatie tijdelijk is:

- Base effects en bottlenecks zijn meestal tijdelijk.
- De schulden als percentage van de economie zijn nog verder opgelopen. Dit heeft een remmend effect op de economie.
- Er is nog veel reservecapaciteit in de industrie en op de arbeidsmarkt.
- Op rate of change-basis neemt het positieve effect van fiscale stimulansen af.
- In de VS stijgt de productiviteit en investeren bedrijven meer in tech-

FIGUUR 1: RISING INEQUALITY & A BOOM IN ASSET PRICES HAVE GONE HAND IN HAND



Bron: Revintiv Datastream / ECR Research.

nologie, waardoor de arbeidsproductiviteit verder kan groeien.

We moeten bij dit inflatieverhaal iets essentieels voor ogen houden: er is alleen sprake van lage inflatie geweest als je de inflatiedefinitie beperkt tot 'stijging van de CPI. Prijzen buiten het mandje van consumentengoederen die de CPI bepalen, zijn veel harder gestegen. Dat geldt met name voor de prijzen van assets. Deze liggen vaak ver boven hun onderliggende economische waarde.

Deze situatie, waarbij geldcreatie vooral assetprijzen omhoogstuwt en nauwelijks de CPI, duurt niet lang meer:

- De weerstand tegen hoge overheidstekorten is veel minder geworden. Fiscaal beleid wordt nu gezien als oplossing om de langdurige lage groei te doorbreken en om de ongelijkheid kleiner te maken. Hervreiding zal vooral komen via extra belasting voor bedrijven en kapitaalwinsten en steun voor lage inkomens. Dit betekent dat kapitaalkrachtigen (die relatief weinig inkomen

consumeren) interen en degenen die vrijwel het gehele inkomen consumeren erop vooruitgaan. De balansen van consumenten staan er goed voor, dus de mogelijkheid om veel meer te lenen is er ook. Bij een stijgende vraag zullen ook bedrijven extra lenen om meer te investeren. Door deze factoren zal veel van de monetaire geldcreatie direct naar de reële economie stromen, met meer CPI-inflatie tot gevolg.

- Waarderingen van assetprijzen naderen of raken een plafond. Die voor aandelen en huizenprijzen zijn vergelijkbaar met perioden in het verleden waarbij sprake was van duidelijke bubbels. De waarderingen worden nu gerechtvaardigd door de verwachting van lage rentes en hoge winstgroei. De winsten kunnen echter tegen een achtergrond van stijgende grondstoffen en lonen alleen toenemen als de afzet sterk verbetert en/of afzetprijzen sterker verhoogd kunnen worden. Dit betekent hogere economische groei en/of hogere inflatie. Beide wijzen op hogere rentes,

die weer negatief zijn voor waarderingen.

- Een grotere rol voor fiscaal beleid zien we bijdragen aan deglobalisering en protectionisme. Overheden willen voorkomen dat hun stimulansen via extra importen weglekken naar het buitenland.
- Vergrijzing leidt tot krapte op de arbeidsmarkt en besparingen nemen af naarmate er meer gepensioneerden komen die hun vermogen 'opeten'. Beide verhogen de opwaartse druk op de CPI.
- Op langere termijn zal afnemend vertrouwen in de waardevastheid van geld een rol spelen als hogere inflatie een structureel karakter krijgt en centrale banken niet of maar beperkt durven te verkrappen. Beleggers schuiven dan richting real assets, waaronder grondstoffen.

Vanwege het bovenstaande verwachten we voor de komende jaren per saldo meer opwaartse druk op de CPI. In welke mate dit het geval zal zijn, hangt voor een groot deel af van de productiviteitsstijging. Deze lag de afgelopen jaren op een laag niveau, maar innovaties die het afgelopen jaar op grote schaal zijn geadopteerd en toenemende investeringen in technologie kunnen een boost geven. Daartegenover staat dat de productiviteit negatief beïnvloed wordt door de vele zombiedrijven en de ontwikkeling dat veel meer mensen weer in de dienstensector gaan werken, waar de productiviteit vaak lager ligt. Een sterke stijging van de productiviteit verwachten we daarom niet snel. ■



Maarten Spek

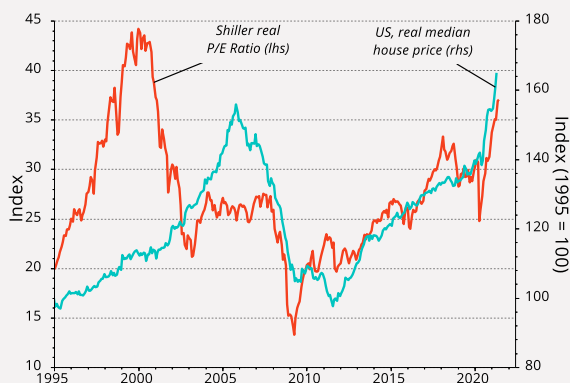
Senior Analyst Financial Markets, ECR Research



Andy Langenkamp

Senior Political Analyst, ECR Research

FIGUUR 2: VALUATIONS LEVELS CLOSE OR ABOVE PREVIOUS BUBBLE LEVELS



Bron: Revinitiv Datastream / ECR Research.

IN HET KORT

Concluderend houden we voor de komende paar maanden rekening met nog verder oplopende inflatie(verwachtingen), maar daarna volgt een periode van enkele maanden tot kwartalen van afnemende inflatietoegangst.

Dit laatste is het gevolg van het verdwijnen van base effects en bottlenecks.

Bovendien verwachten we dat, als gevolg van minder overheidssteun, meer mensen een baan zullen zoeken, waardoor de loonstijgingen tijdelijk afnemen.

Op de langere termijn zal de inflatie wel sterk stijgen.

Marktplaats voor risk transfer van epidemierisico's

Dr. Gunther Kraut, Global Head of Epidemic Risk Solutions, Munich Re Markets, en Raymond de Kuiper, Consultant aldaar, belichten het belang van spreiding van accumulatieve systeemrisico's over de kapitaalmarkten, waaronder de verzekeringssector.

Door Jan Jaap Omvlee

De frequentie van epidemische uitbraken en de hevigheid ervan is de laatste zestig jaar sterk toegenomen. Gemiddeld doen zich jaarlijks 200 epidemische uitbraken en 5 ernstige infectieziekten voor. De geraamde financiële impact van eerdere pandemieën varieert van een 'single digit'-miljard dollar tot meer dan 1 biljoen dollar voor COVID-19 en deze schatting stijgt nog steeds. Pre-COVID-19 heeft Munich Re in 2017 zijn Epidemic Risk Solutions (ERS) Team opgericht als gespecialiseerde business unit, met een wereldwijd mandaat om bescherming te bieden tegen de financiële impact van epidemieën en pandemieën. De wereldwijde disruptie veroorzaakt door COVID-19 vroeg om een passend antwoord en heeft de vraag naar gespecialiseerde epidemische en pandemische (business interruption) dekking aanzienlijk doen groeien.

Waarom neemt Munich Re dit initiatief?

Gunther Kraut: 'De grote uitdaging bij het aanbieden van verzekeringsoplossingen voor epidemie- en pandemierisico's is het zich opstapelende risicopotentieel. Aangezien epidemieën en pandemieën zich steeds vaker zullen voordoen, zal de vraag naar verzekeringsoplossingen alleen maar toenemen, en wel op een schaal die de (her)verzekeringssector niet alleen kan dragen. Daarom moeten overheden en de particuliere sector hun deskundigheid en capaciteiten bundelen in publiek-private partnerships, om systeemrisico's zoals pandemieën aan te pakken en zo economieën en samenlevingen weerbaarder te maken. Bovendien is het de moeite waard om een platform voor epidemierisico's te creëren, waardoor de toekomstige impact van epidemieën beter kan worden aangepakt en risico's efficiënt kunnen worden herverdeeld tussen geschikte partijen, om zo een veerkrachtig financieel ecosysteem voor de toekomst te creëren.'

Raymond de Kuiper: 'Epidemie- en pandemierisico's moeten, evenals andere systemische risico's zoals cyber- en klimaatrisico's, een passende plek vinden op de bredere kapitaalmarkten om een mogelijke systemische crisis te voorkomen. Zowel de verzekeringssector als beleggers hebben elkaar nodig in deze markt, waarbij sommige partijen het risico willen afdekken en andere partijen, zoals beleggers, juist bereid zijn het risico te dragen, tegen een passende vergoeding. Tot voor kort was het voor kapitaalmarkten niet duidelijk aan welke epidemierisico's zij blootstonden, omdat dit risico niet gekwantificeerd was en zij hier dus niet direct voor beloond werden. Nu brengt Munich Re beide partijen bijeen via haar Epidemic Risk Markets Platform. Zie het als een nieuwe tak van de ILS-markt (Insurance Linked Securities). Dit maakt een betere meting, monitoring en verspreiding van het risico mogelijk over het gehele financiële systeem. Of zoals ik de triggers van onze oplossing vaak samenvat: er is een uitbraak van een ziekte, de uitbraak is groot en de (financiële) impact is lokaal financieel merkbaar.'

Kraut: 'In het publieke debat wordt vaak naar COVID-19 verwezen als een black swan-gebeurtenis, terwijl het in feite een grey rhino-event is, oftewel een zeer waarschijnlijke, impactvolle, maar verwaarloosde dreiging. In de toekomst zullen uitbraken van ernstige infectieziekten zich steeds vaker voordoen als gevolg van veelal door de mens veroorzaakte milieuverstoringen zoals ontbossing, verstedelijking en wereldwijde mobiliteit. De invoering van een extra risicoklasse binnen een breed financieel ecosysteem is daarom nodig en zal ook de SDGs van de VN ondersteunen, de economische veerkracht vergroten en voorbereiden op de volgende pandemie.'

De Kuiper: ‘Dit platform maakt pandemierisico’s waarneembaar en transparant en deze risico’s kunnen nu worden geprijsd, overgedragen en verhandeld. Voorheen werden pandemierisico’s beschouwd als een niet-financieel risico dat mogelijk van invloed was op de financiële resultaten. Door het te kwantificeren, kan een epidemisch risico mogelijk een financieel risico in een portefeuille worden. Het concept is niet nieuw, maar lijkt op de ILS-markt met obligatieachtige producten die we kennen sinds 1990 en aanverwante op maat gemaakte structuren. Daarbij fungeert de ILS-markt als een effectieve brug tussen de verzekeringssector en de kapitaalmarkten.’

Waarom is dit mogelijk interessant voor institutionele beleggers?

Kraut: ‘Voor institutionele beleggers kunnen pandemische risico’s aantrekkelijk zijn in termen van diversificatie. Vanuit het perspectief van relative value vergeleken met een creditportefeuille is dit een aantrekkelijke belegging, omdat het de veerkracht van samenlevingen tegen de impact van een pandemie kan vergroten. Het is ook een stabiele belegging als je kijkt naar de verschillende risicoklassen van de beleggingen. Insurance Linked Securities hebben zich tijdens de COVID-19-crisis zeer stabiel gedragen, terwijl andere fixed income-beleggingen in waarde zijn gedaald naarmate de rentevoeten daalden en de credit-spreads stegen. Dit voegt dus diversificatie toe aan de portfolio. Uiteraard moeten zowel beleggers als verzekeringsmaatschappijen een bepaald bedrag vaststellen om hierin te beleggen – of hun strategische asset allocatie aanpassen – en bij het bekijken van hun totale portefeuille nagaan hoeveel risico zij bereid zijn te accepteren voor dit specifieke risico.’

De Kuiper: ‘Beleggers kunnen Munich Re zien als een externe asset manager die dergelijke risico’s mogelijk kan insourcen volgens een vastgesteld mandaat. De pandemierisico’s zijn altijd geclassificeerd geweest

‘Dit platform maakt pandemierisico’s waarneembaar en transparant en deze risico’s kunnen nu worden geprijsd, overgedragen en verhandeld.’

als niet-financiële risico’s, als staartrisico (tail risk). We hebben de staart nu kleiner gemaakt doordat een van de staartrisico’s is gekwantificeerd en uit het staartrisico is verdwenen.’

Hoe passen de SDGs in uw verhaal?

De Kuiper: ‘Zoals net gemeld, is deze extra risicoklasse ondersteunend aan vele van de SDGs. Sommige institutionele beleggers hebben een allesomvattende focus op alle SDGs, terwijl andere kiezen voor specifieke doelen. SDG 11 – ‘Maak steden en menselijke nederzettingen inclusief, veilig, veerkrachtig en duurzaam’ – kan daar heel goed in passen. En SDG 11.5 – ‘Verminder de nadelige gevolgen van natuurrampen’ – in het bijzonder. Ze passen een-op-een binnen de onderliggende drijfveer van deze belegging.’

Kraut: ‘Dit nieuwe platform is bedoeld om risico’s evenredig te herverdelen over potentiële institutionele beleggers en deze risico’s over te dragen van de partijen waar deze zich nu bevinden naar pockets waar zij de risico-rendementsverhoudingen wellicht kunnen verhogen.’ ■



Dr. Gunther Kraut

Dr. Gunther Kraut is Global Head of Epidemic Risk Solutions bij Munich Re Markets. Hij werkt 13 jaar bij Munich Re en was betrokken bij het opzetten van Munich Re’s eerste ‘pandemic risk retrocession’-programma in 2013.



Raymond de Kuiper

Raymond de Kuiper is als Consultant in het ERS-team van Munich Re Markets betrokken bij het opzetten van het Epidemic Risk Markets Platform. Eerder was hij van eind 2013 tot begin 2020 onder andere Chief Investment Officer van ACTIAM.

Over Munich Re en ERS

In 2017 heeft Munich Re Markets Epidemic Risk Solutions (ERS) opgezet, een dedicated wereldwijd opererend team met diepgaande expertise in epidemiologie, statistiek, risicomodellering, financiën en schadebeheer om capaciteit te bieden aan overheidsinstellingen en bedrijven in de private sector. Website: www.munichre.com/epidemic-risk-solutions Email: ERS@munichre.com

Cryptomunten: een nieuwe beleggingscategorie?

Beleggen in cryptomunten – en dan vooral in Bitcoin – is voornamelijk het domein van particuliere beleggers. Institutionele beleggers laten de cryptomarkten over het algemeen links liggen. Uit wetenschappelijk onderzoek, waarin puur naar rendement en risico's werd gekeken, blijkt echter wel degelijk het nut van het toevoegen van crypto's aan de beleggingsportefeuille.

Door Harry Geels

Toen de Japans-Amerikaanse Satoshi Nakamoto in 2008 de Bitcoin 'uitvond', leidde dat tot een snelle groei van een steeds diverser wordende cryptomarkt. Er werden alternatieve cryptomunten (altcoins) ontwikkeld om de pijnpunten van de Bitcoin weg te nemen, zoals het steeds hogere energieverbruik bij de 'mining' van de munt en de maximale voorraadlimiet van 21 miljoen Bitcoins. Eind 2020 bedroeg de totale marktwaarde van de cryptomarkt, met ongeveer 900 verschillende munten, rond de \$1 biljoen, om daarna in de eerste vier maanden van 2021 op te lopen naar de \$2 biljoen, waarna een flinke correctie optrad. De Bitcoin is verreweg de belangrijkste munt en maakt ongeveer de helft van de totale marktwaarde uit.

De belofte van veel cryptomunten om een betaalmiddel te worden, is maar mondjesmaat ingelost. Ze genieten vooral populariteit op het dark web. Verder bestaan er bij de meeste analisten twijfels over wat nu de fundamentele waarde van de verschillende cryptomunten is. Volgens wetenschappers zijn ze het beste te vergelijken met grondstoffen. Die leveren evenmin inkomen op in de

vorm van dividend, huur en rente, al hebben grondstoffen nog een fundamentele richtprijs in de vorm van de productiekosten.

Goldman Sachs (GS) betitelde cryptomunten half mei 2021 als officiële beleggingscategorie. Cryptomunten zouden verhandeld moeten worden als procyclische, risicovolle beleggingen. Goud en cryptomunten zijn volgens de zakenbank niet concurrerend en kunnen naast elkaar bestaan. Verder stelt GS: 'Een blockchain-platform zoals Ethereum zou in potentie een grote markt kunnen worden voor verkopers van betrouwbare

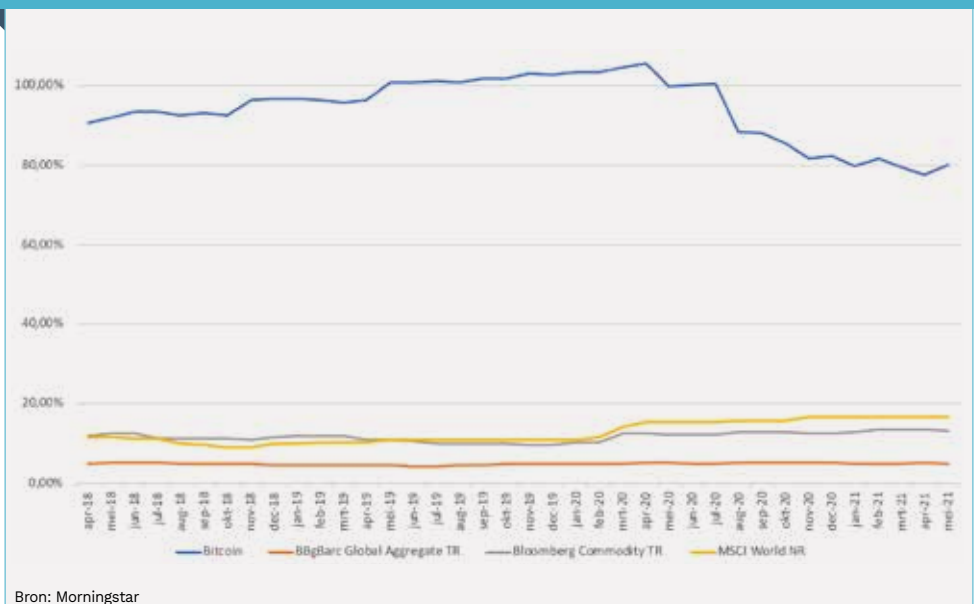
informatie, zoals Amazon dat is voor consumenten-goederen. Belangrijker dan een beperkte voorraad om waarde te behouden, is een laag risico op spectaculaire en onvoorspelbare toenames in nieuw aanbod. Ethereum, waarvan het totale aanbod niet aan een maximum is gebonden, maar de jaarlijkse groei van het aanbod wel, voldoet aan dit criterium.'

Zonder verder te kijken naar bovengenoemde mitosen en maren, toont de wetenschap aan dat het toevoegen van cryptomunten het risico-rendementsprofiel van de portefeuille verbetert.

Benchmark

Een van de belangrijkste redenen om van een serieuze beleggingscategorie te kunnen spreken, is de aanwezigheid van een benchmark. Voor de cryptomarkt zijn er dan twee opties: de prijs van de Bitcoin, als zijnde de oudste en grootste cryptomunt, of de CRIX, de CRyptocurrency IndeX die wordt berekend door de Ladislaus von Bortkiewicz Chair of Statistics van Humboldt University Berlin. Deze index, die twintig cryptomunten beslaat en deze op basis van marktwaarde meeweegt, is ontwikkeld op basis van een samenwerking tussen Hum-

FIGUUR 1: 36-MAANDS ROLLENDE (GEANNUALISEERDE) VOLATILITEIT



Bron: Morningstar

boldt University Berlin, SKBI van Singapore Management University en CoinGecko. Zowel de Bitcoin als de CRIX zijn in zeer hoge mate volatiel. Figuur 1 toont de volatiliteit van de Bitcoin, die in de afgelopen drie jaar tussen de 80 en 100% schommelde en daarmee erg hoog te noemen is.

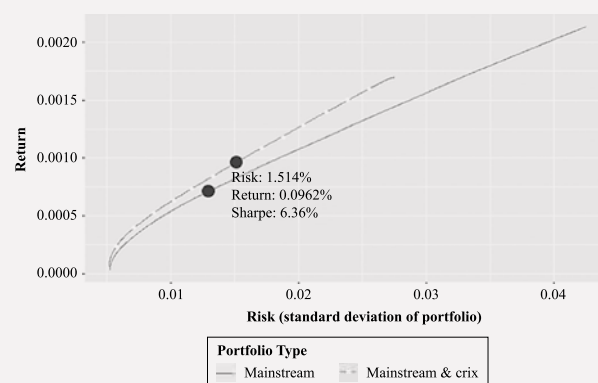
‘Maar de hoogte van het risico bepaalt nooit of iets een goede beleggingscategorie is’, stelt Yves Chouiefaty, oprichter van TOBAM dat als een van de eerste een Bitcoin-fonds voor institutionele beleggers lanceerde. Risico bepaalt alleen de allocatie. ‘Volatiliteit kan verlaagd worden door er maar een kleine allocatie naar te doen. De correlatie is dan belangrijk.’

Markowitz-optimalisatie

Wetenschappers van de Universiteit van Singapore hebben een Markowitz-optimalisatie gedraaid over de periode van augustus 2014 tot en met maart 2017 met vijf ‘standaard’ beleggingscategorieën, bestaande uit de S&P 500, olie, goud, private equity, REITS en grondstoffen (GSCI), zonder én met de CRIX. In Figuur 2 is te zien dat de efficiënte grenslijn zonder CRIX (Mainstream) lager ligt dan die van Mainstream & Crix. De ‘Optimal risky portfolio’ van de portefeuille met cryptomunten gaf een gemiddeld maandrendement van 0,0962% en een gemiddelde maandvolatiliteit van 1,1524%, met een Sharpe-ratio van maar liefst 6,36.

In een andere, vergelijkbare studie van Humboldt University Berlin, Xiamen University en Singapore Management University, met een portefeuille bestaande uit S&P 100, BBB cap US

FIGUUR 2: MARKOWITZ-OPTIMALISATIE MET CRIX EN ZONDER CRIX



Bron: Cryptocurrency: A new investment opportunity? Singapore Management University, maart 2018.

Bonds en GSCI, wel en niet aangevuld met Bitcoin, waarbij in de portefeuille-optimalisatie rekening werd gehouden met liquiditeitsbeperkingen, kwamen min of meer dezelfde uitkomsten naar voren. Een belangrijk deel van de gunstige resultaten door het toevoegen van cryptomunten is toe te schrijven aan de lage of negatieve correlatie van de rendementen van de cryptomunten met die van andere beleggingscategorieën.

Uit een studie genaamd ‘Bitcoin volatility, stock market and investor sentiment. Are they connected?’ uit Elseviers Finance Research Letters, issue 38, werden zelfs vanuit portefeuille-optimalisatie zeer ‘gunstige’ correlaties gonteerd. De onderzoekers concludeerden dat er geen correlatie bestaat tussen Bitcoin en VIX en dat Bitcoin een eigen speculatief karakter had, waarbij cryptobeleggers hun beleggingsbeslissingen alleen namen op basis van relevante informatie – risico’s, nieuws, koerspatronen enzovoort, uit de cryptomarkt zelf.

Bij monde van portfoliomanager Jeroen Blokland laat Robeco weten dat uit onder-

zoek blijkt dat een 1%-allocatie naar Bitcoin in een goed gespreide portefeuille past. Hierbij houdt Robeco rekening met een groei van de Bitcoin-marktwaarde van \$1 naar \$3 biljoen. De 1%-allocatie is afgeleid van een ‘smart mean variance optimization framework’, waarbij 36 verschillende combinaties van Bitcoin’s risico, rendement en correlatie met andere beleggingscategorieën zijn doorgerekend. Volgens de studie van Robeco is zich in de afgelopen maanden een steeds duidelijker en nadrukkelijker verhaal gaan aftekenen dat Bitcoin een opslagplaats van waarde wordt in de vorm van digitaal goud.

Onlangs verwees voorzitter Jerome Powell van de Amerikaanse Federal Reserve naar Bitcoin als ‘in wezen een substituuat voor goud in plaats van de dollar’. Net als goud is Bitcoin schaars en duurzaam. Bovendien vertoont Bitcoin een hoge portabiliteit en is het gemakkelijk verhandelbaar en programmeerbaar. Wat het mist ten opzichte van goud, is natuurlijk een lange geschiedenis om te worden gezien als een opslagplaats van waarde, aldus Blokland. ‘Als digitaal goud heeft Bit-

coin een monetaire waarde.’ Naar de mening van Robeco is de discussie over het gebrek aan intrinsieke waarde van Bitcoin grotendeels irrelevant. ‘Net als diamanten, kunst, postzegels, goud en de Amerikaanse dollar, levert Bitcoin geen geldstromen op. Toch hebben al deze asset classes monetaire waarde en de meeste ervan worden beschouwd als een opslagplaats van waarde.’ Overigens geeft Robeco ook nog andere overwegingen om wel of niet in Bitcoins te beleggen, zoals de regelgeving (UCITS-regels beperken bijvoorbeeld de exposure naar beleggingen in één grondstof of cryptomunt) en de zorgen over het energieverbruik bij de mining ervan. ■

Bronnen:

Bitcoin volatility, stock market and investor sentiment. Are they connected? Uit Elseviers Finance Research Letters, issue 38.

Investing with cryptocurrencies - A liquidity constrained investment approach, Simon Trimborn, Mingyang Li en Wolfgang Karl Härdle, 4 mei 2018.

Cryptocurrency: A new investment opportunity? Singapore Management University, maart 2018.

Bitcoin as digital gold - a multi-asset perspective, Robeco/Jeroen Blokland, 9 april 2021.

IN HET KORT

De Bitcoin is verreweg de belangrijkste cryptomunt en maakt ongeveer de helft van de totale marktwaarde uit.

Goldman Sachs betitelde cryptomunten half mei 2021 als officiële beleggingscategorie.

Wetenschappelijk onderzoek toont aan dat het toevoegen van cryptomunten het risicorendementsprofiel van de portefeuille verbetert.

Bitcoin lijkt een opslagplaats van waarde te worden in de vorm van digitaal goud.

Redemption rights bij SPACs

Een SPAC is een beursvennootschap zonder feitelijke onderneming. Met het in de IPO van een SPAC opgehaalde kapitaal wordt gepoogd een acquisitie te doen. In het kader van een acquisitie kunnen aandeelhouders hun aandelen weer ‘terug’ verkopen aan de SPAC. Dit recht wordt ook wel het ‘redemption right’ genoemd en kan worden gezien als een ‘niet goed geld terug-garantie’.

Door *Jelmer Kalisvaart*

De ‘special purpose acquisition company’, ofwel SPAC, heeft behalve in de VS de laatste maanden ook in Europa sterk aan populariteit gewonnen. Met name aan Euronext Amsterdam zien we momenteel veel IPO's van SPACs. In dit artikel zal ik allereerst de belangrijkste kenmerken van een SPAC bespreken. Vervolgens ga ik nader in op de mogelijkheid die aan beleggers wordt geboden om de aandelen die ze bij de IPO hebben gekocht, terug te verkopen aan de SPAC, in het kader van de totstandkoming van een acquisitie.

De SPAC in een nutshell

Bij de IPO van een SPAC steken beleggers hun kapitaal in een beursvennootschap zonder werkelijke ondernemingsactiviteiten. Een dergelijke ‘lege huls’, ook wel een ‘black cheque

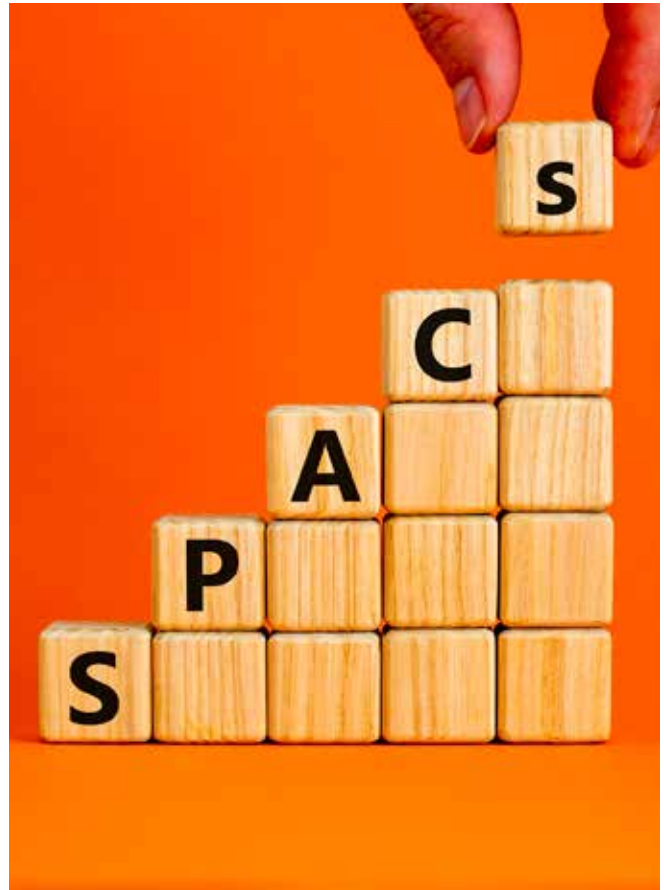
company’ genoemd, gaat vervolgens op zoek naar een target-onderneming. Omdat de door de SPAC te verwerven business nog niet bekend is, worden beleggers geacht vertrouwen te hebben in de oprichters van de SPAC.

De oprichters van een SPAC worden aangeduid als ‘sponsors’ of ‘promotors’. De reputatie, ervaring en beoogde acquisitiestrategie van de sponsors zullen beleggers moeten overtuigen hun vermogen aan de SPAC toe te vertrouwen. De sponsors zullen vervolgens de verwachtingen waar moeten maken door een ‘business combination’ (BC) tot stand te brengen. De sponsors hebben hier over het algemeen 24 maanden de tijd voor. Deze periode kan soms worden verlengd met zes maanden. De voorgenomen BC is aan aandeel-

houdersgoedkeuring onderworpen.

In het kader van hun investering in de SPAC ontvangen de beleggers een combinatie van aandelen en warrants (rechten op aandelen), die vaak gebundeld zijn in ‘units’. Deze units zijn in de eerste weken na de beursgang als zodanig verhandelbaar, maar vallen daarna ‘uiteen’ in de aandelen en de warrants waaruit ze zijn opgebouwd en kunnen vervolgens apart van elkaar op de beurs worden verhandeld. Wanneer de koers na de totstandkoming van een BC stijgt, kunnen de warrants worden geconverteerd in aandelen.

De sponsors krijgen over het algemeen geen of slechts een geringe managementvergoeding. Daar staat echter tegenover dat ze met een relatief geringe investering, bestaande uit een



Mr. Jelmer Kalisvaart

Advocaat en Shareholder,
Greenberg Traurig

combinatie van aandelen en warrants, een aanzienlijke deelneming in de SPAC kunnen verwerven wanneer ze een (succesvolle) BC tot stand brengen.

De opbrengst van de IPO wordt op een escrow-rekening gestort. Dit verzekert dat beleggers hun inleg (grotendeels) terugkrijgen wanneer er geen BC wordt gevormd en de SPAC wordt geliquideerd. Indien er wel een BC wordt gerealiseerd, komt het saldo van de escrow-rekening toe aan de SPAC en aan de aandeelhouders die gebruikmaken van hun redemption right.

Redemption rights

De beleggers wordt in het kader van de BC de mogelijkheid geboden het aan hen toegekende recht van terugverkoop (redemption right) uit te oefenen. Het redemption right komt over het algemeen niet toe aan de oprichters, de sponsors en het management van de SPAC. Het recht ziet op de (gewone) aandelen en over het algemeen niet op de warrants. Indien aandeelhouders van hun redemption right gebruikmaken, zal de SPAC de desbetreffende aandelen moeten terugkopen. Het bedrag dat de SPAC per aandeel betaalt, is gelijk aan de IPO-prijs, minus het pro rata bedrag van eventueel betaalde negatieve rente over het saldo op de escrow-rekening, dan wel verhoogd met het pro-rata bedrag aan ontvangen positieve rente over het genoemde saldo.

In het verleden kwam het redemption right enkel toe aan aandeelhouders die tegen de voorgenomen BC hadden gestemd.¹ Kortom: zag je de BC niet zitten, dan kon je je inleg terugkrijgen. In een aantal recente SPAC IPO's aan Euronext Am-

sterdam wordt echter ook aan aandeelhouders die voor de BC hebben gestemd, of hun stem hebben onthouden, de mogelijkheid geboden hun redemption right uit te oefenen rond het moment van de totstandkoming van de BC.² Het redemption right is bij deze SPACs losgekoppeld van de wijze waarop een aandeelhouder stemt over de BC. Deze verruiming van het redemption right lijkt te zijn overgevaaid uit de VS, waar de beursregels de SPAC weliswaar enkel verplichten een redemption right toe te kennen aan aandeelhouders die tegen een BC stemmen, maar waar in de praktijk het redemption right over het algemeen aan alle publieke aandeelhouders wordt verstrekt, ongeacht de wijze waarop er wordt gestemd over de BC.³ De 'niet goed, geld terug-garantie' is daarmee verruimd tot een 'geld terug-garantie'.

De mogelijke frustratie van een BC door activistische aandeelhouders is een belangrijke reden om het redemption right te verruimen. Zo kan in de vroegere situatie een BC worden gefrustreerd door aandeelhouders die onder de uitgifteprijs waren ingestapt en vervolgens tegen de BC stemden om aansluitend met hun redemption right een 'snelle' winst te realiseren. Dit 'spel' van activisten verkleint de kans op goedkeuring van de BC. Door het redemption right te verruimen, is de stem over de BC niet langer doorslaggevend en wordt het risico op arbitrerende activisten gemitigeerd.⁴ De regeling voor uitoefening van het redemption right en de technische afwikkeling worden beschreven in het prospectus dat wordt gepubliceerd in het kader van de IPO van de SPAC.

Terugbetaling aan aandeelhouders die gebruikmaken van hun redemption right komt in mindering op het saldo op de escrow-rekening en daarmee op het bedrag dat beschikbaar is voor de BC. Hier zal rekening mee moeten worden gehouden bij het aangaan van de BC-overeenkomst. Teneinde het risico op onvoldoende cash enigszins te verkleinen, kan de SPAC aanvullende equity aantrekken, meestal door middel van een zogenaamde PIPE (private investment in public equity) of met behulp van debt financiering. Wanneer een dergelijke PIPE reeds bij de IPO wordt gecommiteerd, wordt deze vastgelegd in een zogenaamde 'forward purchase agreement'.⁵ En om tot slot in de terminologie te blijven: in combinatie met een vooraf gecommiteerde PIPE zie je geregeld een zogenaamde 'bulldog provision'. Op grond van een dergelijke bepaling mogen beleggers, die alleen of gezamenlijk handelen, het redemption right maar tot een bepaald percentage (bijvoorbeeld 15%) uitoefenen. Dat geeft extra zekerheid dat er voldoende cash zal zijn als de BC wordt aangegaan.

Conclusie

Het redemption right geeft beleggers in een SPAC de mogelijkheid om in het kader van een BC uit de SPAC te stappen. Dit recht kwam in het verleden enkel toe aan aandeelhouders die tegen de beoogde BC stemden. De laatste tijd zie je een verruiming van dit redemption right. Het komt toe aan alle beleggers, ongeacht de wijze waarop zij stemmen over de BC. SPACs bieden daarmee een beleggingsopportunity met een relatief laag risico. ■

IN HET KORT

De 'special purpose acquisition company', ofwel SPAC, is recent zeer populair geworden.

Een SPAC beoogt een acquisitie te doen met het bij beursgang opgehaalde kapitaal.

Het redemption right geeft beleggers in een SPAC de mogelijkheid om bij een acquisitie uit de SPAC te stappen.

Het redemption right kan worden gezien als een 'niet goed, geld terug-garantie' dat het risicoprofiel van een SPAC verlaagt.

¹ Zie o.a. Offering Circular van Pan-European Hotel Acquisition Company N.V., d.d. 12 juni 2007 en Offering Circular van German Acquisition Limited d.d. 2 juli 2008, beide met betrekking tot hun IPO aan Euronext Amsterdam.

² Zie o.a. Prospectus van European FinTech IPO Company 1 B.V., d.d. 22 maart 2021 en Prospectus van Pegasus Acquisition Company Europe B.V., d.d. 29 april 2021.

³ Zie <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/> onder de paragraaf 'Redemption Offer'.

⁴ Zie ook Van Kessel & Lemstra, 'De SPAC (special purpose acquisition company), Ondernemingsrecht 2020/143.

⁵ Zie <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/> onder de paragraaf 'Forward Purchase' en het Prospectus van Pegasus Acquisition Company Europe B.V., d.d. 29 april 2021, p. iii.

Moonshot

Door *Hans Amesz*

De oorspronkelijke Engelse titel van dit boek, 'Mission Economy', is geïnspireerd op de missie van de Amerikaanse president John F. Kennedy om een mens heen en weer naar de maan te sturen. Wat in 1962 als doel werd gesteld, was zeven jaar later volbracht. Om de Apollo-missie uit te voeren, moesten honderden complexe problemen worden opgelost, zo legt Mariana Mazzucato uit. Sommige oplossingen werkten, vele mislukten. Ze kwamen allemaal voort uit een hecht partnership tussen overheid en bedrijfsleven: een partnership met een doel.

De landing en behouden terugkeer van de eerste mens op de maan vormt, ruim een halve eeuw later, een inspiratiebron voor econoom Mazzucato, Directeur van het UCL Institute for Innovation & Public Purpose en Hoogleraar Economics of Innovation and Public Value. Zij vindt dat de problemen van deze tijd, zoals de COVID-19-pandemie, klimaatverandering en de toenemende ongelijkheid, met hetzelfde lef te lijf moeten

worden gegaan. Mazzucato's voorstel is dat regeringen, in samenspraak met burgers, de grote uitdagingen van onze tijd definiëren en missies vaststellen om deze in samenwerking met het bedrijfsleven op te lossen. Door zich te concentreren op het doel in plaats van op de middelen, moeten de beleidsmakers ruimte creëren voor creativiteit, experimenten en samenwerking tussen sectoren.

De overheid moet het voortouw nemen, want zij is de enige organisatie die in staat is ingrijpende veranderingen te bewerkstelligen. Het vereist van ambtenaren dat zij doortastend optreden, met vertrouwen in hun vermogen om waarde te creëren. Het vergt een 'wat er ook voor nodig is'- benadering van budgettering, net als in oorlogstijd, om sociale problemen op te lossen. Een strikte focus op de economische voordelen is contraproductief. De maanmissie heeft volgens Mazzucato immers duidelijk aangetoond dat er veel zogenoemde spillover-effecten tot stand zijn gekomen door zich te concentreren op wat echt belangrijk is en niet, zoals The Guardian het formuleerde, op een of andere bekrompen vraag naar vercommercialisering (geldelijke winst) op korte termijn.



Mariana Mazzucato
Moonshot
Nieuw Amsterdam
ISBN: 9789046827406

Onze wereld nieuw denken

Door *Hans Amesz*

Maja Göpel, politiek econoom, duurzaamheidsonderzoeker en Secretaris-Generaal van de WBGU, de Duitse adviesraad voor globale veranderingen van het milieu, houdt een boeiend pleidooi voor een algehele revisie van ons economisch systeem. Vanwege de onverbiddelijk voortschrijdende klimaatcrisis en de onvermijdelijke begrenzing van natuurlijke hulpbronnen moet worden uitgegaan van een nieuw te vormen bestaansrealiteit. Want terwijl heel lang sprake was van zeer veel planeet en weinig mensen, is er vandaag de dag voor steeds meer mensen steeds minder aarde. Göpel noemt voedsel, drinkwater, huisvesting, energie en gezondheidsverzorging als vijf minimale bestaansbehoeften en juist op deze gebieden is sprake van zorgelijke situaties.

Zij vindt dat het in tijden van crisis niet zinvol is om alleen te kijken naar wat wij individueel kunnen verliezen. Daarom moeten een paar heilige koeien van het economische groeiverhaal geslacht worden: groei als middel en niet als absoluut doel, hogere prijzen voor producten die de echte kosten weerspiegelen die bij productie, transport en opslag van afval ontstaan, betere omgang met natuurlijke en eindige hulpbronnen, en, niet in de laatste plaats, een hogere belasting voor de hoogste inkomens. Zo vindt Göpel dat de 8,2 biljoen dollar die superrijken in belastingparadijzen hebben weggestopt, gebruikt moet worden voor de verbetering van scholing, huisvesting en zorg voor de allerarmsten.

Haar opvattingen sluiten nauw aan bij die van bijvoorbeeld Mariana Mazzucato en andere economen als Kate Raworth en Thomas Piketty, die ervan overtuigd zijn dat de wereld op een kantelpunt staat en er onverwijd, met name door staten, gehandeld moet worden om rampen te voorkomen.



Maja Göpel
Onze wereld nieuw denken
Pluim
ISBN: 9789083108261

Amazon Unbound

Door Joost van Mierlo

Brad Stone is een kenner van de Amazon-geschiedenis. In 2012 schreef hij al het boek 'The Everything Store', waarin de opkomst en snelle groei van het e-commercebedrijf, en vooral de obsessieve daadkracht van oprichter Jeff Bezos, werden beschreven.

Amazon was in 2012 al een flinke onderneming, maar nog niet de internetgigant van nu, negen jaar later. Stone staat stil bij de diverse nieuwe initiatieven van Amazon, waarbij vooral Amazon Web Services, de verkoop van datacentercapaciteit, veel aandacht krijgt. Maar Amazon is ook controversiëler dan negen jaar geleden. Toezichhouders zwermen om de onderneming heen en het lijkt soms een kwestie van tijd voordat de onderneming wordt opgesplitst.

Een van de grote verschillen tussen 'The Everything Store' en dit nieuwe boek 'Amazon Unbound' is dat Bezos zelf niet heeft meegewerkt aan de totstandkoming van het boek. Waar Bezos aanvankelijk geïnteresseerd bleek in het manipuleren van Stone's waarheid, heeft hij die hoop klaarblijkelijk opgegeven. Misschien komt het daardoor dat het portret van de onderneming, en van Bezos zelf, minder sympathiek oogt. Maar er zijn waarschijnlijk ook andere oorzaken. Als de David, die het establishment aanpakte, kon Amazon nu eenmaal op meer sympathie rekenen dan de Goliath waartoe het inmiddels is uitgegroeid. En er zijn nu eenmaal meer critici die bereid zijn hun gif over Amazon en Bezos te spuwen. Het blijft echter een fascinerend verhaal. De vraag is hoe het volgende deel er over acht jaar uit zal zien.



Brad Stone
Amazon Unbound
Simon & Schuster
ISBN: 9781398500976

Noise

Door Joost van Mierlo

Zoals Daniel Kahneman eerder duidelijk maakte in zijn bestseller 'Thinking, Fast and Slow', is niet alleen onze manier van denken feilbaar, maar verschillen onze manieren van feilbaar denken, feitelijk feilbaar oordelen, ook nog eens sterk van elkaar.

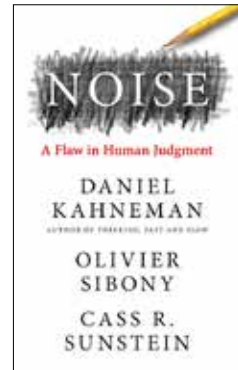
Deze tekortkoming is het onderwerp van het nieuwe boek Noise, in het Nederlands trefvend vertaald met 'Ruis'. Er zit geen consistentie in de manier waarop veel professionals oordelen over bepaalde situaties. Maar als men zich hiervan bewust is, kunnen toch veel fouten worden voorkomen.

Kahneman gebruikt samen met zijn mede-auteurs – die ogenschijnlijk vooral bedoeld zijn om wat vaart te zetten achter de publicatie, Kahneman is 87 – tal van voorbeelden om het gebrek aan consistentie in oordelen te beschrijven. Doktoren schrijven verschillende behandelmethoden voor aan dezelfde patiënt, verzekeraars oordelen ongelijk over dezelfde claim en rechters beslissen uiteenlopend over een bepaald vergrijp.

Het is niet voldoende om groepen mensen samen te brengen. Sterker nog, volgens Kahneman kan dit de 'ruis' nog verheven. Maar het helpt wel als mensen met een onafhankelijk van elkaar tot stand gekomen oordeel worden geconfronteerd. Het voorkomen van 'ruis' is dan ook lastiger dan het simpelweg bestrijden van vooroordelen, wat een belangrijk onderwerp was in het eerdere boek van Kahneman.

In 'Noise' worden tal van suggesties gedaan om het probleem van niet consistente oordelen te verminderen. Maar bij lezing krijgt men het gevoel dat het onderwerp, hoewel groot en duidelijk beschreven, niet zo eenvoudig is op te lossen.

In een interview in The Financial Times maakte Kahneman duidelijk zich bewust te zijn van het probleem. Hij was, als langzame denker, geneigd om tientallen jaren zijn tanden stuk te bijten op de heikle problemen die hij tegenkwam. Die methode zou ook de voorkeur hebben gehad van Kahneman bij het benaderen van het probleem van ruis. Maar hij is nu eenmaal 87 en heeft niet het eeuwige leven, zo verontschuldigt hij zich in het interview. Als lezers worden we daardoor gelukkig wat sneller geconfronteerd met weer een fascinerend boek.



**Daniel Kahneman,
Olivier Sibony,
Cass Sunstein**
Noise
William Collins
ISBN: 9780008308995

Locatie rekening niet bepalend voor schadeclaims

In zijn arrest van 12 mei 2021 inzake VEB/BP heeft het Hof van Justitie van de EU terecht grenzen gesteld aan de bevoegdheid van de nationale rechter in geschillen inzake beleggings schade in een internationale context.

In grensoverschrijdende geschillen betreffende verbintenissen uit onrechtmatige daad is op grond van EU-regels niet alleen de rechter van de woonplaats van de gedaagde bevoegd, maar ook de rechter van de plaats waar de schade is ingetreden. Het bepalen van deze plaats is echter niet eenvoudig in gevallen van zuiver financiële schade die het gevolg is van beleggingsbeslissingen die zijn genomen onder invloed van gebrekkige mededelingen van een internationaal opererende beursvennootschap.

Voor teleurgestelde beleggers is het aantrekkelijk om een dergelijke beursvennootschap te kunnen dagvaarden voor de rechter van hun eigen woonplaats, op de grond dat de schade zich op hun in de eigen jurisdictie aangehouden beleggingsrekening heeft gemanifesteerd. Daar staat tegenover dat een vennootschap bij toepassing van dit criterium kan worden gedagvaard voor de rechter van elke lidstaat waar een belegger een beleggingsrekening aanhoudt. Voor de vennootschap is dat weinig aantrekkelijk.

In het Universal Music-arrest van 2016 overwoog het Hof van Justitie van de EU dat bij het ontbreken van andere aanknopingspunten de plaats waar de bankrekening wordt aangehouden niet geldt als de plaats waar de schade is ingetreden als deze schade uitsluitend bestaat in een financieel verlies dat rechtstreeks intreedt op de bankrekening en het rechtstreekse gevolg is van een onrechtmatige gedraging die zich heeft voorgedaan in een andere lidstaat. Wanneer dat wel het geval zou kunnen zijn, liet het Hof in het midden. In het VEB/BP-arrest geeft het Hof wat meer duidelijkheid.

De VEB/BP-zaak betreft een procedure waarin de Vereniging voor Effectenbezitters (VEB) in 2015 namens Nederlandse beleggers BP heeft gedagvaard voor de Nederlandse rechter in verband met het doen van misleidende uitlatingen door BP rondom de olieramp met boorplatform Deepwater Horizon. Volgens de VEB zou de Nederlandse rechter bevoegd zijn omdat de schade zich zou hebben gemanifesteerd op de in Nederland gehouden beleggingsrekeningen van haar leden. De Hoge Raad heeft daarover in 2020 het oordeel gevraagd van het Hof van Justitie. Het Hof heeft dat oordeel gegeven in zijn arrest van 12 mei 2021.

Het Hof oordeelt dat het feit dat op een beleggingsrekening rechtstreeks zuiver financiële schade ontstaat die het gevolg is van beleggingsbeslissingen die zijn genomen onder invloed van wereldwijd toegankelijke maar gebrekkige informatie van een internationale beursvennootschap, geen grond is om uit hoofde van het intreden van de schade uit te gaan van de bevoegdheid van een rechter van de lidstaat waar de beleggingsrekening wordt aangehouden, wanneer die vennootschap niet onderworpen was aan wettelijke openbaarmakingsverplichtingen in die lidstaat. Doorslaggevend voor het Hof is dat het voor de vennootschap redelijkerwijs voorzienbaar moet zijn voor welke rechter zij kan worden gedagvaard.

De consequentie van dit arrest is dat beleggers niet meer in hun eigen lidstaat in het geweer kunnen komen tegen buitenlandse beursvennootschappen die geen wettelijke openbaarmakingsverplichtingen in die lidstaat hebben. Uit oogpunt van beleggersbescherming is dit geen goed nieuws. Uit oogpunt van rechtszekerheid lijkt het mij echter terecht dat het Hof een verdergaande connectie met een lidstaat vereist dan alleen het aanhouden van een beleggingsrekening. ■



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

Otto Hulst

Van CACEIS naar de Pensioenfederatie



2020
Opleiding
Pensioenrecht,
Vrije Universiteit

2014
Nederlands Recht,
Ondernemings- en
Financieel Recht,
Radboud Universiteit

1989
Geboren in Warnsveld

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

Het bevalt heel erg goed. Tijdens de eerste twee weken lag ik elke dag al om 21:00 uur in bed, doordat ik veel geleerd had en veel nieuwe indrukken opdeed. Ik heb in die tijd fijne collega's leren kennen.

U begon uw carrière bij KAS BANK. Wat heeft u daar gedaan? Wat waren uw ervaringen?

Bij KAS BANK, die later samenting met CACEIS, ben ik begonnen als Management Trainee en later werd ik Management Consultant. In die rollen gaf ik advies aan de Raad van Bestuur. In mijn functie daarna ben ik als Hoofd van Innovatie, Product Development & Management verantwoordelijk geweest voor het Innovation Lab, waar alle (nieuwe) producten en diensten van de bank werden ontwikkeld. Het was een fantastische periode, waarin veel werd samengewerkt met andere Labs. Op innovatieve manieren heb-

ben wij in een kort tijdsbestek getoetst of ideeën toekomst hadden of niet. Daardoor zijn er mooie resultaten behaald.

Daarnaast heeft u college gegeven bij Loyens & Loeff en bent u nog steeds Bestuurder van de Stichting Pensioenfonds van de KAS BANK. Kunt u heel kort aangeven welke kennis u daar heeft opgedaan?

Bij het pensioenfonds richt ik mij op het risicomanagement en alles wat raakvlakken heeft met het juridisch domein. De belangen die bij het pensioenfonds spelen, zijn wezenlijk anders dan in mijn toenmalige functie bij KAS BANK/CACEIS, waardoor ik op een heel andere manier naar een situatie kijk.

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met de Pensioenfederatie?

De Pensioenfederatie ken ik eigenlijk al heel lang. En uiteraard nog beter sinds ik bestuurder ben via de nuttige servicedocumenten en ledenmails. Maar ik ben ook al geruime tijd betrokken bij een van de kringen en bij de groep jonge pensioenfondsbestuurders.

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

De denkwijze van een bestuurder kan ik goed toepassen in mijn werkzaamheden bij de Pensioenfederatie, zodat wij output leveren die begrijpelijk en

nuttig is voor onze leden. Ook mijn innovatieve mindset en mijn kennis van nieuwe technologieën en cybersecurity kan van toegevoegde waarde zijn in de pensioensector. Diversiteit in denken en kennis zorgt ervoor dat je tot het beste resultaat komt.

Vindt u het een uitdaging om opnieuw te beginnen?

Het opnieuw beginnen, maar ook het afsluiten, is wel even wennen. Waar je normaal gesproken je laptop en je toegangspasje inlevert en gedag zegt op een borrel, was dat nu vooral de laptop dichtklappen en naar de woonkamer lopen. En starten met veel kennismakingsgesprekken via het beeldscherm is toch echt anders dan mensen fysiek ontmoeten. Gelukkig maak ik kennis met leuke collega's, dus dat maakt de start makkelijker.

Wat verwacht u als Beleidsadviseur bij de Pensioenfederatie te bereiken?

Mijn verwachting is tweeledig. Aan de ene kant kan ik de sector helpen in een periode waarin heel veel staat te veranderen. De Pensioenfederatie is een belangrijke koepelorganisatie die waardevolle informatie aan de pensioenfondsen levert en in nauw contact staat met de toezichhouders en de wetgever. De andere kant is dat ik heel veel ga leren van de sector en de politieke aspecten beter door kan krijgen.

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

Het is belangrijk dat veel jongeren bekend raken met de waarde van pensioen zoals wij dat organiseren. Het is mijn persoonlijke ambitie om dit te realiseren. In deze rol en bij deze organisatie kan ik daar nog meer aan bijdragen. ■

Caja de Groot

is benoemd als Chief Operating Officer van Auréus Group. Hiervoor werkte ze onder meer bij Stroeve & Lemberger, Effectenbank Stoeve en Citigroup.

Hellen Goorse

is aangesteld als MVB Strategie bij Stichting Pensioenfonds voor Huisartsen (SPH). Eerdere werkgevers waren MN en Triodos Bank.

Simon van Veen

is toegetreden tot het Bestuur van het Mr. Roelsefonds. Eerder werkte hij bij BNP Paribas AM, ABN AMRO AM en Rabobank.

Raoul de Groot

is benoemd tot COO van Dutch Mortgage Portfolio Management BV, waar hij al werkzaam was. Eerdere werkgevers waren ING, Robeco en Intertrust Capital Markets.

Anika Kattemölle

is aangesteld als Toezicht-houder Pensioen bij Autoriteit Financiële Markten. Ze komt over van de Pensioenfederatie, waar ze Beleidsadviseur was.

Robert-Jan Reitsma

is begonnen als Fund Manager Hypotheken bij Syntrus Achmea Real Estate & Finance. Hij komt over van ABN AMRO Hypotheken.

Pieter Dekkers

is aangesteld als Director Relationship Management Institutional Clients bij BlackRock. Hij werkte eerder bij de Rabobank, Robeco, Credit Suisse en BNP Paribas.

Ruud Ramaekers

is begonnen als Research Analyst bij Transtrend. Hij komt over van ORA Traders en werkte eerder bij Aegon AM.

Emke Bus

is aan de slag gegaan als Director Business Development, Global Relationship Group bij IFM Investors. Ze werkte eerder bij Aquila Capital, GRESB en Syntrus Achmea AM.

Jaap Jan Wildeboer

is begonnen als Portfolio Manager Capital Management & Treasury bij a.s.r. verzekeringen. Hij was daar al werkzaam.

Yaela van Raalte

is benoemd tot Hoofd Asset Research & Communication bij Van Lanschot Kempen. Eerder werkte ze onder meer bij BincBank en Insinger de Beaufort.

Edwin Schokker

is benoemd tot Uitvoerend Bestuurder Pensioenen en Risicobeheer bij SBZ Pensioen. Hij komt over van Willis Towers Watson, waar hij Actuaris en Senior Consultant was.

Nadia Pattavina

is aangesteld als Corporate Communications Officer bij PFZW. Ze komt over van Bestuurbureau PWRI. Eerdere werkgevers zijn UWV en Pensioenfonds Vervoer.

Heiko Hoogendijk

gaat bij Pensioenfonds Stap aan de slag als Manager Marketing & Verkoop. Hij werkte hiervoor bij RGA International en daarvoor als Directeur Pensioen bij Aegon.

Muhittin Elvan

is toegetreden tot het bestuur van bpf Schilders. Hij werkte eerder voor pensioenfonds Stipp, Openbare Bibliotheken, Delta Lloyd en Chemours.

**Mary Pieterse-Bloem**

is aangesteld als Head of Investment Office bij Rabobank. Ze is afkomstig van ABN AMRO Private Banking. Daarnaast is ze Professor in Financial Markets aan de Erasmus School of Economics.

Vincent Stap

is begonnen als Financial Risk Manager bij Invest-NL. Hij komt over van Triple Jump. Eerdere werkgevers waren PGGM Investments en EY.

Onno de Baan

is begonnen als Head of Business Development bij Blue Sky Group. Hij komt over van CACEIS en was daarvoor werkzaam bij Westerbrink.

Bram Vennegoor

wordt per 1 augustus Partner bij Lestrade. Hij komt over van PGGM en is tevens Lecturer en Guest Speaker bij London Business School.

Xander van den Biggelaar

is gestart als Senior Portfolio Manager Sustainable Investing bij Coöperatie VGZ. Hij komt van Coöperatie DELA en werkte eerder bij Towers Watson.

Rogier The

is benoemd tot Manager Asset Management bij KPMG. Hij komt over van Ostrica Vermogensbeheer en werkte eerder bij Ortec Finance en ING Bank.

Heleen Vaandrager

is begonnen als Partner Benefits & Pension Advisory bij Deloitte. Eerder werkte ze voor Aon, AEGON Global Pensions en Generali Employee Benefits.

Haris Lizde

is begonnen als Pensioenspecialist bij Capgemini. Hij werkte eerder als Pensioenspecialist bij PGB Pensioendiensten, SPF Beheer, Unilever Pensioenfonds, PGGM, APG en Zwitserleven.

Stefan de Kort

is benoemd tot Director IQ Depositary bij IQ-EQ. Eerdere werkgevers waren HK&P International, Northern Trust Corporation, RBC Investor Services en ABN AMRO Bank.

Michael Shousha

is begonnen als Analyst bij AF Advisors. Hij werkte eerder voor Mazar.

Yorick Groen

is benoemd als Managing Director Private Equity bij Anthos. Hij is afkomstig van PGB Pensioendiensten en werkte eerder bij MN.

Simon Heerings

is begonnen als Risico-Consultant bij Ortec Finance. Hij werkte hiervoor bij First Pensions.

Emilie Schols

is toegetreden tot de Raad van Toezicht van Pensioenfonds Mediahuis Nederland.

**Seminar Beyond ESG and Impact Investing: from nice-to-have to must-have
On SFDR, Climate-related Risks & Dilemmas in Manager Selection**

September 9th, 2021 from 12.15 p.m. until 5.30 p.m.

B-Building, Amsterdam (and online)

What is the impact of the current and upcoming EU regulation (SFDR/Taxonomy) on the sustainable and impact investing landscape going forward? How to implement the SDGs in your investment portfolio in an efficient and effective way?

How to select, appoint and monitor Investment Managers? What are the pitfalls when measuring SDGs? How to deal with contradictions within the SDGs?

Please mark your calendars and come join us at our interactive seminar on the topic 'Beyond ESG and Impact Investing: from nice-to-have to must-have' in Amsterdam (and online) on September 9th, 2021, from 12.15 until 5.30 p.m. followed by a networking reception.

Jaap van Dam, Principal Director Investment Strategy at PGGM and Chair of the VBDO, will be chairing this event.

Other keynote speakers include:

- **Melissa Brown**, Managing Director, Applied Research, Qontigo
- **Zoë du Chattel**, Supervisor Asset Management, AFM
- **Raquel Criado-Larrea**, Head of Sustainable Investments, External Manager Selection & Balanced Mandates, ASR Nederland
- **Don Gerritsen**, ESG and Sustainable Investment Specialist, PRI
- **Andrew Howard**, Global Head of Sustainable Investment, Schroders
- **Leonie Jesse**, Associate Director Sustainable Finance, KPMG Sustainability
- **Ernst de Klerk**, Director, AF Advisors
- **Rishma Moennasing**, Lead Funds & Sustainability, Rabobank Group
- **Hilde Veelaert**, CIO, Head of Equities, ACTIAM

During the afternoon, the 2nd Financial Investigator Impact Investing Award will be presented to the fund manager that has given an outstanding performance in the field of Impact Investing.

Members of the jury include:

- **Krispijn Bertoen**, Senior Advisor Responsible Investment & Impact Investment, MN
- **Raquel Criado-Larrea**, Head of Sustainable Investments, External Manager Selection & Balanced Mandates, ASR Nederland
- **Piet Klop**, Senior Advisor Responsible Investment, PGGM
- **Wouter Koelewijn**, Senior Advisor, GIIN
- **Dimple Sahni**, Managing Director Impact Funds Portfolios, Anthos Fund & Asset Management

Registration

Registration 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 and independent asset managers.

For more information on the programme and registration, go to www.financialinvestigator.nl/seminar-9-september/

Seminar sponsors:





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 CO₂-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

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. 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