

FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

LUIS IN DE PELS VAN DE MILIEUBEWEGING

Dr. Bjorn Lomborg,
Copenhagen Consensus Center

RONDE TAFEL ENERGY TRANSITION

8 experts aan het woord

NORDIC CREDITS VORMEN EEN UNIEKE BELEGGINGS- CATEGORIE

Juhamatti Pukka, Evli Fund
Management Company



RONDE TAFEL
Active & Passive
Investing



Is it okay to ask, “What do I get out of ESG?”

It's not just okay, it's imperative. ESG means many things to many people, which is why developing the right strategy has to start with understanding what it means to you.

At Natixis, ESG begins with a deep dive into your objectives, then implementing the expertise of our diverse affiliates to create a solutions-based approach to meet them.

Questions before answers. Solutions before products.

What do you want from ESG?

Start the conversation > im.natixis.com/institutional/ESG

LET'S TALK ESG

MARKETING COMMUNICATION

HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

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

RAAD VAN ADVIES

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

REDACTIERAAD

Michiel Cleij
 Hellen Goorse
 Jacqueline van Leeuwen
 Philip Menco

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Benjamin Barretaud, Elisa Bontrop, Christoph Bruguier, Vincent van Bijleveld, Gerald Cartigny, Annemieke Coldewijer, Lukas Daalder, Han Dieperink, Jacqueline Duiker, Stuart Dunbar, Peter Durante, Evalinde Eelens, Bram van Els, Jan-Paul van der Ent, Ramon Esteruelas, Martijn Euverman, Cornelia Furse, Sander van Ginkel, Huub Ten Holter, Bob Homan, Michel Iglesias del Sol, Thijs Jochems, Thomas Jonk, Thomas Kieselstein, Rik Klerkx, Piet Klop, Annette van der Krogt, Andy Langenkamp, Maurice Lemans, Paul Lewis, Karlijn van Lierop, Bjorn Lomborg, Fons Lute, Alexander Monk, Tarik Nbigui, Joost Notenboom, Gianluca Oricchio, Matt Orsagh, Michiel Pekelharing, Lucian Peppelenbos, Jan Peters, Juhamatti Pukka, Urs Ramseier, Pim Rank, Sebastiaan Ranner, Julie Rezac, Marco Rigo, Karin Roeloffs, Martijn Rozemuller, Daniëlle Schoonbrood, Robin Schouten, Graeme Sharpe, Matthew Sigel, Mariëtta Smid, Tim Soetens, Jelena Stamenkova van Rump, Amelia Tan, Dennis Thé, Eelco Ubbels, John Vail, Rudy Verstappen, Roberto Violi, Mark Voermans, Rachel Whittaker en Rob Winters

FOTOGRAFIE

Ruben Eshuis Photography
 Peter Putters
 Kees Rijken Fotografie
 Cor Salverius Fotografie

BASISONTWERP

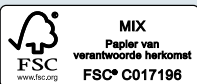
jannie.design

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 professionele 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 vervoelvuldigd, 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.

Stagflatieangst steekt de kop op

De financiële markten lijken na de grote correctie van begin dit jaar, die aanvankelijk veroorzaakt werd door de aangekondigde renteverhogingen en later door de oorlog in Oekraïne, weer wat tot rust te komen. Markten zoeken naar een nieuw evenwicht, al is het nog niet duidelijk of het om bodemvorming gaat of om een pauze in een recent in gang gezette bear market.

Op dit moment woedt een heftig debat over mogelijke stagflatie. De economische groei is door alle geopolitieke onrust flink teruggevallen tot rond de 0% in de meeste landen. Een saillant detail daarbij is dat de overspannen arbeidsmarkt in veel westerse landen het ontstaan van een recessie lijkt tegen te spreken. Sommige

economen menen zelfs dat een lagere economische groei op dit moment een zegen is voor de inflatie, de arbeidsmarkt en het klimaat.



In dit nummer besteden we volop aandacht aan klimaatverandering, het terugdringen van de uitstoot van CO₂ en de noodzakelijke energietransitie, die overall beleggingskansen creëert. Het belang van de energietransitie staat volgens de deelnemers aan een door Financial Investigator georganiseerde Ronde Tafel buiten kijf. Uitdagingen zijn er genoeg. Juiste en goed afgestemde stimulansen kunnen

ervoor zorgen dat er veel kapitaal wordt geïnvesteerd in energietransitie-oplossingen. Beleggers moeten daarbij worden ondersteund door adequate wet- en regelgeving. En daar schort het toch wel aan. Bovendien moet er niet alleen meer en massaler worden geïnvesteerd in hernieuwbare energie, maar ook breder in energiesystemen.

Klimaatverandering is een probleem, maar het betekent nu ook weer niet meteen het einde van de wereld. Met deze benadering weet Bjorn Lomborg, Directeur van het Copenhagen Consensus Center, menig milieuvrijwilliger flink op de kast te jagen. Lomborg werd lange tijd beschouwd als een wat ongreepbaar figuur, maar zijn woorden winnen intussen wel aan gezag. Ondanks zijn harde analyses beschouwt hij zichzelf geenszins als een klimaatontkenner.

In het coverinterview gaat Juhamatti Pukka, Head of Fixed Income bij Evli Fund Management Company, in op de karakteristieken van Nordic corporate bonds. Door onder meer het buy-and-hold karakter van de markt, het goeddeels ontbreken van ratings en de afwezigheid van 'hot passive money' biedt deze asset class volgens hem een extra rendement ten opzichte van vergelijkbare eurocredits.

Verder werd er tijdens een andere Ronde Tafel licht geworpen op hoe actief en passief beleggen langzamerhand met elkaar vergroeid zijn geraakt. Tijdens deze sessie bleek dat het onderscheid steeds minder duidelijk wordt. 'Een actieve investement manager moet in theorie in staat zijn om waarde toe te voegen in een minder efficiënte markt, maar de praktijk laat redelijk vaak iets anders zien. Dat opent de deur naar passief beleggen, wat duidelijke kostenvoordelen met zich meebrengt.'

Daarnaast gaan in deze editie vier bekende beleggingsexperts in op de huidige stand van zaken op de financiële markten en geven ze aan hoe zij aankijken tegen de tweede helft van dit jaar.

Ik wens u een fijne zomer toe met veel leesplezier!

Jolanda de Groot
 Hoofdredacteur

Seminar Beleggen in China en Emerging Markets voor Family Offices

Datum: 5 juli 2022
 14.15-17.30 uur

Locatie: Triodos Investment Management, Driebergen-Rijsenburg

Meer info en registratie:
<https://www.financialinvestigator.nl/semnar-05-07-2022>



Nordic credits vormen een unieke beleggingscategorie

10

COVERVERHAAL

10 **Nordic credits vormen een unieke beleggings-**
S categorie, Interview met Juhamatti Pukka,
Evli Fund Management Company

THEMA CLIMATE CHANGE & ENERGY TRANSITION

- 22 **Ronde Tafel Reducing your Carbon Footprint**
- 32 **Panelverslag ‘How to prepare your investment portfolio for a temperature rise?’**
- 36 **Beleggen in lijn met je duurzaamheidsdoelstelling,** Achmea Investment Management
- 38 **Duurzaam beleggen in Real Assets punt van aandacht voor pensioenfondsen,** Interview met Robin Schouten, Kempen Capital Management
- 40 **How climate change affects socially vulnerable communities,** Goldman Sachs Asset Management
- 42 **How to achieve net zero as soon as possible,** Interview met Amelia Tan, Legal & General Investment Management
- 44 **Panelverslag ‘The Road to Net Zero’**
- 48 **Ronde Tafel Energy Transition**

THEMA ACTIVE & PASSIVE INVESTING

78 **Ronde Tafel Active & Passive Investing**

THEMA OUTLOOK

88 **Outlook tweede helft 2022**

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

- 6 **Luis in de pels van de milieubeweging,** Portret van Dr. Bjorn Lomborg, Copenhagen Consensus Center
- 14 **Economie is geen natuurkunde,** Interview met Rik Klerkx, Cardano Nederland
- 18 **Waarom het transitie-FTK vraagt om goed risicobeheer,** Allianz Global Investors
- 60 **Innovations in SME private debt markets,** Muzinich & Co
- 62 **Private market assets: een belangrijk ingrediënt van de nieuwe assetmix,** Interview met Huub Ten Holter, Mercer
- 66 **Insights from an Insurance-Linked Securities Manager,** Twelve Capital
- 68 **Where Japan leads, others will follow,** Nikko Asset Management
- 70 **Chinese onshore convertible bonds: the hidden gem?,** UBP



6

Luis in de pels van de milieubeweging



48

Ronde Tafel Energy Transition

S Gesponsord

- 72 De wereld van digitale assets wordt steeds groter en interessanter**, Interview met Matthew Sigel, VanEck
- 74 How quant investing is changing in the digital age**, Quoniam Asset Management
- 76 The fast-moving world of data centres in Europe**, Principal Real Estate

COLUMNS

- 17 Karin Roeloffs:** Een pensioenvisioen
- 31 CFA Society VBA Netherlands:** Don't make climate promises you can't keep
- 57 Han Dieperink:** De invloed van duurzaam beleggen
- 59 Rachel Whittaker:** Wat is belangrijker: milieu of maatschappij?
- 65 Thijs Jochems:** Pensioenbestuurders leven in een cocon. Door onkunde, angst, of beide?
- 87 IVBN:** Een nieuwe gereedschapskist voor de woningmarkt
- 91 Andy Langenkamp:** Koude Oorlog met een twist
- 94 Pim Rank:** Wet open overheid: Sesam, open u!

RUBRIEKEN

- 4** Kort nieuws
- 92** Boeken
- 95** On the move special: **Bram van Els**
- 96** On the move kort

EVENTS KALENDER

Ronde Tafels komende periode:

- 1 juli:** ESG Integration
- 5 september:** Green Bonds
- 23 september:** Beleggen onder het Nieuwe Pensioenstelsel
- 3 oktober:** Where to find yield in Private Debt Markets?
- 3 november:** Sustainable ETFs

Seminars komende periode:

- 5 juli:** Investing in China & Emerging Markets voor Family Offices
- 4 oktober:** Investment Opportunities voor verzekeraars
- 31 oktober:** The Road to Net Zero voor Pensioenfondsen
- 10 november:** How to position your portfolio for 2023?
- 17 november:** Investing in Private Markets voor Family Offices



Panelverslag
'The Road to Net Zero'



22
Ronde Tafel Reducing your Carbon Footprint

PGIM

Crypto's horen niet in institutionele portefeuille

De recente crash op de cryptomarkten bewijst dat cryptovaluta's een slechte keuze zijn voor langetermijnbeleggers, stelt PGIM. Directe beleggingen in cryptovaluta's bieden institutionele beleggers weinig voordelen, terwijl ze aanzienlijke volatiliteit en risico's met zich meebrengen, meent de vermogensbeheerder.

'Als langetermijnbelegger en fiduciair manager toetsen wij beleggingsmogelijkheden op drie criteria, voordat we deze opnemen in onze portefeuilles. Ten eerste moeten ze een duidelijk regelgevingskader hebben, ten tweede moeten ze een effectieve store of value zijn en tot slot moeten ze een voorspelbare correlatie hebben met andere beleggingscategorieën', zegt PGIM CEO David Hunt. 'Cryptovaluta's voldoen momenteel aan geen van deze drie criteria. Het is veel meer een gok dan een investering.'

PGIM's nieuwste Megatrends-paper 'Cryptocurrency Investing: Powerful Diversifier or Portfolio Kryptonite?' kijkt naar de meest voorkomende pro-crypto argumenten en komt met drie tegenargumenten.

- Cryptomunten blijken geen effectieve hedge tegen inflatie. In 2021 bewoog de prijs van Bitcoin en andere cryptovaluta's slechts korte tijd mee met de inflatie, alvorens sterk te dalen. Goud daarentegen heeft sinds de jaren zeventig aangetoond dat het een effectieve en betrouwbare inflatiehedge kan zijn.
- Bitcoin is geen effectieve safehaven. De belangrijkste cryptovaluta was geen stabiliserende kracht in het begin van 2020, toen de wereldwijde aandelenkoersen in een neerwaartse spiraal terechtkwamen als gevolg van wereldwijde lockdowns door COVID-19. Het hield veel minder van zijn waarde vast dan conventionele safehavens.

- Cryptomunten botsen met ESG-doelstellingen. Een enkele transactie op de Bitcoin-blockchain staat gelijk aan 2 miljoen transacties op het Visa-netwerk. Het verbruikt ruwweg dezelfde energie die nodig is om een gemiddeld Amerikaans huishouden gedurende meer dan twee maanden van stroom te voorzien. Daarnaast, vanuit bestuurlijk oogpunt, maakt de anonimiteit en de moeilijkheid om de identiteit van eigenaars te achterhalen het bij uitstek een ruilmiddel voor illegale activiteiten.

'De grote hype is rond de cryptomunten zelf, maar het is de onderliggende technologie waar wij de meest interessante beleggingskansen zien', zegt Taimur Hyat, Chief Operating Officer voor PGIM. 'Het oude principe dat als er een goudkoorts is, je moet investeren in schoppen en pikhouwelen, is ook nu van toepassing.'

DE PRIORITEITEN VAN

Martijn Euverman

1 Onze klanten staan bovenaan. Als zij onze toegevoegde waarde zien, dan hebben wij bestaansrecht.

2 De beste willen zijn betekent ook de beste mensen aan ons binden. Dat lukt ons tot op heden goed.

3 Lol in het werk is een perfecte graadmeter voor succes. We vinden wat we doen echt leuk en dat mes snijdt aan twee kanten. We zijn supergemotiveerd om onze klanten te helpen én slagen erin de beste mensen aan ons te binden.



Martijn Euverman is al 15 jaar Partner bij Sprenkels & Verschuren. In die tijd is de organisatie organisch gegroeid naar ongeveer 75 professionals. Sprenkels & Verschuren vindt zichzelf anders dan andere adviesbureaus: 'Wij leggen focus in onze dienstverlening en doen dus niet alles. Onze aanpak is recht op het doel af, geen dikke rapporten voor in de la.'

Nedlloyd Pensioenfonds kiest voor Blue Sky Group

Na een zorgvuldig aanbestedingsproces heeft het bestuur van Nedlloyd Pensioenfonds besloten om per 1 januari 2023 de pensioenuitvoering bij Blue Sky Group onder te brengen. Nedlloyd Pensioenfonds beheert de pensioenen voor gewezen deelnemers en pensioengerechtigden die werkten bij een van de ondernemingen die tot de voormalige Koninklijke Nedlloyd/Maersk behoorden.

ABN AMRO MEESPIERSON

Geen recessie verwacht, maar risico's vragen om gebalanceerde portefeuille

Hoewel de neerwaartse risico's aanzienlijk zijn, verwacht ABN AMRO MeesPierson in haar halfjaarlijkse Beleggingsstrategie, getiteld 'Het juiste evenwicht', dat de wereld-economie in de tweede helft van 2022 het hoofd boven water zal kunnen houden.

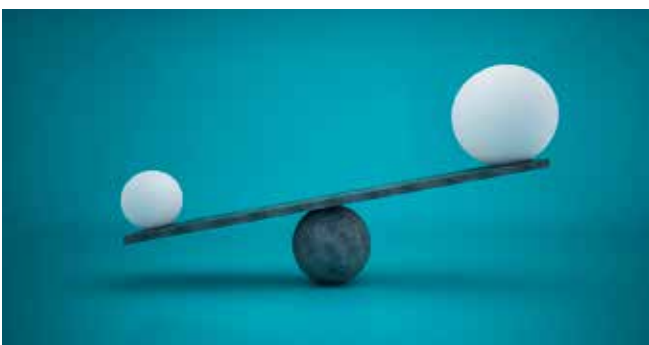
'Door de oorlog in Oekraïne zijn de problemen aan de aanbodzijde verergerd en de inflatievooruitzichten verslechterd', zegt Ralph Wessels, Hoofd Beleggingsstrategie van ABN AMRO MeesPierson. 'Centrale banken maken daarom meer vaart met renteverhogingen. De vraag is of er een recessie voor de deur staat. Ondanks de risico's denken wij dat een recessie voorlopig vermeden kan worden. De economie plukt namelijk nog steeds de vruchten van de inhaalslag die gemaakt wordt na de COVID-19-pandemie.'

ABN AMRO MeesPierson stelt dat het zaak is het juiste evenwicht te vinden tussen positieve factoren en risico's. Daar past volgens de bank een defensievere aandelenpositionering bij.

Op regioniveau geeft de private bank de voorkeur aan aandelen uit de VS boven Europese aandelen. De oorlog in Oekraïne kan een drukkend effect hebben op de economische vooruitzichten van Europa, terwijl de Amerikaanse economie daar waarschijnlijk minder door geraakt wordt. Op sectorniveau krijgen de defensievere gezondheidszorg, de laat-cyclische basismaterialen en financiële instellingen de voorkeur.

De oplopende rente heeft in de afgelopen maanden geresulteerd in lagere obligatiekoersen. Tegelijkertijd zijn obligaties door de hogere rente aantrekkelijker geworden. Wessels: 'Bij de huidige rentes worden staatsobligaties interessanter en kunnen zij hun bufferfunctie weer gaan vervullen in tijden van hogere marktvolatiliteit. Onze visie op hoger renderende obligaties, zoals high-yield bedrijfspapier en EMD, is nog altijd licht positief.'

Voor wat betreft de olie- en gasprijzen wijst ABN AMRO MeesPierson op de mogelijke effecten van de sancties tegen Rusland. Voor olie en gas kan schaarste de komende tijd resulteren in hogere prijzen, zo is de verwachting.



FOTO'S: SHUTTERSTOCK



Meeste verzekeraars doen onvoldoende voor biodiversiteit

Zes van de negen grootste verzekeraars in Nederland hebben een te beperkt biodiversiteitsbeleid, ondanks dat ze zich ervan bewust zijn dat biodiversiteitsverlies een financieel risico is. Dat blijkt uit onderzoek van de Eerlijke Verzekeringwijzer in samenwerking met de International Union for Conservation of Nature National Committee of The Netherlands (IUCN NL).

De negen onderzochte verzekeraars beleggen samen voor minimaal 3,5 miljard dollar in vijftien bedrijven die monoculturen, oftewel grootschalige industriële voedselproducties van één gewas of dier, in stand houden en uitbreiden. Momenteel lopen Athora Netherlands en ASR volgens het onderzoek aan kop op het gebied van biodiversiteit, mede door hun beleid om actief te investeren in bedrijven en projecten die zich richten op het herstel van de natuur. Ook Achmea doet het relatief goed. CZ en NN Group scoren duidelijk minder goed, maar wel veel beter dan achterblijvers Aegon, VGZ, Menzis en de Duitse verzekeraar Allianz.

Maxime Eiselin, Senior Expert Nature-Based Solutions van IUCN NL: 'Verzekeraars kunnen een sleutelrol vervullen in het behoud en herstel van biodiversiteit. Met hun investeringen kunnen ze kiezen voor positieve of negatieve impact. Een risico-lens voor schadelijke investeringen is niet meer voldoende. De toegevoegde maatschappelijke rol van verzekeraars wordt steeds meer leidend. Dit betekent dat zij doelen moeten stellen om bij te dragen aan een natuurinclusieve economie en actief hun investeringen moeten aanpassen om deze doelen te behalen.'

Luis in de pels van de milieubeweging

‘Klimaatverandering is een probleem, maar het betekent nu ook weer niet meteen het einde van de wereld.’ Met deze relativerende benadering weet de Deense wetenschapper Bjorn Lomborg milieuactivisten het bloed onder de nagels vandaan te halen. Maar zijn woorden winnen intussen wel aan gezag.

Door Joost van Mierlo

Bjorn Lomborg heeft in Denemarken een relatief kleine thuisbasis, maar zijn maandelijkse columns verschijnen overal ter wereld. Werkelijk miljoenen lezers worden deelgenoot gemaakt van de doorwrochte scepsis die Lomborg met hen deelt over een in zijn ogen onhaalbare klimaatdoelstelling hier of een onzinnig klimaatinitiatief daar.

Scepsis is onderdeel van Lomborgs levenshouding. En enig fanatisme is hem niet vreemd. Sinds zijn elfde eet hij geen vlees en als tiener was hij al actief voor Greenpeace. Maar verwacht van Lomborg geen zoetsappige morele betogen over de zegeningen van het vegetarische eten. In ieder geval niet als het gaat om klimaatverandering. Door geen vlees te eten, reduceer je je persoonlijke CO₂-uitstoot met 2%, zo heeft hij berekend. Dat kun je volgens Lomborg echter ook bereiken door jaarlijks anderhalve dollar te besteden aan het opkopen van emissierechten via een van de handelssystemen die er wereldwijd zijn.

Lomborg studeerde Politicologie, maar was niet al te enthousiast. ‘Ik ging er indertijd van uit dat ik de leer-schou van Plato zou betreden’, zo vertelt hij in een inter-vieu met het blad *New Statesman*, ‘maar het had meer iets weg van een fabriek waar worsten werden geprodu-ceerd.’ Met zijn keuze voor het milieuvraagstuk volgde hij niet alleen zijn Green-peace-hart, maar had hij in de jaren tachtig in ieder geval het gevoel een afwij-kende keuze te maken.

Het afwijken is gebleven. Voor zijn doctoraalstudie specialiseerde Lomborg zich in Statistiek. Hoewel hij in de loop der jaren veelvuldig is aangevallen

op zijn gebruik (misbruik) van hem goed uitkomende gegevens, ligt de waarschijnlijkheidsleer binnen de statis-tische wetenschap aan het fundament van de talloze spraakmakende boeken en de eindeloze reeks artikelen die hij in de loop der jaren heeft geschreven. Hij boort ieder doemscenario de grond in door de onwaarschijn-lijkheid ervan te benadrukken.

Lomborg is lange tijd beschouwd als een wat ongrijpbaar figuur. Hij is geen klimaatontkenner, iets dat hij in al zijn voordrachten onmiddellijk benadrukt. De aarde wordt warmer en dat is veroorzaakt door menselijk gedrag, zal Lomborg onmiddellijk zeggen. Om te vervolgen dat dat een probleem is, maar geen ramp. Paniek zaaien is wat hem betreft niet aan de orde. Mensen hebben altijd te maken gehad met problemen en lossen ze ook altijd weer op. Dat ze daarmee weer andere problemen veroorzaken, spreekt volgens Lomborg voor zich.

Het gaat er volgens hem om prioriteiten te stellen en deze rustig en rationeel tegen elkaar af te wegen. Dit was al zijn boodschap bij zijn eerste succesvolle boek ‘The Skeptical Environmentalist’, waarvan de Engelse verta-ling in 2001 verscheen. De meeste milieuactivisten zijn overdreven pessimistisch, stelt hij daarin. Maar omdat ze een krachtige lobby hebben, is hun invloed groot. Dat leidt tot verkeerde politieke afwegingen.

‘De aarde wordt warmer en dat is veroorzaakt door menselijk gedrag. Dat is een probleem, maar geen ramp.’

Een kosten-batenanalyse is nooit ver weg als Lomborg spreekt. Het is die analyse die volgens hem totaal ontbreekt bij de diverse klimaatakkoorden die in de afgelopen decennia zijn getekend. Natuurlijk is het mogelijk om een CO₂-neutrale status te bereiken. Maar de kosten wegen in

CV

Bjorn Lomborg



Bjorn Lomborg werd in 1965 geboren in Kopenhagen. Hij studeerde aan de University of Georgia en behaalde zijn doctoraal Politieke Wetenschappen in het Deense Aarhus, waarna hij, ook in Politieke Wetenschappen, in 1994 promoveerde aan de Universiteit van Kopenhagen. Hij kreeg in 2001 wereldwijde bekendheid met zijn boek *The Skeptical Environmentalist*. Lomborg richtte in 2002 het Copenhagen Consensus Center op, waar hij nog altijd Directeur is.

zijn ogen bij lange na niet op tegen de voordelen die worden bereikt.

In zijn laatste boek 'False Alarm' uit 2020, maakt Lomborg een vergelijking tussen het bereiken van klimaatneutraalheid – oftewel geen netto uitstoot van CO₂ – en het aantal doden in het verkeer. 'Als je aan een wetenschapper vraagt of het mogelijk is om het aantal verkeersdoden tot nul te reduceren, zal hij bijvoorbeeld voorstellen om de maximumsnelheid tot vijf kilometer per uur te beperken. Daarmee is het probleem van de verkeersdoden opgelost, maar de maatschappelijke kosten zijn extreem en het is een maatregel die dan ook nooit zal worden geaccepteerd.'

Het vraagstuk met betrekking tot de maatschappelijke kosten speelde de afgelopen jaren al. Voordat de wereld werd opgeschrikt door de COVID-19-pandemie, speelde de Franse president Emmanuel Macron met de gedachte om een benzine-accijns in te voeren. Die moest hij al snel intrekken toen grote delen van de bevolking niet bereid waren deze te betalen.

Lomborg citeert graag een Amerikaanse studie waaruit zou blijken dat de gemiddelde Amerikaan bereid is om jaarlijks 24 dollar te betalen om klimaatverandering tegen te gaan. Dat staat nogal in contrast met de door Lomborg becijferde kosten van gemiddeld 50.000 dollar per jaar om de in Glasgow herhaalde beloften van een maximale klimaatverhoging van 1,5 graad te bereiken.

De bevindingen van Lomborg worden niet klakkeloos geaccepteerd. Hoewel Lomborg stevast verwijst

naar respectabele data van de Verenigde Naties of van Nobelprijswinnaars, wordt hem ook verweten dat hij alleen informatie gebruikt die hem goed uitkomt.

Die kritiek begon al met 'The Skeptical Environmentalist', waarvan het 'wetenschappelijk' karakter werd betwist en aanvankelijk door Deens overheidsonderzoek werd neergesabeld. De kritiek werd later verzacht door te stellen dat het onderzoek van Lomborg niet onder de noemer van een bepaalde wetenschap kon worden geschoven.

Een van de meest controversiële claims van Lomborg is dat er zoiets bestaat als een 'optimaal niveau van klimaatverhoging'. Op basis van een kosten-batenanalyse komt Lomborg in 'False Alarm' tot de conclusie dat er gestreefd moet worden naar een klimaatverhoging van 3,75 graden Celsius tegen het einde van deze eeuw. Dat is aanzienlijk meer dan de doelstelling van de Verenigde Naties en de Klimaatakkoorden van Parijs en Glasgow dat de opwarming van de aarde beperkt moet worden tot 1,5 graad.

Lomborg stelt dat dit streven nodeloos en onacceptabel duur is. Maar de studies waar hij zijn berekeningen op baseert, zijn volgens critici, zoals Bob Ward, Directeur van het Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment aan de London School of Economics, te categoriseren als 'cherry-picking', of al achterhaald op het moment van publicatie.

Lomborg doorstaat alle stormen. Zijn artikelen en inzichten winnen nog altijd aan populariteit. Dat is mede het gevolg van de stevige steun die hij krijgt van machtige figuren zoals mediamagnaat Rupert Murdoch. De maande- >

**'First things first
en armoede is
een urgenter
maatschappelijk
probleem dan
klimaatverandering.'**

‘Het is onmogelijk om in toekomstscenario’s rekening te houden met factoren als innovatief vermogen. Maar om het uit te sluiten, is ook onzinnig.’

lijke columns van Lomborg verschijnen onder andere in Murdoch’s kranten The Wall Street Journal en The Australian.

Het is overigens niet zo dat er volgens Lomborg niets gedaan moet worden aan de klimaatverandering. Hij is een enthousiast voorstander van het subsidiëren van zonnepanelen en er kan wat hem betreft niet genoeg geld geïnvesteerd worden in de verbetering van de opslag van duurzame elektriciteit in accu’s.

Maar intussen is het wat hem betreft veel verstandiger om aandacht te besteden aan concrete problemen zoals armoede. Nog los van de humanitaire nood is armoede volgens Lomborg immers ook een van de belangrijkste oorzaken van klimaatverandering. Het koken op een fornuis dat gestookt wordt op mest is immers nog veel vervuilerder dan een kolencentrale.

De aandacht voor armoede zorgt er ook voor dat Lomborg met heel andere ogen de recente geschiedenis beschouwt. Waar de meeste klimaatdeskundigen met bezorgde blik naar het gebruik van kolencentrales in China kijken, waarvan de snelle groei de belangrijkste reden is dat China nu het land is dat de meeste CO₂ ter wereld uitstoot, wijst Lomborg op de bijna 700 miljoen Chinezen die de afgelopen decennia onder de armoedegrens vandaan zijn gekropen.

Het zou volgens Lomborg belachelijk zijn om Afrika, de volgende grote horde als het gaat om armoedebestrijding, de mogelijkheid op economische groei te ontzeggen door hen te dwingen gebruik te maken van peperdure en minder betrouwbare duurzame energie.

First things first, lijkt Lomborg te zeggen, en armoede is een urgenter maatschappelijk probleem dan klimaatverandering. In plaats van het eindeloos pompen van geld in het reduceren van de CO₂-uitstoot, stelt Lomborg dat er juist meer geld moet worden vrijgemaakt om de economische groei van vooral ontwikkelingslanden te stimuleren.

In het gebruik van cijfers blijft Lomborg een meester. Zo houdt hij wie het maar horen wil voor dat westerse landen tegen het einde van deze eeuw 450% rijker zullen zijn dan op dit moment. Als er niets zou worden gedaan aan het klimaat, zou die economische groei enkele tientallen procenten lager uitkomen.

Maar er wordt niet niets gedaan. Tenminste, niet als het aan Lomborg ligt. Mensen zullen de klimaatverandering vertragen door nu nog ondenkbare nieuwe technieken. En in

de tussentijd zal van alles worden gedaan om de grootste problemen het hoofd te bieden.

In de verhalen over rampspoeden die het hoofd zullen worden geboden, speelt ook Nederland stevast een rol. Volgens milieuactivisten zou ons land, dat immers voor een belangrijk deel onder de zeespiegel ligt, al eeuwen geleden onder water zijn gelopen. Het feit dat dit niet is gebeurd, komt door menselijk vernuft. Dit menselijk vernuft zorgt er ook voor dat in kwetsbare landen als Bangladesh nu minder doden vallen als gevolg van overstromingen dan vijftig jaar geleden.

Het is, zo snapt ook Lomborg, onmogelijk om in toekomstscenario’s rekening te houden met factoren als innovatief vermogen. Maar om het uit te sluiten, is ook onzinnig. Het zorgt in ieder geval voor een aanhoudende woordenstrijd. Zijn tegenstanders betichten hem van onzinnig optimisme, hij hen van onnodig pessimisme.

De discussie gaat door en Lomborg blijft argumenten verzamelen die zijn zienswijze onderschrijven. De afgelopen maanden heeft hij bijvoorbeeld een relatie gelegd tussen de milieubeweging en de inval van Rusland in Oekraïne.

In plaats van afhankelijk te worden van Russische olie en gas, hadden Europese landen er volgens Lomborg beter aan gedaan om, net als de Verenigde Staten, de beschikbare hoeveelheid schaliegas onder eigen bodem te ontwikkelen. En de Duitse beslissing om kernenergie af te schaffen, als gevolg waarvan meer Russisch gas moest worden geïmporteerd, kan, aldus Lomborg, niet los worden gezien van het menselijke drama in Oekraïne.

Lomborg blijft overtuigd van zijn eigen gelijk. Naarmate de kosten van het bestrijden van klimaatverandering stijgen, zal het verzet ertegen groeien, blijft hij benadrukken. En die kritiek zal betekenen dat de verantwoording voor het maken van die kosten belangrijker wordt. Dat leidt er volgens Lomborg toe dat steeds nadrukkelijker zal worden gevraagd of de kosten wel opwegen tegen de baten. En dat is nu juist de discussie die volgens Lomborg moet worden gevoerd. ■



HET TIJDPERK VAN TRANSFORMATIE

De wereld heeft de afgelopen jaren een enorme omwenteling doorgemaakt. Afgezien van de pandemie, hebben verschillende invloedrijke megatrends de normen van hoe we werken en leven op de proef gesteld. Sommige van deze veranderingen werden aangewakkerd door technologische innovaties, andere zoals klimaatverandering, worden gedreven door het milieu zelf.

De trends die deze transformatie aandrijven zijn niet nieuw, maar de pandemie heeft de snelheid van transformatie wel versneld. Hoewel veranderingen op de korte termijn meteen een grote invloed blijven uitoefenen, worden ze ondersteund door structurele veranderingen op de langere termijn die een veel langdurigere impact zullen hebben, met name voor beleggers. We noemen dit het tijdperk van transformatie.

De kansen van verandering benutten

De komende decennia zullen worden gedefinieerd als een tijdperk van verandering, en deze veranderingen leiden onvermijdelijk tot beleggingsmogelijkheden. Een groot deel van de vereiste transformatie zal resulteren in innovatie met het potentieel om positieve veranderingen in economieën, sectoren en culturen teweeg te brengen. De overstap op schonere vormen van vervoer zal de vervuiling helpen verminderen; onze huizen en steden zullen in toenemende mate gebruikmaken van slimme technologie; en voedsel zal ook door wetenschappers worden geproduceerd in plaats van alleen door boeren.

Onderzoek naar overmorgen

Vanuit beleggersoogpunt is er een groeiende behoefte om deze transformatie trends te identificeren. We kunnen niet

langer vertrouwen op de status-quo voor beleggingsmogelijkheden, maar moeten ons afvragen wat de ontwikkelingsrichting is van industrieën en de bredere impact van deze veranderingen. De antwoorden zullen kansen bieden die vandaag misschien nog onvoorstelbaar zijn.

Een open-minded onderzoeksapproach

In een omgeving waar heel weinig onveranderd zal blijven, hebben beleggers hulp nodig om de gevolgen van deze transformatie te begrijpen en de kansen te identificeren. Bij BNP Paribas Asset Management willen we die hulp bieden. Onze onbevooroordeelde, openminded onderzoeksapproach stelt de uitdagende vragen, evalueert alle opties en zoekt waar mogelijk naar antwoorden. Wij geloven dat een onderzoekende houding beleggers kan helpen de vele kansen in dit tijdperk van transformatie te trachten te benutten.

Energietransitie: meer dan praten alleen?



Agritech: de kiem van disruptie zaaien



Globalisering: de versnelling van digitaal



Het is vandaag de dag belangrijker dan ooit om naar deze thema's te kijken en beleggingsmogelijkheden te identificeren die duurzaam rendement op lange termijn kunnen opleveren.

Ga voor meer informatie over hoe we onderzoeken voordat we beleggen en ons aanbod van beschikbare thematische fondsen naar

www.investigator.bnpparibas-am.com/en



**BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT**



Nordic credits vormen een unieke beleggingscategorie

Door onder andere het buy-and-hold karakter van de markt, het goeddeels ontbreken van ratings en de afwezigheid van ‘hot passive money’ bieden Nordic corporate bonds een extra yield van tussen de 50 en 150 basispunten ten opzichte van vergelijkbare eurocredits.

Volgens Juhamatti Pukka, Head Of Fixed Income bij Evli Fund Management Company, maakt een integrale regiobenadering Nordic bonds extra speciaal.

Door Harry Geels Fotografie Kees Rijken

Waarom zouden beleggers geïnteresseerd moeten zijn in Nordic corporate bonds?

‘Het is een unieke beleggingscategorie. Meer dan de helft van de bedrijven uit de Nordics heeft geen rating, waardoor lokale expertise noodzakelijk is. Er zijn veel obligaties uit het ‘cross-over’ segment (met ratings BBB en BB) die doorgaans een hoger risicocorrigeerd rendement bieden ten opzichte van vergelijkbare euro-obligaties. Het gaat ook om vier landen waarvoor geen benchmarks bestaan, wat betekent dat er geen ‘hot money’ van passieve beleggers is. De markt wordt vooral gedomineerd door lokale ‘buy-and-hold’ beleggers. Daarom is de volatiliteit ook relatief laag.

Nordic bonds bieden ‘excess yields’ van tussen de 50 en 150 basispunten versus euro-bedrijfsobligaties. De bruto yield-to-maturity van onze beleggingsportefeuille bedraagt per eind mei 3,57%, gehedged naar euro's. Daarmee is de huidige spread versus euro investment grade relatief groot en ook groter dan voor de COVID-19-crisis. Het is verder interessant dat de lokale valutamarkten Noorwegen en Zweden voornamelijk bestaan uit floating-rate notes. De gemiddelde duration ligt daarom beduidend lager dan die van een Europese bedrijfsobligatiebenchmark.’

Waarom bieden Nordic bonds een extra rendement?

‘Doordat veel bedrijven geen rating hebben, moet er huiswerk worden gedaan. Er moet tijd worden besteed aan een goede fundamentele analyse van de bedrijven en daar staat een premie tegenover. Verder bestaat de markt voor

een relatief groot deel uit het cross-over segment, waarvoor in het algemeen, dus niet alleen bij Nordic bonds, een premie wordt betaald. We spreken ook wel van de ‘cross-over anomaly’, die waarschijnlijk voortkomt uit het feit dat diverse institutionele beleggers in dit deel van de markt niet kunnen beleggen. Dat komt doordat er geen sprake is van puur investment grade of high yield, waardoor het eigenlijk een soort inefficiënt niemandsland is, waar actief beheer veel waarde kan toevoegen.

Voor ons ligt in het cross-over segment het optimale ‘point of credit risk’. Het is tevens een voordeel dat er geen ‘hot money’ van passieve beleggers is, omdat, zoals gezegd, benchmarks ontbreken. En de laatste tien jaar is er ook beduidend minder hot money van de ECB geweest. De Noorse en Zweedse obligatiemarkt vallen namelijk buiten het opkoopprogramma van de Europese centrale bank. Het is tot slot interessant te melden dat de ‘default rates’ in de Nordics erg beperkt zijn.

Verder hebben wij samen met Van Stuijvenberg Financial Services gekeken naar het effect op het verwachte rendement, het vereiste eigen vermogen en het solvabiliteitsrisico, oftewel de beleggingen versus de verplichtingen op basis van de UFR-waarderingsmethodiek van DNB. Het blijkt dat een allocatie naar Nordic bonds voor een gemiddeld Nederlands pensioenfonds een verbetering van het rendement op het vereist eigen vermogen alsmede een verbetering in de verhouding tussen verwacht rendement en solvabiliteitsrisico geeft. De uiteindelijke impact op >

‘Veel ondernemingen in de Nordics doen moeite om de markt van goede informatie te voorzien. Zelfs niet-beursgenoteerde bedrijven zijn hier royaal in hun informatieverstrekking.’

fondsniveau hangt natuurlijk af van de funding.’

Waarom hebben veel ondernemingen in de Nordics geen ‘credit rating’? En zijn er wel genoeg transparante data van de bedrijven zonder rating?

‘Dit heeft een lange historie. De bedrijfsobligatiemarkt van de Nordics is eigenlijk gebouwd bovenop de aandelenmarkt. Bedrijven financierden zich hier vroeger middels aandelen en bankleningen. De laatste twintig jaar zijn de bankleningen deels vervangen door publieke bedrijfsobligaties. De meeste beleggers in zowel de aandelen- als obligatiemarkten zijn hier institutionele beleggers en vermogensbeheerders met een langetermijnhorizon. Deze beleggers kennen de ondernemingen doorgaans goed. Er is eigenlijk nooit een grote behoefte geweest aan relatief dure credit ratings. Het is vooral voor de kleinere bedrijven een afweging tussen de relatief hoge ratingkosten en de eventueel daarbij horende rentekosten. Nu diverse grote bedrijven in de Nordics steeds internationaler opereren en regelmatig ook grote emissies van bedrijfsobligaties van bijvoorbeeld boven de € 500 miljoen doen, zien we wel dat steeds meer van deze bedrijven ratings krijgen. Maar nog altijd is 35% van de totale marktkapitalisatie van de Nordic bonds-markt ‘non-rated’.

We denken ook dat het grootste deel van de extra spread van tussen de 50 en 150 basispunten van dit segment van de markt komt. Een deel van de spread komt verder voort uit de eerder besproken cross-over anomalie. Maximaal 25 basispunten ‘spread pickup’ kan tot slot aan een illiquiditeitspremie worden toegeschreven. Overigens is de Nordic bond-markt naar onze inschatting relatief gezien niet meer illiquide dan de euro-obligatiemarkt. Op het hoogtepunt van de COVID-19-crisis zagen we bijvoorbeeld Nordic bonds relatief geen hogere spreads krijgen. De obligaties waren hier net zo goed te verhandelen als die in de rest van Europa. En wat betreft de data: ja, er zijn genoeg analisten die hier de aandelen van de bedrijven volgen. We zien ook dat veel ondernemingen in de Nordics moeite doen om de markt van goede informatie te voorzien, bovenop de noodzakelijke kwartaalcijfers. Zelfs niet-beursgenoteerde bedrijven zijn hier royaal in

hun informatieverstrekking. Kwaliteit en transparantie van data staan in onze regio waarschijnlijk hoog in het vaandel.’

Is de Nordic bond-markt groot genoeg om goed gediversifieerde portefeuilles mee te bouwen?

‘Ja, het is een redelijk grote en gediversifieerde markt. Eind 2021 was de marktkapitalisatie, exclusief financials, € 290 miljard. Ter vergelijking: de euro high yield- en de euro investment grade-markt hebben respectievelijk zo’n € 390 miljard en € 1.815 miljard aan marktwaarden. Er zijn meer dan 500 emittenten, vergelijkbaar met de aantallen op de Europese investment grade- en high yield-markten. De Nordic bonds-markt groeit ook nog altijd. De marktwaarde in 2015 bedroeg € 192 miljard en nu dus meer dan € 290 miljard.

Ook het aantal emissies is in deze periode gegroeid van 430 naar 525. Verder is de diversiteit prima, ook in de verschillende sectoren. Grote issues met meer dan € 250 miljoen aan waarde maken ongeveer 60% van de markt uit, ‘mid-size’ issues van € 100 tot € 250 miljoen ongeveer 20%, overheidsobligaties en obligaties van financials buiten beschouwing latend. En er is voldoende keuze in looptijden, hoewel het merendeel van de beschikbare obligaties resterende looptijden van tussen de één en de drie jaar heeft. Er is tot slot ook nog diversificatie in valuta’s mogelijk, munten uit vier landen met duidelijk verschillende economieën.’

Er zijn nog altijd vier valuta’s. Wat betekent het valutarisico voor jullie?

‘Het heeft een diversificatie-effect. Voor de duidelijkheid: we doen niet aan tactische valuta-allocation. We hedgen het valutarisico naar euro’s. Valuta’s zijn lastig te voorspellen en onze institutionele klanten willen het valutarisico ook niet dragen. We zijn bovendien fundamentele bottom-up beleggers, dus zelfs als we het valutarisico bewust zouden willen lopen, dan is dat het resultaat van onze selectie en geen top-downbeslissing. Niettemin zijn de vier markten wel zodanig verschillend, vanuit sectoraal, economisch en monetair perspectief, dat ze tezamen een interessante combinatie vormen die over de verschillende kredietcycli een stabiel rendement geven.

CV

Juhamatti Pukka

Juhamatti Pukka is Head of Fixed Income bij Evli Fund Management Company. Hij heeft meer dan vijftien jaar ervaring op de kapitaalmarkten en is gespecialiseerd in het beheer van bedrijfsobligatie-portefeuilles. Pukka is tevens Portfolio Manager van het Evli Short Corporate Bond Fund, dat belegt in pan-Europese bedrijfsobligaties.



De Zweedse en Noorse markten bestaan bijna geheel uit floating-rate notes. Hier wordt eigenlijk geen monetair risico gelopen.

Overigens hebben we voor beleggers die wel bewust het risico van de Zweedse kroon willen lopen, bijvoorbeeld ter diversificatie ten opzichte van de euro, speciale share classes waarin het valutarisico van de Zweedse kroon niet wordt afgedekt. Op dit moment heeft onze strategie een allocatie van ongeveer 30% naar Zweedse en 10% naar Noorse bedrijfsobligaties, maar dit is zoals gezegd een resultante van de bottom-upselectie.'

Zijn Nordic bonds ook interessant vanuit ESG-oogpunt?

'Ik denk dat wij altijd al vooraan hebben gestaan om de juiste dingen te doen op deze planeet. Net als de Nederlanders hebben we als eerste het ESG-concept omarmd. Institutionele klanten stellen ook hier hoge eisen. Als we daaraan tegemoet kunnen komen, dan kunnen we iedere klant in de wereld comfort bieden. Wij hebben een speciaal ESG-team dat diverse taken heeft, zoals het monitoren van de internationale duurzaamheidsprincipes, ESG-scores en CO₂-emissies per bedrijf, alsmede het onderzoeken van welke sectoren en bedrijven we moeten uitsluiten.

Onze portfoliomanagers nemen ESG ook mee in de tweede fase van het beleggingsproces, bij de kredietanalyse. Terzijde, de eerste fase bestaat uit ideeëngeneratie en de derde fase uit de uitvoering. De portfoliomanagers kijken vooral naar de ESG-risico's.

Daarbij is een belangrijke vraag hoezeer een bedrijf bijvoorbeeld blootstaat aan juridische, milieu- of merk-schade. Ook wordt er bij bedrijfsbezoeken altijd aandacht besteed aan duurzaamheid. ESG-beleggen in Nordic Bonds is ook niet heel lastig. De meeste bedrijven zijn daar zelf al jaren mee bezig. Als een onderneming een obligatie uitgeeft,

verstrekt het al automatisch een uitgebreide ESG-questionnaire. Je zou bijna zeggen dat ESG bij ons DNA hoort.'

Waarom zouden beleggers Evli moeten selecteren voor hun allocatie naar Nordic bonds?

'We zijn een institutionele belegger, zo'n dertig jaar geleden gevestigd in Helsinki, met een specialisatie in Nordic obligaties en aandelen en een focus op bedrijfsobligaties. Ongeveer 70% van ons totale beheerde vermogen van ongeveer € 17 miljard wordt belegd in obligaties, ook pan-Europees. We worden in onze thuismarkt jaar op jaar uitgeroepen tot beste institutionele asset manager. Omdat we alleen institutioneel beheer aanbieden, hebben we sinds jaar en dag de zware eisen van onze grote beleggers ten aanzien van transparantie, rapportage en duurzaamheid hoog in ons vaandel staan.

Sinds een jaar of acht promoten we een aantal strategieën in de rest van Europa. Dit zijn strategieën die voor Europese klanten interessant zijn, zoals Nordic bonds, waarin we eigenlijk voor de wereld een unieke integrale regiobenadering hantieren en niet een specifieke landenbenadering zoals de meeste andere die aanbieden. Met ons regioproduct zien we vooral tractie in de besproken 'cross-over non-rated' strategie. Het valt daarbij op dat institutionele beleggers op basis van verschillende argumenten naar Nordic bonds alloceren. Sommige delen het in als satelliet in hun Europese investment grade-portefeuille, andere in hun conservatieve high yield-portefeuille, vanwege het relatief grote aantal obligaties zonder rating. Door het floating-rate karakter worden ze zelfs soms ook wel gezien als money market proxy. Omdat ik denk dat de korte rente al aanzienlijk is gestegen en waarschijnlijk weinig ruimte heeft om verder te stijgen en de spreads op een hoog niveau staan, kan dit een goed moment zijn om een positie op te bouwen in Nordic bonds.'

'Ik denk dat wij altijd al vooraan hebben gestaan om de juiste dingen te doen op deze planeet. Net als de Nederlanders hebben we als eerste het ESG-concept omarmd.'

Economie is geen natuurkunde

Verlaat het model-denken en ga kijken waar de mens mee bezig is. Financial Investigator sprak met Rik Klerkx, Chief Investment Officer bij Cardano Nederland.

Door Lies van Rijssen

'Na mijn studie Econometrie in Rotterdam wilde ik in Londen werken. Ik solliciteerde bij verschillende investment banks, waaronder J.P. Morgan, maar werd steeds afgewezen. J.P. Morgan nodigde me een paar maanden na hun afwijzing echter alsnog uit om te komen. Min of meer toevallig dus, maar het luidde voor mij een hele interessante periode in van zeven jaar waarin zich de kredietcrisis en de eurocrisis voordeden. We keerden in 2012 terug naar Nederland toen ons eerste kind op komst was. Ik heb eerlijk gezegd behoorlijk moeten wennen aan de Nederlandse manier van doen. In de Angelsaksische werksituatie is het normaal om je individuele successen te vieren, daar trots op te zijn en te ervaren dat je collega's ook trots op jou zijn. Hier liep ik tegen het bekende maar wel ware cliché aan dat je je hoofd niet te ver boven het maaiveld moet willen uitsteken. Aan de andere kant is het een verdienste van Nederland dat hier de teamgeest centraal staat.

Ik kwam terecht in het vermogensbeheer bij De Nederlandsche Bank, als Portefeuillemanager. Dat heb ik tweeënhalft jaar gedaan. Mijn DNB-jaren hebben me sterk gevormd. Wat een mooie intellectuele werkomgeving is dat. Ik kan die iedereen aanbevelen. Bij DNB leerde ik hoe het monetaire systeem in de kern werkt. En ik heb er leren schrijven. To the point en in helder Nederlands.

In 2015 raakte ik in gesprek met Cardano. Een oud-collega van J.P. Morgan had me verteld dat ze daar 'iets nieuws' aan het opbouwen waren. Cardano stond bekend om zijn successen op het gebied van derivaten. Een uitbreiding van het

werkterrein met vermogensbeheer stond op stapel. Nu, zeven jaar later, is vermogensbeheer een goedlopend onderdeel van de business geworden. Begin dit jaar werd ik hoofd van het vermogensbeheer. Cardano is inmiddels half Brits, half Nederlands. Misschien ben ik ook daardoor hier goed op mijn plaats.

Risicoafdekking voor onze klanten, onze kernactiviteit, realiseren we inmiddels niet meer alleen via derivaten, maar door een combinatie van beleggingen. Er zijn ook verzekeraars onder onze klanten, maar het leeuwendeel bestaat uit pensioenfondsen, vooral de middelgrote. Die hebben voldoende volume om een eigen beleid te kunnen voeren. Ze willen hun eigen karakter behouden, maar zijn ook weer niet groot genoeg om alles zelf te doen. Op zoek naar maatwerk en flexibiliteit komen ze dan bij ons uit.

Het grootste leerpunt in mijn carrière tot nu toe is het inzicht dat de stochastische modellen die ik in mijn studie meekreeg en toepaste in mijn werk bij een investment bank, in werkelijkheid maar een beperkte waarde hebben. Economie is geen natuurkunde. Hoe de economie verloopt, is vooral afhankelijk van het gedrag van mensen. Geïsoleerde en replicerbare experimenten die

in de natuurkunde mogelijk zijn, zijn in de economie onuitvoerbaar.

Het idee dat de wereld voorspelbaar is als je de zaken maar goed genoeg modelleert, hebben we hard zien falen bij het uitbreken van de kredietcrisis in 2008. Theo Kocken, een van de oprichters van Cardano, heeft mijn

'Het idee dat de wereld voorspelbaar is als je de zaken maar goed genoeg modelleert, hebben we hard zien falen bij het uitbreken van de kredietcrisis in 2008.'

CV

Rik Klerkx

Rik Klerkx is sinds januari 2022 Chief Investment Officer bij Cardano in Nederland, waar hij vanaf 2015 al werkzaam was in het Portfolio & Treasury Management. Eerder werkte Klerkx bij Nationale Nederlanden (Corporate Treasury), De Nederlandsche Bank (Reserves Manager) en bij J.P. Morgan in Londen (Vice President).



denken over de waarde van modellen sterk beïnvloed. Ik ben me ervan bewust geworden hoeveel monetaire stimulans er is – kijk naar de alsmal dalende rentes ondersteund door centrale banken – en hoe die stimulans ertoe heeft geleid dat veel risico's leken te verdwijnen. Financiële markten leken steeds stabiel te worden. Trek dat lijntje door en dan meen je te weten hoe de toekomst eruitziet. Maar de werkelijkheid is dat het beeld ineens kan omslaan. De huidige inflatie illustreert dat. Het is belangrijk om na te denken over wat de omslagpunten zijn en welke rol menselijk gedrag daarin speelt. Op welke signalen moeten we letten om zo'n omslagpunt te kunnen zien aankomen? Bij COVID-19 zagen we een kleine negatieve schok op de markten, maar ook daarop volgde weer veel stimulans, zowel van centrale banken als van overheden. Het patroon van dalende rentes en stijgende aandelen heeft zich vanaf maart 2020 gewoon voortgezet. Pas recent – of dat nu komt door de oorlog in Oekraïne of door iets anders – zie je een trendbreuk. Het is belangrijk om erachter te komen waardoor die trendbreuk is veroorzaakt. Twee jaar geleden ben ik aan de Vrije Universiteit begonnen aan een promotieonderzoek over de instabiliteit die de markten plotseling kunnen vertonen en die grotendeels te herleiden is naar onderliggend gedrag van mensen.

Regelgeving en duurzaamheid zijn belangrijke thema's in mijn werk. De regelgeving die ons nu het meeste raakt, is natuurlijk de hervorming van het pensioenstelsel, de grootte hervorming in twintig jaar. Er is lang over nagedacht. Op een aantal onderdelen is het pensioenstelsel ook zeker aan verbetering toe:

de arbeidsmarkt is veranderd, mensen zijn meer op zoek naar flexibiliteit, worden ouder. Ik vind de voorgenoemde hervormingen er goed uitzien, al wordt er helaas wel ingeleverd op transparantie. Het nieuwe stelsel en de bijbehorende keuzes zijn complex. De impact daarvan is niet goed te overzien.

Bij duurzaamheid, het andere grote thema, loop ik vaak aan tegen het lineaire denken dat goede oplossingen naar mijn mening nogal eens in de weg zit. Komt het goed met de aarde en stopt de CO₂-uitstoot als we alle beleggingen in fossiele brandstoffen in één klap afbouwen? Het is wel wat ingewikkelder dan dat. Wij proberen via scenario's de risico's goed in kaart te brengen. Een pad naar de afbouw van het gebruik van fossiele brandstoffen kan zijn dat we eerst juist meer moeten investeren in gas om kolen te kunnen afbouwen en later alsnog van het gas af te komen. Klimaatrisico's lineair willen afbouwen werkt niet. Je moet echt heel goed nadenken over het pad ernaartoe en het gedrag van mensen hierbij betrekken. Welke invloed heeft menselijk gedrag op het klimaat en hoe ga je daar in de beleggingsportefeuille mee om? Als we direct willen stoppen met de import van gas en olie uit Rusland, zal dat invloed hebben op de hoeveelheid kolencentrales die we nodig hebben en de energie die we daaruit moeten halen. We kunnen hier niet van de ene op de andere dag vanaf. Willen we uiteindelijk meer kernenergie of LNG (liquified natural gas) gaan gebruiken? Dan moeten we daarvoor wel eerst een infrastructuur bouwen. Om de tussenliggende tijd te overbruggen moeten we misschien eerst nog van andere fossiele

‘Klimaatrisico's lineair willen afbouwen werkt niet. Je moet echt heel goed nadenken over het pad ernaartoe en het gedrag van mensen hierbij betrekken.’

nog van andere fossiele >

‘Hoe de economie verloopt, is vooral afhankelijk van het gedrag van mensen. Geïsoleerde en repliceerbare experimenten die in de natuurkunde mogelijk zijn, zijn in de economie onuitvoerbaar.’

brandstoffen gebruikmaken om uiteindelijk in 2050 bij net zero uit te komen. Het gesprek hierover met beleggers is uitdagend, maar heel leerzaam. Net zero is wel een heel concreet streven en een helder doel. Dat helpt. Maar ook sociale doelen liggen dicht bij de missie van de pensioensector: het bijdragen aan een goede oude dag.

Recent zagen we olie- en gasaandelen het weer heel goed doen. De olieprijs steeg. Je moet als belegger overtuigd zijn van het tijdelijke karakter hiervan. Als je besluit hier niet in te beleggen, moet je accepteren dat je beleggingsrendementen eerst lager worden en dat het op de langere termijn beter is om in de alternatieven te beleggen. Dat beleggingsrendementen lager zouden zijn als je duurzaam belegt, is een ingewikkelde uitspraak als de context buiten beeld blijft: op welke horizon word je afgemeten en welke modellen liggen er onder de uitspraak? Goed, over dit soort dingen gaan wij dus het gesprek aan met onze klanten. Het is cruciaal om het kader waarbinnen we beleggen, de beleggingshorizon en de doelen, goed te bespreken. Dat is geen eenrichtingsverkeer, wij leren ook van onze klanten.

Maar hoezeer we elkaar ook geïnformeerd proberen te houden, niemand heeft de wijsheid in pacht. We kunnen wel de discussie aan de bestuurstaafel over deze zaken bevorderen. Het Westen is behoorlijk afhankelijk van Russisch gas geworden en weinigen hadden de Russische inval in Oekraïne voorzien. Je moet wél op voorhand nadenken over de risico's die aan zo'n sterke afhankelijkheid van één leverancier zitten. Neem de broeikasgasuitstoot per persoon in Europa. In Frankrijk is die heel laag doordat ze daar meer kernenergie gebruiken. Door wat meer te gaan beleggen in Frankrijk en minder in Nederland, kan je binnen een portefeuille het aandeel broeikasgasuitstoot per capita omlaag brengen. Maar aan een bestuurstaafel kan daar onenigheid over ontstaan. Niet elke bestuurder ziet kernenergie als duurzame energiebron. Anderen vinden het kredietrisico in Frankrijk weer te hoog.

Wat betreft duurzame energiebronnen – waterstof, wind- en zonne-energie – vermoed ik dat een combinatie hiervan ons het best in staat zal stellen klaar te zijn voor de

toekomst. Ik vergelijk de zorg voor het klimaat wel eens met de brandweer. Niemand wil ervoor betalen, maar iedereen wil dat het goed werkt. Daarom hebben we een overheid nodig die, vrijheidsgraden

daargelaten, richtlijnen maakt en regels opstelt voor wat wel en niet mag.

De inspiratie voor mijn werk haal ik uit het contact met mensen: collega's, andere beleggers, banken, klanten. Ik wil begrijpen waarom mensen bepaalde dingen doen of juist niet. Ook puzzelen met complexe vraagstukken, zoals het nieuwe pensioenstelsel, geeft mij energie. De puzzel maken van het opnieuw invullen van de portefeuilles, ik vind het leuk om daar mijn tanden in te zetten.

Maar de grootste inspiratiebron zijn mijn vrouw en kinderen. De lockdowns in coronatijd waren lastig, maar ook bijzonder. We hebben vier kleine kindjes en waren ineens met zijn allen aangewezen op thuiszitten. Mijn vrouw en ik moesten ons werk zien te doen én de kinderen onderwijzen. Dat viel niet mee. Toch is het goed gegaan. Dat geldt ook voor de samenwerking binnen ons team, waar sommigen overdag konden werken en anderen, zoals wij, hun werk vaak 's nachts moesten doen. Het goede dat we aan corona overhouden, is dat we minder werkverkeer hoeven te veroorzaken en hebben ontdekt dat deels vanuit huis werken en vergaderen goed mogelijk is.

Nog een thema dat onze aandacht heeft, is diversiteit. Diversiteitsstreven zit in ons beleid, maar er is nog veel te doen. In ons vak en bij ons bedrijf zijn mannen nog steeds oververtegenwoordigd. In alle lagen, senior, medior, maar ook bij de studenten in ons vak. De geschikte vrouwen zijn er absoluut, maar ik denk dat mannen nog steeds makkelijker solliciteren. 'Ook al past mijn profiel niet helemaal, ik probeer het gewoon.' Dat denken mannen eerder dan vrouwen. Diversiteit gaat in mijn ogen overigens wel veel verder dan het binnenhalen van meer vrouwen in bedrijven. Richt je aannamebeleid ook op meer variatie in leeftijd, opleiding en sociaal-culturele achtergrond. Wij doen dat en hebben zo een heel divers team kunnen samenstellen. Met alleen witte mannen van veertig die allemaal Econometrie hebben gestudeerd komen we er niet. Dat is niet goed voor onze besluitvorming. ■

Een pensioenvisioen

Als professionals werken we hard aan het in praktijk brengen van het Pensioenakkoord en maatschappelijk verantwoord beleggen. Maar hebben we ook een beeld van hoe de combinatie van die twee onderwerpen uit gaat pakken voor 'de gemiddelde deelnemer' in 2032?

Ik durf wel te stellen dat werkelijk iedereen die op de een of andere manier betrokken is bij de pensioensector, van bestuurslid tot custodian en van toezichthouder tot portfoliomanager, zich bezighoudt met twee onderwerpen: het Pensioenakkoord en maatschappelijk verantwoord beleggen. Dat is al een paar jaar het geval en – ik doe hier een zeer veilige voorspelling – dat zal zeker tot 2027, wanneer het nieuwe pensioenstelsel ingaat, het geval zijn.

En waarom zijn we hier allemaal mee bezig? Natuurlijk: voor de deelnemers van pensioenfondsen! Voor die 90% van alle werknemers in Nederland die een tweede-pijlerpensioen hebben of gaan krijgen. Maar hoe gaan deze twee thema's gezamenlijk uitpakken voor al die mensen? Hoe ziet de wereld van pensioen eruit voor een gemiddelde Nederlander in 2032? Regelmatig hoor ik dat een gevolg van de Wet Toekomst Pensioenen is dat de betrokkenheid van deelnemers bij hun pensioen groter zal zijn doordat iedereen zijn 'eigen pensioenpotje' kan zien. Laten we eens kijken hoe 'de gemiddelde deelnemer' (die niet bestaat) over tien jaar over zijn of haar pensioen praat...

Het is 2032 en Mariëtte viert haar 65^{ste} verjaardag met een groep vrienden van dezelfde leeftijd en haar kinderen. Al snel komt ter sprake dat Mariëtte vroeger op deze leeftijd met pensioen had 'gemogen'. Nu het toch over pensioen gaat, verloopt het gesprek als volgt:

Mariëtte: Over twee jaar krijg ik pensioen. Als ik op de website van mijn pensioenfonds kijk, dan zie ik mijn pensioenpotje, en dat gaat op en neer afhankelijk van de financiële markten. Dat vind ik wel spannend, want zo weet ik niet waar ik over twee jaar op kan rekenen. Wat ik wel heel goed vind, is dat ik kan kiezen hoe groen ik kan beleggen.

Vriendin Caroline: Kan jij kiezen? Ik kan helemaal niet kiezen. Maar dat vind ik prima hoor. Mijn pensioenfonds doet aan impactbeleggen en dat doet het fonds erg goed. Ik weet precies waar mijn pensioenpotje wel en niet in belegt.

Zoon Max: Ik zit niet bij een pensioenfonds. Mijn werkgever heeft een PPI aangesteld voor het regelen van het pensioen. Ik kijk elke dag waar mijn potje in is belegd, lekker veel in aandelen en ik maak veel keuzes zelf!

Het zou kunnen dat dit het gesprek is dat pensioendeelnemers in 2032 voeren. Dit zou de ideale situatie zijn. Ik denk echter dat er ook een behoorlijke kans is op Babylonische spraakverwarringen doordat er meerdere regelingen en (soms) keuzemogelijkheden zijn. Oude beelden van wat pensioen is, zullen nog een tijd blijven bestaan. Vaak wordt fatalistisch gesteld dat 'mensen toch niet geïnteresseerd zijn in pensioen'. En met de introductie van het nieuwe stelsel wordt het er niet toegankelijker op. Ook de invulling en invloed van maatschappelijk verantwoord beleggen is best complex. Er rust dus een zware taak op de schouders van de pensioensector om te werken aan heldere communicatie met deelnemers. We moeten daar vooral snel mee beginnen. Tot nu toe is het, buiten de bubbel, erg stil. Aan de slag dus voor het pensioenvisioen! ■



Door **Karin Roeloffs**,
Hoofd Fiduciair
Management bij Aegon
Asset Management

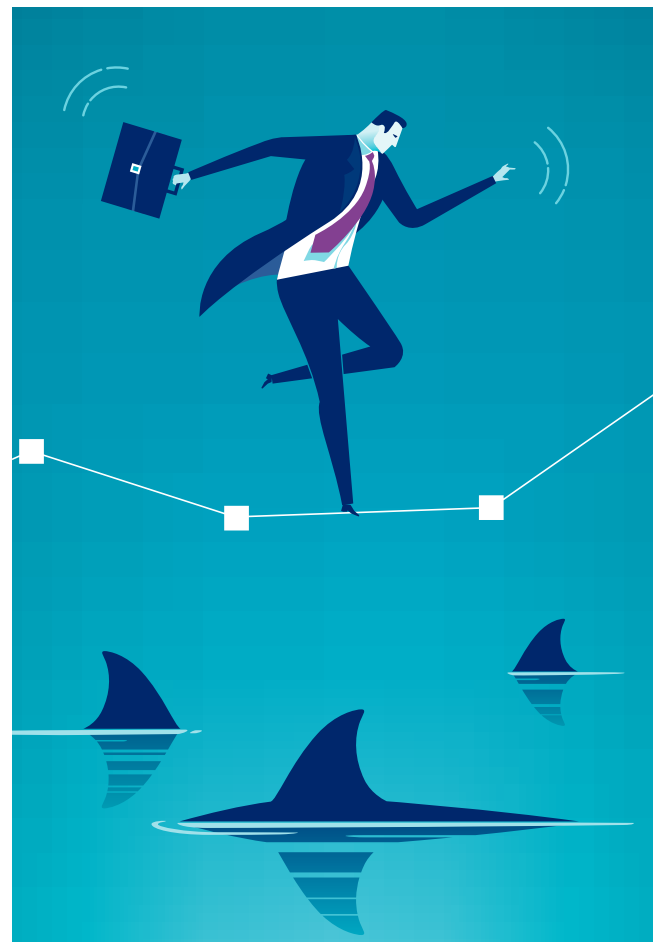
Waarom het transitie-FTK vraagt om goed risicobeheer

Een dynamische risicomanagementstrategie, gericht op het afdekken van staartrisico's, stelt een pensioenfonds in staat om de dekkingsgraad onder controle te houden op weg naar het transitie-FTK.

Door *Tim Soetens*

Pensioenfonds die gebruik willen maken van het transitie-FTK, krijgen te maken met nieuwe spelregels. Allereerst zullen zij in overleg met de sociale partners een transitiedatum tussen 1 januari 2024 en 1 januari 2027 moeten vaststellen. Voorts dienen ze een richtdekkingsgraad te bepalen die ten minste 95% is, maar ook hoger mag zijn.

Vanaf het moment dat beide zaken zijn gedefinieerd, moet het pensioenfonds de actuele dekkingsgraad te allen tijde boven 90% houden én daarnaast boven de denkbeeldige lijn houden tussen de dekkingsgraad op het definitiemoment en de richtdekkingsgraad op de transitiedatum. Daalt de actuele dekkingsgraad onder het gestelde minimum, dan moet het pensioenfonds



zodanig korten op de uitkeringen, dat het weer 'op schema' komt. Uiteraard wenst geen enkel pensioenfonds in een situatie te komen waarin het onmiddellijk moet korten op de uitkeringen.

Met de aanzienlijk toegenomen volatiliteit op de aandelenmarkt, met een inflatie die zich op een historisch zeer hoog niveau bevindt en met grote geopolitieke spanningen, kunnen de dekkingsgraden van Nederlandse pensioenfonds, die momenteel gemiddeld genomen hoog zijn, gevoelig zijn voor schokken op de aandelenmarkt. Hierdoor is een situatie waarin moet worden gekort, verre van onrealistisch. Dit vraagt om goed risicobeheer.

Risico op aandelenmarkten toegenomen

In het afgelopen decennium hebben de lage volatiliteit en de per saldo gunstige ontwikkeling van de aandelenmarkten bijgedragen aan een relatief gezonde staat van Nederlandse pensioenfonds. In de afgelopen twee jaar hebben we echter een toenemende onzekerheid en nervositeit op de aandelenmarkten gezien.

Toegenomen geopolitieke spanningen (met name tussen Oekraïne en Rusland), zeer hoge inflatie, een vertraging van het groeimomentum en monetaire verkrapping door centrale banken (de Federal Reserve in het bijzonder) vormen een beleggingsklimaat waarin het verstandig is behoudend te zijn. Bovendien zijn, zoals uit Figuur 1 blijkt, de snel-

‘De meest voor de hand liggende oplossing voor een pensioenfonds om het vermogen tegen aandelenmarktschokken te beschermen is de allocatie naar aandelen te verlagen.’

heid en de omvang van aandelenmarktcorrecties in de afgelopen jaren aanzienlijk toegenomen in vergelijking met correcties in een verder verleden.

Dit is met name van belang voor pensioenfondsen die kiezen voor het transitie-FTK en die het zich niet kunnen veroorloven dat de dekkingsgraad in de kwartalen voorafgaand aan de transitiedatum een forse klap oploopt, aangezien er duidelijke minimumvoorschriften van DNB zijn met betrekking tot de dekkingsgraad.

Mogelijkheden om het risico op het niet kunnen invaren te beperken

De meest voor de hand liggende oplossing voor een pensioenfonds om het vermogen tegen aandelenmarktschokken te beschermen is de allocatie naar aandelen te verlagen. Niet elk pensioenfonds heeft de financiële luxe om dit pad te bewandelen, aangezien rendement benodigd is om de doelstellingen van het fonds te realiseren.

Een andere mogelijkheid is het kopen van statische optiebescherming, oftewel het kopen van een putoptie met een aflooptdatum die gelijk is aan de transitieda-

tum. Een dergelijke statische optiebescherming brengt echter hoge kosten met zich mee en drukt daarmee te veel op het verwachte rendement.

Dynamische optiestrategieën, die het volledige volatiliteitsoppervlak benutten om een vooraf vastgestelde bescherming te bieden, kunnen pensioenfondsen helpen om het beschreven risico te mitigeren. De waardepropositie van dergelijke strategieën is dat een gegeven beschermingsgraad kan worden geïmplementeerd tegen doorgaans beduidend lagere kosten dan een statische afdekking.

Hoewel de kosten van een dynamische optiestrategie beduidend lager liggen, is het niet noodzakelijk om rendementspotentieel op te geven. Overwogen kan worden om, naast de implementatie van de dynamische optiebescherming, de allocatie naar een hoger renderende beleggingscategorie te vergroten. Denk daarbij aan asset classes zoals private equity en beursgenoteerde aandelen. Vanuit risicoperspectief, gemeten in termen van het VEV, is dit gerechtvaardigd, omdat dynamische optiebescherming tot een verlaging van het VEV leidt en dit

vrijgekomen VEV-budget dus kan worden heringezet.

Interessant is dat een dergelijke implementatie in veel gevallen tot een verhoogde portefeuille-efficiëntie (hoger verwacht rendement bij gelijkblijvend VEV) leidt. Dat betekent dat ook pensioenfondsen die niet voornemens zijn om gebruik te maken van het transitie-FTK, voordelen kunnen hebben bij het implementeren van een dynamische afdekkingsstrategie.

Het nieuwe pensioencontract

Onder het nieuwe pensioencontract zullen pensioenfondsen eens in de vijf jaar de risicohouding van de deelnemers in het pensioenfonds vastleggen per leeftijdscohort. Deze risicohouding wordt vastgelegd aan de hand van twee maatstaven voor actieve deelnemers, namelijk het verwachte pensioenresultaat (50^{ste} percentiel van het pensioenresultaat van een stochastische simulatieberekening) en het verwachte pensioenresultaat in een worstcase-scenario (5^{de} percentiel van het pensioenresultaat dat uit eenzelfde stochastische simulatieberekening naar voren komt).

Voor gepensioneerden is er een aanvullende maatstaf. Dat is de gemiddelde variabiliteit tussen het pensioenresultaat op de lange termijn in vergelijking met de eerste pensioenuitkering na pensionering. Onze analyses tonen aan dat de genoemde risicohouding kan worden verbeterd door toevoeging van een dynamische afdekkingsstrategie aan de portefeuille, omdat het pensioenresultaat in een worstcasescenario zal toenemen ten opzichte van de huidige situatie. ■



Tim Soetens

Director Institutional Business Development Netherlands, Allianz Global Investors

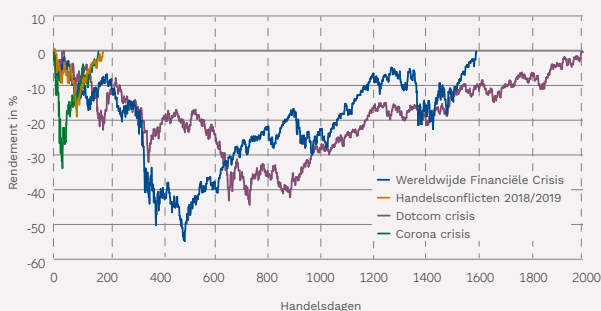
IN HET KORT

Met de toegenomen volatiliteit op de financiële markten, hoge inflatie en grote geopolitieke spanningen kunnen de dekkingsgraden van pensioenfondsen, die nu gemiddeld genomen hoog zijn, gevoelig zijn voor schokken op de aandelenmarkt.

Hierdoor is een situatie waarin moet worden gekort, verre van onrealistisch.

Een dynamische risicomanagementstrategie, gericht op het afdekken van staartrisico's, stelt een pensioenfonds in staat om de dekkingsgraad onder controle te houden op weg naar het nieuwe pensioencontract. Het is daarbij niet nodig om rendementspotentieel op te geven.

FIGUUR 1: RENDEMENT VAN DE S&P 500 TOTAL RETURN INDEX IN TIJDEN VAN GROTE MARKTCORRECTIES



Bron: Bloomberg (respectievelijke periode is 1 maart 2020 tot 30 september 2020).

Energy Transition: A Jarring Path to Green

Higher energy prices may prompt more investment in energy transition technologies, but we expect periods of volatility and vulnerability along the path to a greener future.

By **Greg E. Sharenow, Tiffany Wilding**

Over the last year, a sharp rise in energy prices – including natural gas, coal, and oil – has contributed to renewed fears that higher input costs could constrain industrial production, reduce household real incomes, and slow economic activity. Relative to pre-pandemic levels, global crude oil prices are now up roughly 50%.

In a historical context, this is not uncommon: Since the 1990s, the year-over-year increase in oil prices has exceeded 50% roughly once every three years. In the U.S., while fears that higher energy prices will act as a regressive tax on consumers are warranted, the overall burden from higher oil prices is still considerably below past peaks.

However, the long-term transition away from carbon and toward green energy is likely to be marked by a period of generally higher and more volatile energy prices. Underlying the geopolitical risks that have escalated recently, uncomfortable vulnerabilities that have arisen from these green initiatives are reflected in today's price moves.

MORE INVESTMENT IN THE ENERGY TRANSITION IS NEEDED

Higher fossil fuel prices and government green energy initiatives have spurred renewable energy investment and growth in electric vehicles. However, much more investment is needed to meet energy demand and provide stable supply, and the progress to date has left energy security across the globe vulnerable to weather fluctuations. Furthermore, as fossil fuel and nuclear plants are shuttered, investment in energy storage (large-scale batteries) has lagged, increasing the need for excess capacity buffers to blunt any weather-related swings in renewable energy production. While there

are hopes for technology breakthroughs on storage, and investment has picked up, we expect the system will increasingly become dominated by intermittent energy sources over our secular horizon.

KEY TAKEAWAYS: INFLATION, POLICY, INVESTMENT

Higher and more volatile energy prices have meaningful implications for inflation and economic activity. As we look to the secular horizon, carbon may be a major component in inflation, particularly as regions with carbon prices – such as the EU – look to impose border adjustment mechanisms to effectively export their carbon policies abroad.

This in turn will have implications for the political sphere, and for monetary policy. Public backlash to lower real incomes seems inevitable, in our view, without government energy subsidies to cushion the blow. Meanwhile, a more prolonged period of energy inflation could raise longer-term inflation expectations and result in tighter monetary policy despite the supply-side nature of the shock. Indeed, energy prices may already be influencing the policy outlooks of developed market central banks, such as the European Central Bank.

Finally, higher expected input price volatility and a generally more uncertain operating environment will likely have important implications for downstream businesses. Many companies have already shifted their operating focus toward building resiliency instead of efficiency. This argues for higher reserves of cash, capacity, and inventory to weather potentially more frequent shocks. This trend toward resilience (for saving over investing) may help offset the interest rate pressures inherent in the higher investment requirements of the green transition.

For investment professionals only. PIMCO Europe Ltd (Company No. 2604517) is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (12 Endeavour Square, London E20 1JN) in the UK. The services provided by PIMCO Europe Ltd are not available to retail investors, who should not rely on this communication but contact their financial adviser. PIMCO is a trademark of Allianz Asset Management of America L.P. in the United States and throughout the world. © 2022, PIMCO Europe Limited.

Read the full article by visiting our website
nl.pimco.com or scanning the QR Code

Marketing Communication for
Professional Investors only.

Capital at risk.



A bond can be more than a financial instrument

It can be a commitment to action.
A global leader in actively managed bond
funds, PIMCO is uniquely positioned
to engage with issuers on ESG topics.
Discover ESG engagement through
our compelling case studies.

BONDS FOR CHANGE

Download our ESG Report at nl.pimco.com/esg ▶

PIMCO®

For Professional Investors Only. Investments in bonds can go up and down in value, so you could get back less than you put in. This is a marketing communication, this is not a contractually binding document and its issuance is not managed under any law or regulation of the European Union. This marketing communication does not include sufficient detail to enable the recipient to make an informed investment decision. Please refer to the Prospectus of the Fund to make final investment decisions. PIMCO Europe Ltd (Company No. 2604517) is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ©2022, PIMCO.

A company of Allianz 

With right carbon pricing the market will provide sustainable solutions

By Baart Koster Photography Cor Salverius Fotografie



What can institutional investors do to enable companies to reduce their carbon footprint to emission levels agreed upon in the Paris Agreement? Is an occasional push from investors part of the pathway to a substantially smaller footprint?

In the Amsterdam Doubletree Hilton, overlooking the Open Havenfront of the Oosterdok, seven investment specialists shared their vision on what is needed for the necessary reduction of greenhouse gas emissions. The lively, sometimes almost philosophical debate unfolded around various elements of this theme and was chaired by Jelena Stamenkova van Rumpt. Karlijn van Lierop joined in digitally from her London office. Stamenkova van Rumpt started off by asking what the components of a net zero approach for investors should be. For Van Lierop it essentially boils down to having an approach that is focused on real world impact and real world emission reductions. Engagement plays a very important role too, she added, alongside voting, investing in climate solutions, divestment from low-transition holdings and choosing low-carbon benchmarks.

Annette van der Krogt stated that focusing on what companies do in the real economy is a crucial component. It is therefore important to have good engagements with the companies you invest in. ‘What I would like to emphasize is the connection between the voting and your engagement strategy. We have developed an escalation strategy, so when our dialogue with companies does not lead to sufficient progress, we can decide how to escalate.’

Moreover, Achmea Investment Management modified its voting policy last year by making a clear connection between the strategy and the remuneration policy. Van der Krogt continued, ‘If a company does not have a carbon strategy put in their remuneration

policy, we will vote against the policy itself and also against the remuneration reports that are granted. Thereby sending a clear message to the board of directors that climate change should be an essential component of their strategy and the remuneration policy.’

Does anybody else want to add an insight in regard to the role and potential of engagement?

Han Dieperink: ‘I think engagement works best if you work together with other parties and you cooperate with, for instance, environmental organisations. Then it will become more of an issue, which will make it a reputational thing for the company. If you hurt companies in their reputation, they are more likely to move in the desired direction – certainly, if you work according to a coordinated plan. Social media are vital in that respect. A negative sort of marketing campaign, will work wonders.’

Cornelia Furse: ‘Especially when you’re dealing with smaller companies or companies that are relatively new to the market, the character of our engagement is very different. Much more advisory. This is very different from engaging with a more mature company that is fundamentally resistant to change.’

Van der Krogt: ‘I think that’s what engagement is about, to have it tailored to the company you’re involved with.’

Are we relying too much on engagement? Is saying that our intention is to engage and not to divest just some kind of an excuse? What does an effective engagement look like? What needs to be in place?

Daniëlle Schoonbrood: ‘You should have a clear strategy for what you’re going to do when there is no progress, even after engaging with a company. Make it clear how long the period of unsuccessful engagement will be and under which circumstances you are going to divest. These are essential elements in your responsible investment policy. You need to be clear on this, not only on your own behalf but also towards your stakeholders.’

Chairman:

Jelena Stamenkova van Rumpt,
Anthos

Participants:

- Jacqueline Duiker,**
VBDO
- Daniëlle Schoonbrood,**
DSM Pension Services
- Cornelia Furse,**
Fidelity
- Han Dieperink,**
Auréus
- Karlijn van Lierop,**
BMO Global Asset Management
- Annette van der Krogt,**
Achmea Investment Management
- Joost Notenboom,**
a.s.r. vermogensbeheer



MODERATOR

Jelena Stamenkova van Rumpt

Jelena Stamenkova van Rumpt is the Director for Responsible Investment at Anthos Fund & Asset Management in Amsterdam. She leads RI strategy and integration, focusing on the topic of climate and increasingly on human rights. She helps clients implement the RI approach. Before Anthos, she worked at PGGM, where she was responsible for the Human Rights and Labour Issues Engagement Program and RI Integration.



Han Dieperink

Han Dieperink is Chief Investment Strategist at Auréus. Prior to that, he was CIO at Rabobank Nederland for ten years and CIO at Schretlen & Co for fifteen years. Dieperink now has more than 25 years of experience in sustainable investing and he is convinced that all negative externalities should be part of the cost price of a product. He is also a Columnist and Strategic advisor to BB Capital, a specialist in private equities.



Jacqueline Duiker

Jacqueline Duiker is Senior Manager at VBDO and Founder of Future Value Matters. Previously she held various positions at ING Group. She has extensive experience in the forefront of making financial markets more sustainable. Duiker supports, inspires and challenges senior management of companies and financial institutions to integrate sustainability into the core of the organisation.



Cornelia Furse

Cornelia Furse is Portfolio Manager of Climate Solutions and Water & Waste Strategies at Fidelity International. Previously, in her research role, she was responsible for providing equity analysis on U.S. capital goods companies and making investment recommendations to portfolio managers. Furse joined Fidelity in 2010. Before taking on U.S. capital goods coverage in 2018, she looked at US luxury goods, US healthcare and European utilities.



Annette van der Krogt

Annette van der Krogt has been Head of Responsible Investment at Achmea Investment Management since 2007. Together with her team, she is responsible for developing and implementing responsible investment strategies for institutional clients. Previously, Van der Krogt worked as a Corporate Governance Analyst at ABN AMRO Asset Management. She is also a member of the Executive Board of Eumedion since 2018.



Karlijn van Lierop

Karlijn van Lierop is Director Responsible Investment at BMO Global Asset Management and was recently appointed Global Head of REO in April. In this role, she is responsible for Responsible Engagement Overlay, BMO's engagement and voting program. Prior to that, Van Lierop was Head of the Responsible Investment Department at MN, where she led the ESG team. Van Lierop was a board member of IIGCC and of the Living Wage Financials Platform.



Joost Notenboom

Joost Notenboom has worked on sustainability within the professional and financial services industry for the past ten years, in the Netherlands and abroad. At a.s.r. asset management, he has been working since 2019 on further developing the SRI policy, selecting sustainable and impact investments, and engaging with companies and external managers on their performance.



Daniëlle Schoonbrood

Daniëlle Schoonbrood is Fiduciary Advisor for Responsible Investment at DSM Pension Services, the integral service provider for Stichting Pensioenfondsen DSM Nederland (PDN) and Stichting Pensioenfondsen SABIC (SPF). Schoonbrood is responsible for advising both pension funds on sustainable investment and is a sparring partner and sounding board for the investment committees and boards in this area.

'If you hurt companies in their reputation, they are more likely to move in the desired direction – certainly, if you work according to a coordinated plan.'

Joost Notenboom: ‘There is a clock and that’s the problem, we can’t just continuously engage. I think the latest IPCC reports were quite clear and therefore my main point on this is that a net zero strategy should be based in science.’

What are some good practices that you expect to see?

Jacqueline Duiker: ‘First we check if the pension funds in the benchmark have a policy of climate change, which all of them do right now. Then we also assess how specific and ambitious that policy is, and what the targets are. Of course, there is a big difference between, for instance, 2050-targets concerning carbon neutrality and targets connected to actions in the next three to five years. These targets are actually very important. So, we are generally assessing, as it were, through a long term lens, but we also try to make it as specific as possible and so bring it back to short-term actions.’

Van Lierop: ‘2050 is still a long way off and it’s a challenge, really, to make sure you push companies to have the right short-term intermediate goals, and to really make sure that they will be on track. Unfortunately, we often see that difficult situations are sort of back loaded, which we simply can’t afford. As Notenboom already implied, the clock is ticking. What we definitely need are shortcuts by 2030. Therefore we encourage companies to have clear, tangible short-, medium- and long-term targets aligned with the relevant 1.5 degrees pathways. We also check if capex really goes to renewables. It’s essential that targets cover the whole supply chain as Scope 3 emissions are valuable to really understand where a company is heading.’

Then, Stamenkova van Rumpst wanted to explore what investors can contribute to the creation of an enabling environment to speed up climate investing. For Notenboom the answer lies partly in investing in new technologies, as these need time to mature. This means you need to invest in more illiquid categories, as that is where the new technologies need to come from. ‘As private markets are relatively expensive for us’, Notenboom said, ‘we need an enabling environment

where brown and green investments are charged according to their contribution to climate mitigation or adaptation. You first need to get that right to get the money flowing to innovative companies and solutions.’

Duiker believes that investors could also simply accept the fact that climate change is a systemic risk. ‘And so, when making your assessments, you make it a constraint for your financial assessments. So that feeds into actually adjusting your risk-return calculations. That’s something you could also do as an investor.’

What are the top 3 things that we should focus on in our enabling environment to speed up climate investing for large institutional investors?

Furse: ‘What would make a massive difference here would be to broaden the focus away from Scope 1 and 2 emissions. Scope 1 and 2 emissions are part of every assessment because they are readily available and relatively measurable. But, they only offer a narrow perspective into the environmental impact a company might be having. Take a company making EVs. Scope 1 and 2 emissions tell you the emissions generated to manufacture an EV, but they do not capture the emissions prevented by an EV during its lifetime. Having more data that capture a holistic assessment of what a company is actually doing, would be incredibly valuable. That would offer a more complete picture of the impact these companies are having and enable us to support the enablers of decarbonisation rather than exclude them for generating emissions because they use energy to produce something. Continuing to invest in these companies helps them to reduce their cost of capital, allowing them to raise the capital to expand the capacity they need in order to get EV adoption and all renewables capacity up to a high level. That could indeed be very powerful.’

Van der Krogt wonders what the portfolios will look like once you start >

‘We encourage companies to have clear, tangible short-, medium- and long-term targets aligned with the relevant 1.5 degrees pathways.’

‘The solutions to address 80% carbon (equivalent) reduction exist today, but they need to be available at scale and affordably in order to see broad adoption.’

using Scope 3, as that creates a shift in sectors that are now in scope in the top three. ‘Take internet companies for example, if they buy a carbon-neutral energy, then they have zero emissions in their Scope 3. That makes a huge change in how we value our companies on how carbon-intensive they are.’ Dieperink then remarked that we have seen some not-so-nice examples from big internet companies in the Netherlands. ‘The Dutch government subsidises alternative energy for these companies with their huge server farms’, he said, ‘whereas fossil fuels remain to be burned by Dutch households. That is

not really a positive effect of the engagement and certainly has a negative effect on society.’ The solution lies with the oil companies, because they have the cashflows and the expertise with large scale projects that is needed for a successful transition, Dieperink thinks.

There are two different ways of looking at this. Some people claim the solution is in the companies that are already there,

others claim that we need to build new types of companies and businesses that will bring solutions that help us to drastically reduce carbon emissions. Which one is it? Or does the truth, as often, lie in the middle?

Notenboom: ‘The alignment for the climate mitigation taxonomy of the EU bond and equity markets was estimated recently by the ECB to sit around 1.3 percent (before the inclusion of gas and nuclear) so there do not seem to be many investable options currently in the listed space. So yes, Shell has a lot of money to invest, but so do we. Money doesn’t seem to be the main barrier when it comes to developing new technologies and scaling them up; it’s probably finding the entrepreneur willing to take a risk, and – at present – finding enough capable team members to develop and commercialize their projects. That takes time. You need roughly seven years to develop a fully operational wind farm in the North Sea. That is not to say you should ban existing oil and gas production right now, that would be impossible.’

Dieperink: ‘Well, we should ban new capex on gas.’

Duiker: ‘Sure, everything is possible. But going on like this is not one of the options, that’s for sure. I think that looking at the capex is important in this respect. Look at what kind of investments a company is making. Where is their money going? How much of it goes to the transition to renewables? How much money is invested and what do those investments actually lead to? So as an institutional investor you have to look at capex when making your assessments.’

Furse: ‘There are two approaches to this problem; most of the discussion today has been about investing in the companies that are reducing their own carbon footprints. But the other side of this coin is investing in the enablers, the companies with the solutions that allow society to reduce its carbon footprint (the wind turbine manufacturers, the building insulation companies). The solutions to address 80% carbon (equivalent)



reduction exist today, but they need to be available at scale and affordably in order to see broad adoption, not just by the leading sustainable companies, but by everyone - public, private, state-owned corporations, individuals and so on. The businesses providing the solutions for reducing emissions are absolutely critical to the success of the transition to net zero, and we need to ensure that there is a favourable environment and robust investor support for these types of businesses.'

So should we look at capex and the extent and intensity of investments in renewables instead of focusing just on whether companies are investing in those technologies or not?

Duiker: 'Exactly. What you also see now is that many oil and gas companies are selling off parts of their business in order to look better in terms of carbon intensity, but the world is not. And what do they do with the money they receive? Often, they give it back to shareholders instead of investing in the transition. I think it's good to be critical on that too.'

Dieperink: 'But that's an effect of the engagement. You ask those companies to lower their carbon footprint, and that's just what they do. But in fact, they're lowering their carbon footprint by selling it.'

That looks like unintended consequences of engagement.

Dieperink: 'Not really, because they do what we ask them to do.'

All the more reason to talk about selecting the right companies and funds. How do you do that and what is it that you are looking for? Also, how do you have your discussions when you're divesting? As now, for example, when we see oil prices going really high, and return is still very important. How do you handle this sort of clash?

Van der Krogt: 'Our clients are looking for a carbon strategy and our discussions are about whether you should exclude oil and gas companies. The first question I

'The businesses providing the solutions for reducing emissions are absolutely critical to the success of the transition to net zero.'

then ask our pension funds is what is their driver for excluding those companies. Is it from a normative or ethical perspective or are risk return considerations in play?'

Notenboom: 'Often risk-return is a driver.'

Van der Krogt: 'Indeed! So as soon as you have identified the correct driver, you can start to mobilize your portfolio on that. Most pension funds that we serve still believe that they should not exclude a whole sector. However, they choose to follow another approach. In this approach we measure all the oil and gas and the carbon-intensive companies for these clients to see if these companies have a creditable transition pathway, which we then assess and exclude should that pathway be insufficient. With the remaining leads we start very intense dialogues, monitor them and make very sure that they continue to progress. If they don't and our escalation policy does not help accomplish that, the company might be excluded. However, as most do, we continue to invest in those companies that are willing and committed to make the transition to net zero in 2050.'

Schoonbrood: 'All depends on the ambition you have as an investor. When the ambition is to make real world impact, this is not achieved by only looking at the emission history of >

'Divestment alone won't help. Re-allocating that freed up capital to real solutions and to companies that are willing and able to scale those, will.'

‘My view is that current events are going to have an extremely beneficial impact on the longer-term drivers towards decarbonisation.’

companies and then, based only on their high emissions, excluding them. When wanting to make real world impact, the carbon reduction strategy and plans of companies and the actual steps they are taking to achieve reduction should be taken into account as well. The capital expenditure of companies is an important indicator of their integrity and for the crucial question: are they doing what they promised they would do? When wanting to make real world impact, encouraging companies via engagement and voting to make the needed change are also important elements. When a company

doesn't take steps to improve and there is no positive change via engagement and voting, divestment ultimately can be a route. However, when a sector is extremely polluting, like the tar sand sector, companies active within these type of sectors often don't have the ability to become environmentally friendly. For this reason, companies are often excluded when a certain percentage of their profit comes from activities in these type of sectors.'

How do you look at high emitting companies?

Notenboom: 'As a preparation I looked at our top ten emitting companies, mainly cement, steel and waste or water. It is my belief, however, that we should not have a carbon tunnel vision. Yes, it is wise and prudent from an assurance point of view to look backward at the emission numbers, mentioned in an annual report. But that number doesn't say anything about the forward-looking capex and about investment decisions, as has been said here before. My problem with the engagement versus divestment discussion is that it focuses only on one side of the coin. Divestment alone won't help. Re-allocating that freed up capital to real solutions and to companies that are willing and able to scale those, will. That's the approach we have at our company.'

The winners of the future – the IPCC

identified mitigation options in all sectors which can halve global emissions by 2030 – are looking for capital now, and we should be spending our time supporting them. Oil and gas are nowadays just a small part of the benchmark and we, in Notenboom's words, 'seem to be spending an awful lot of time, brainpower and resources on trying to convince them to join us in the new economy.'

Dieperink added that the problem with the benchmark is that energy may be a small part of it, but that other companies in the benchmark are still consuming around 100 million barrels of oil per day. So then there is still something wrong with the other parts of the benchmark. To which Notenboom replied that you can also form a demand-side engagement plan targeting large users of fossil fuels since, clearly, production-side engagement hasn't delivered sufficient results. 'You can go to Big Tech or companies such as Samsung or ASML, for instance, and ask them how they intend to deliver on their net zero commitments if you take away offsets and purchased electricity from renewable sources, which then shift emissions on to other users, as was pointed out earlier. Perhaps there is an opportunity here for more democratization of electricity and heat production, distribution, and storage, where the brainpower, capital and infrastructure of 'the rest of the benchmark' is more actively pointed towards speeding up the energy transition.'

Do any of you engage with governments?

Notenboom: 'That's a bit complicated, because who do you target? Who do you speak to?'

Duiker: 'Sure there is no clear-cut way that it's being done, but it's being done, nonetheless. There are examples of asset managers who are engaging or have been engaging with governments. For instance, in Brazil on deforestation. There are great initiatives there. So, it is possible. And maybe that's a call to go and find out how you could do it.'

Van Lierop: 'I think it definitely makes sense to engage with governments and talk to them, just to see how they can work out the NDCs. From our company's perspective, we've also always been very active in public policy engagement. So prior to COP26, we were expressing our expectations, joining investor statements, and really reaching out to governments to make sure that the NDCs or the national plans from the governments to be successful in achieving the climate Paris Agreement goals, were sufficient. I think there lies an important responsibility at our doorstep, because we as investors are really one of the stakeholders that can push governments to step up their work.'

Dieperink: 'I believe you should better engage on organizations like the IMF. If, for instance, you would say that a country is not complying to IMF-standards and should be excluded from the next round of help from the IMF, that would really have an impact on things. You certainly can't hurt governments by saying 'I'm not engaging with you and I'm excluding you from my tiny portfolio'. You should see also where the weak spots are, and a weak spot of governments is their reputation in international organizations.'

How do the recent geopolitical events influence all of this? This is where we also have seen the biggest shift in the narrative of oil and the need for it and how things are playing out. Are governments wrong to be subsidising fossil fuels and thereby increasing generation from coal plants in this current crisis?

Furse: 'Evidently governments can't deny people the basic need of a warm home. At the same time, they have to maintain their decarbonisation strategies. I do think that in that respect it's worth disaggregating the short term, how we keep our houses warm, versus the longer term and the impact that current events are going to have on the longer term. My view is that current events are going to have an extremely beneficial impact on the longer-term drivers towards decarbonisation. So the value of

'It's very important to not leave out the social component. I think it's really important to be aware of what this world transition will require from the social aspects.'

renewables is now not only price consistency and price visibility, but also energy security. You know where it's coming from and you're not reliant on Putin. But also the payback that you have on any energy efficiency solutions – building insulation, or industrial automation – is much improved. Governments can sort of rally behind this and while the short term is incredibly painful, the longer term, I hope, will be an even rosier picture for decarbonisation.'

Schoonbrood: 'I think that's an important one, short versus long term, and to make it a gradual change.'

We should do all we can to make it a just transition. But that gets complicated, because sustainable investments will inevitably bring some unintended effects too. >



Notenboom: ‘That is true. Even removing the plastic soup out of our Pacific Ocean has a negative impact on emissions, as you need to get your boats to Hawaii.’

Schoonbrood: ‘True, but I think this is also a journey. We are all learning, and going along this journey we are trying to tackle these climate issues. And yes, this journey has some disadvantages too, inevitably. But learning, adjusting, learning, adjusting is the only way forward.’

Van der Krogt: ‘But it’s also the other way around. If you look at your holistic responsible investment policy or engagement, every single thematic engagement you start; climate change has a certain effect on it. So, it’s interfering in everything. So, today we have to focus on climate change, but if you would have it on labour, for example, climate change will be one of the elements to look at.’

Van Lierop: ‘That is a really good point, and it’s very important to not leave out the social component. I think it’s really important to be aware of what this world transition will require from the social aspects. That is about people and their jobs. We have to make sure there will be proper jobs with proper living wages paid in the new low-carbon economy or net zero company. But we also need to be aware of the inequalities in terms of countries and economies. Specific countries are very vulnerable to the physical climate risk. The impact of climate change on communities and countries might become huge.’

Notenboom: ‘That stresses the importance of looking at the price on carbon. I mean Suriname is one of the two negative emission countries in the world, but they’re about to develop their own oil and gas reserves. If you don’t want them to do that, you will have to pay them.’

Dieperink: ‘Capitalism 2.0 is the solution, because there are external costs on climate that we should internalise into the market. If you let the market do its work right and if you price things right,

‘So, with right carbon pricing the market will give you a solution and it’s certainly the cheapest way to solve this. It will definitely leverage smart, sustainable market innovations.’

then, in effect, this is something that you’ll have to be able to solve. So, with right carbon pricing the market will give you a solution and it’s certainly the cheapest way to solve this. It will definitely leverage smart, sustainable market innovations.’

Duiker: ‘The market doesn’t really work well, so we have to change something there, improve the market. And I think one other thing we could do for investors is adjusting the way they look at risk-return, and taking more notice of investees that really do make absolute reductions or provide solutions for the transition, and actually take into account these impacts. Because pricing, as it is being done now in risk-return, we know it doesn’t work, so let’s upgrade our approach to include real world impacts.’

Thus ended the multi-faceted roundtable discussion in which participants sought ways to not only help shape the transition to substantial carbon reduction but also improve those processes. To conclude the meeting, Stamenkova van Rumpt asked for a final insight from the attendees. It was generally felt that in order for engagement to be successful there is a need to work together as institutional investors. When push comes to shove, united investors can really help to bring about a real acceleration in the reduction of carbon emissions. Also an occasional push from a united front of institutional investors can work wonders in that respect. With the clock ticking, that is a hopeful notion. ■

SUMMARY

Engagement works best if you work together with other parties.

If you cooperate, for instance with environmental organisations, it will become more of a reputational issue and make it more effective.

Engagement has to be tailored to the company you are involved with as an investor.

A net zero strategy should be based in science.

Targets should cover the whole supply chain as Scope 3 emissions are valuable to really understand where a company is heading.

Don't make climate promises you can't keep

Company CEOs and governments have rushed to make 'net zero by 2050' promises. This is an admirable goal, but in reality, how many of those CEOs and leaders of government will be in their current positions in 2050? Likely, none.

Promises are easily made, particularly when doing so is a simple act of virtue signalling, with the knowledge that by that time, it will be clear these promises were empty. By 2050, they are someone else's problem.

People are simple creatures. We do what we are incentivised to do. If we want to tackle a problem, such as climate change, we must tackle incentives. But this is something that the finance industry has struggled to do thus far. It is too busy making promises for which someone else – the next generation – will be responsible.



By **Matt Orsagh**,
Senior Director Capital
Markets Policy at CFA
Institute

Some might say the financial industry is playing catch-up on climate matters after decades of inaction, but efforts certainly have increased in recent years. Nevertheless, the danger is that catching up may involve making promises on climate to clients, regulators and future generations that may not be possible to keep.

Finance certainly should not take a back seat when it comes to sustainability, but we also must be realistic. The role of finance in combatting climate change is essentially the efficient allocation of capital. That is an incentives game. As an industry, we must find the best way to invest capital to engender economic and societal prosperity.

Ultimately, governments must do the heaviest lifting. They set the incentives for individuals and industries, which together will have the biggest impact on climate change.

A global price on carbon, for example, is one incentive that will change behaviour. Although it will be challenging and politically unpopular for governments and policymakers, investors need to help provide cover for those difficult decisions and, once again, must advocate – consistently and repeatedly – for a price on carbon.

The investment sector also has a key role to play in helping companies standardise sustainability reporting, improve disclosures and reassess their compensation incentives.

Investors must understand their ESG investments might represent a step in the right direction, but they are not going to save the world. Their actions on the ground as consumers and voters have a much greater impact. If they do not invest in a company that is 'bad' for the climate, someone else will. If, however, they opt for alternative choices in the way they live (energy, food, transportation) and change the way they vote (voting for climate action), no new consumer or new voter can replace them. As a result, their choices will have a more fundamental impact in the real world. Investments always only reflect consumer and voter decisions.

As we look to the future, we must recognise that some segments of society can have a bigger impact on climate than finance. Our industry needs to be careful not to over-promise, but it also must continue to play its (not inconsiderable) role and advocate for change where it can. ■

Hoe bereidt u de beleggingsportefeuille voor op een temperatuurstijging?

Door Jan Jaap Omvlee Fotografie Peter Putters



Tijdens de Climate Summit bespraken drie panelleden hoe zij hun beleggingsportefeuille voorbereiden op een temperatuurstijging van 1,5 °C en van 4 °C. ‘Het gaat om een totaalbenadering, maar welke impact heeft dit in de echte wereld?’

Hoe bereiden jullie je beleggingsportefeuille voor op een temperatuurstijging van 1,5 °C?

Mariëtta Smid: ‘We moeten ons uiterste best doen om de temperatuurstijging onder de 1,5 °C te houden. Klimaatverandering heeft grote consequenties voor ons als mensheid en is een bedreiging voor de biodiversiteit. Wij hebben daarom het doel gesteld om in 2030 klimaatpositief te zijn en niet tot 2050 te wachten. Dat betekent dat we dan met het totaal van onze assets under management meer CO₂ uit de atmosfeer halen dan we uitstoten. We meten onze impact op het klimaat aan de hand van Scope 1, 2 en 3. Om ons klimaatpositieve doel te bereiken, selecteren we investeringen in activiteiten die klimaatverandering helpen tegengaan, zoals energie-efficiëntie, energiebesparing en hernieuwbare energie.

Daarnaast beleggen we in bedrijven, fondsen en projecten die echt CO₂ onttrekken aan de atmosfeer en sluiten we investeringen uit die een negatieve impact op het klimaat hebben en in onze ogen niet duurzaam kunnen zijn. Met onze bestaande beleggingen in gewone bedrijven, dus bedrijven die niet hoofdzakelijk gericht zijn op het verminderen van de impact op de klimaatverandering, willen we de CO₂-footprint verkleinen. We stimuleren deze bedrijven om de noodzakelijke transitie in te zetten en doen dat bijvoorbeeld via engagement. Het gaat erom de sturende kracht van geld in te zetten voor de duurzame economie van de toekomst. We doen dat met bedrijven, projecten en fondsen die financieel rendement opleveren en floreren in balans met de natuur. Dat is de basis van wat we doen.’

Dus ‘climate positive’ is de nieuwe benchmark?

Graeme Sharpe: ‘Een interessante vraag. De kans krijgen om echt na te denken over dit soort vragen is eigenlijk de reden dat ik bij ABN AMRO ben gaan werken. Waar we op dit moment over nadenken, is hoe we tot een totaalpak kunnen komen om de assets van onze klanten op één lijn te krijgen.

Ik denk dat het uitgangspunt voor elke belegger niet zozeer moet zijn om te kijken naar de eigen portefeuille of naar klimaat-KPI's, maar veeleer om na te denken over welke veranderingen er nodig zijn in de echte wereld en welke acties we als beleggers kunnen ondernemen om die veranderingen te stimuleren. Baseer je aanpak niet uitsluitend op de gerapporteerde emissies en het omlaag krijgen van die kerncijfers.

Wat nodig is, is dat de CO₂-uitstoot in de economie wordt teruggebracht en dat er meer wordt geïnvesteerd in klimaatoplossingen – maatregelen die ons helpen om de ergste gevolgen van de klimaatverandering te verzachten of om ons daaraan aan te passen. Adaptatie is voor mij een belangrijk gebied waar we als beleggers meer aandacht aan moeten besteden. Als je deze doelen eenmaal voor ogen hebt, is het tijd om naar je portefeuille te kijken, naar je governance en naar de beleggingsstructuur die je hebt. Verder moet je nadenken over welke mogelijkheden je binnen je raamwerk hebt om een verschil te maken in de echte wereld. En ik denk echt dat alle beleggers, groot of klein, en het maakt daarbij niet uit hoe eenvoudig of ingewikkeld je beleggingsstructuur is, daar een bijdrage aan kunnen leveren.

De realiteit is dat veel beleggers een passieve beleggingsaanpak hebben die ze niet kunnen veranderen. Maar zelfs dan kun je nog steeds een en ander doen. Begin met kijken naar de benchmarkindex. Kun je overschakelen op een andere index die helpt om kapitaal te heralloceren naar groene activiteiten of om transitierisico's beter te beheeren? Of denk aan engagement en stemgedrag. Betrek de bedrijven waarin je belegt bij het stimuleren van het terugbrengen van CO₂-uitstoot en betrek je vermogensbeheerders bij hun beleggingsaanpak.

Wat je ook doet, ik denk echt dat je een vooruitziende blik moet hebben. Denk niet alleen aan de huidige emissieniveaus. Kijk naar alle verschillende sectoren en bedrijven waarin je belegt en denk: welke gaan het redden? En wat te doen met bedrijven die vandaag een hoge CO₂-uitstoot hebben? Voor mij kan het prima zijn om vandaag te beleggen in bedrijven met een hoge uitstoot, zolang je maar overtuigd bent van hun aanpak om CO₂-uitstoot terug te brengen en, nog belangrijker, van hun managementteams. Het gaat om een totaalbenadering, om het inzetten van alle mogelijkheden die je hebt. Vraag jezelf altijd af: welke impact heeft dit eigenlijk in de echte wereld? >



VOORZITTER

Piet Klop

Head of Responsible Investment, PGGM



Evalinde Eelens

Bestuurslid bij verschillende pensioenfondsen



Graeme Sharpe

Senior Manager ESG and Sustainable Investing, ABN AMRO



Mariëtta Smid

Senior Manager Sustainability, ASN Impact Investors

‘Elk pensioenfonds heeft een ander duurzaam beleggingsbeleid en je moet kijken wat voor elk fonds de beste aanpak is.’

Evalinde Eelens, je zit als bestuurslid in verschillende pensioenfondsbesturen, wat is jouw visie hierop?

Eelens: ‘Verantwoord beleggen is als begrip nog nooit zo treffend geweest als nu in relatie tot klimaatverandering. We moeten echt hierin onze verantwoordelijkheid nemen, want het wordt hoe dan ook een self-fulfilling prophecy. Als je alleen al naar de energietransitie kijkt, zijn er zoveel miljarden euro’s nodig, waarbij we het niet gaan redden zonder dat institutionele beleggers zich inkopen in dit proces. Dat is mijn eerste reactie.

Daarnaast heeft elk pensioenfonds een ander duurzaam beleggingsbeleid en moet je kijken wat voor elk fonds de beste aanpak is. Maar zelfs de pensioenfondsen die het meest of het minst leidend zijn op het gebied van ESG, hebben nu een klimaatbeleid. Er zijn zoveel hendels waaraan je kunt trekken, waardoor het voor elk pensioenfonds heel goed mogelijk is om iets te implementeren. Een van mijn klanten is daar heel vooruitstrevend in. Wij hebben een landbouwfonds opgezet dat boeren helpt om gewassen op een duurzamere manier te verbouwen zonder hun hulpbronnen uit te putten.

Andere pensioenfondsen maken gebruik van engagement en ook op dat gebied kun je heel veel doen. Er is dus een oplossing voor elke institutionele belegger, ongeacht het profiel. In het nieuwe klimaatrapport dat door de World Meteorological Organization (WMO) is gepubliceerd, staat dat er nu een kans is van ongeveer 50% dat de doelstelling van 1,5 °C wordt gehaald. Je kunt misschien zeggen dat dat niet zo erg

is, maar het kan alle kanten op gaan. Nog maar zeven jaar geleden was de kans dat we de tweede doelstelling (4 °C) niet zouden halen eencijferig, wat betekent dat de situatie in zeven jaar tijd aanzienlijk is verslechterd, ook al hebben de meesten van ons toegezegd iets aan het klimaat te zullen doen. Dus het is nu echt tijd. Nou ja, eigenlijk al vijf jaar geleden, maar beter laat dan nooit. Dus laten we onze verantwoordelijkheid nemen en nu meteen iets doen aan verantwoorde investeringen.’

Laten we wat dieper ingaan op de trade-offs die waarschijnlijk impliciet of expliciet zullen zijn in de dingen waar je het over had. Is er een wisselwerking tussen de financiële performance en de positieve strategieën die jullie nastreven?

Smid: ‘Nou, zeker niet op de lange termijn. Beleggen in de bedrijven die voorbereid zijn op de toekomst en zich richten op de noodzakelijke transitie en technologieën zijn de winnaars en die ondernemingen zullen nog bestaan in de economie van 2050. Ik geloof echt dat het zakelijk en beleggingstechnisch verstandig is om je op dit soort bedrijven te richten, dus ik geloof niet dat er een trade-off is. Ik ben nu al bijna twintig jaar actief op het gebied van duurzaam beleggen en deze vraag komt steeds weer terug. In de loop der jaren is daar veel onderzoek naar gedaan en de conclusie is altijd geweest dat het niet schadelijk is voor het financiële rendement.’

Dus jullie hebben geen moeite om die oplossingen te vinden?

Smid: ‘Er zijn voldoende investeringsmogelijkheden. Oplossingen om een positief effect te hebben zijn er, maar ze zijn nog steeds schaars. Het zijn veelal nog kleinere bedrijven, maar ik verwacht dat dit de bedrijven van de toekomst zijn. Onder de beursgenoteerde bedrijven hebben we tot nu toe slechts enkele bedrijven gevonden die een positieve impact hebben op biodiversiteit en klimaat, bijvoorbeeld Wide Open Agriculture. Wij hebben in november vorig jaar een nieuw biodiversiteitsfonds gelanceerd dat echt gericht is op herstel en bescherming van biodiversiteit. Klimaatverandering is een belangrijk onderwerp, er zijn al heel veel mogelijkheden om in te investeren. Veranderingen zijn noodzakelijk. Als je bijvoorbeeld naar bossen kijkt, leveren gekapte bomen een hoger financieel rendement op dan bomen die blijven staan. Maar het laten staan van



bossen heeft een grote waarde voor het tegengaan van klimaatverandering en het verlies van biodiversiteit. Dat moet financiële waarde krijgen. Het belang van investeringen in biodiversiteit en klimaatverandering moet ook in geld kunnen worden uitgedrukt. Zover zijn we nog niet. Op de langere termijn is het belangrijk om deze berekeningen te kunnen maken.’

Nu is Graeme Sharpe bereid om een meer toekomstgerichte benadering te kiezen waarbij je niet groen hoeft te zijn om in aanmerking te komen voor je portefeuille, zolang de richting die je inslaat maar goed is?

Sharpe: ‘Ik denk dat de richting van de reis heel belangrijk is. Als je het belegbare universum segmenteert op basis van de huidige emissieniveaus en het verwachte temperatuurpad, dan geeft dat echt interessante inzichten ten aanzien van welke bedrijven een hoge CO₂-uitstoot hebben en welke dat in de toekomst gaan hebben, welke bedrijven het probleem erger maken en welke bedrijven al groen zijn en als katalysator voor de overgang zullen fungeren. Ja, we moeten die delen van de economie, hernieuwbare energie et cetera, laten groeien, maar we zullen de meeste andere sectoren ook nodig hebben. Uiteindelijk hebben we in de huidige economie nog steeds fossiele brandstoffen nodig – of een vervanger daarvan.’

Ik denk dat een toekomstgerichte benadering kan helpen, waarbij we nadenken over welke bedrijven succesvol zullen zijn, welke zich kunnen aanpassen, en welke tegen het einde van de transitie winstgevend zullen zijn. Ik denk dat je met deze benadering ook beleggingskansen kunt vinden die je anders zou missen als je je zou beperken tot het uitsluitend zoeken naar bedrijven die vandaag duurzaam zijn – en die misschien ook een soort ‘greenium’ in hun prijs hebben ingebouwd.’

Evalinde Eelens, vindt dit weerklank bij de pensioenfondsbesturen die jij bedient?

Eelens: ‘Ja en nee. Het hangt er echt van af. Ik denk dat als je ESG op een risico-gestuurde manier benadert, je risicoprofiel zeker zal toenemen. Dus dat is geweldig vanuit een beleggingsoogpunt. Als je het benadert vanuit ethisch oogpunt zal het rendement mogelijk lager zijn op korte termijn. Een heel goed voorbeeld is Saudi Aramco. Ik denk dat dit het best presterende bedrijf was in de afgelopen twaalf maanden. Beleggen

‘Het uitgangspunt voor elke belegger moet niet zozeer zijn om te kijken naar de eigen portefeuille of klimaat-KPI’s, maar veeleer om na te denken over welke veranderingen er nodig zijn in de echte wereld.’

in deze onderneming is vanuit ethisch oogpunt een dilemma, maar heeft vanuit financieel oogpunt een grote meerwaarde op korte termijn. Is het ethisch verantwoord om daarin te beleggen? Persoonlijk denk ik van niet. Sommige van mijn pensioenfondsen beleggen er wel in, andere doen dat niet. Je maakt een financiële afweging.

Er is nog een optie die we niet hebben besproken, namelijk waardecreatie, en deze gaat meer richting engagement. Je kunt bedrijven helpen te verbeteren en toekomstbestendiger te worden en dan heb je werkelijk een kans om je financiële rendement te verhogen en de wereld beter te maken.’

Het is tot slot tijd om aandacht te besteden aan het scenario van een opwarming met 4 °C. Wie houdt er nu al rekening mee dat dit helemaal ontspoord en hoe kan dat worden beïnvloed in de beleggingsportefeuille?

Eelens: ‘Onlangs zag ik een klimaatpresentatie en de presentator zei: ‘Als het 4 °C-scenario werkelijkheid wordt, dan hoef je er niet meer over na te denken, dat betekent het einde.’ Maar ik denk dat we er wel over na moeten denken en voor mij maakt het deel uit van de klimaattransitie en de energietransitie-aanpak waarbij je niet alleen naar het heden kijkt, maar je ook voor adaptatie kiest. En ik weet niet zeker hoe dat zal gebeuren, maar naar mijn mening zal landbouw daar een belangrijk deel van uitmaken. Vooral opkomende landen hebben onze hulp en aandacht nodig om zich aan te passen. Zelfs als je het vanuit een heel opportunistisch oogpunt bekijkt. Als we die landen niet helpen, zal iedereen die daar woont, hier komen wonen. Dat kunnen we niet aan. Dus zelfs vanuit dat oogpunt moeten we ze helpen. Maar ook vanuit andere gezichtspunten is het belangrijk om een hand uit te steken en kunnen we helpen om daar waarde te creëren.’ ■

IN HET KORT

Het gaat om de sturende kracht van geld en het geld in te zetten voor een toekomstige duurzame economie.

Van wezenlijk belang is een totaalbenadering, waarbij je jezelf afvraagt: welke impact heeft dit in de echte wereld? Een formele, op risico gebaseerde aanpak is daarbij wenselijk.

Adaptatie is een belangrijk fenomeen waar beleggers meer aandacht aan moeten besteden.

Landbouw is een belangrijk deel van adaptatie, waarbij beleggers Emerging Markets de helpende hand moeten toesteken.

Beleggen in lijn met je duurzaamheidsdoelstelling

Terwijl de hoeveelheid ESG-data toeneemt en de kwaliteit ervan verbetert, formuleren steeds meer institutionele beleggers in Nederland eigen specifieke duurzaamheidsdoelstellingen. Het inrichten van een aandelenportefeuille in lijn met die duurzaamheidsdoelstellingen is de volgende stap.

Door Dennis Thé en Mark Voermans

De manieren waarop duurzaamheidsintegratie wordt vormgegeven, lopen sterk uiteen en sluiten lang niet altijd voldoende aan bij de duurzaamheidsdoelstellingen en/of verwachtingen van asset owners en beleggers.

Institutionele beleggers formuleren steeds vaker specifieke duurzaamheidsdoelstellingen die zo goed mogelijk aansluiten bij hun missie en hun achterban. Het is een goede zaak dat naast risico- en rendementsoverwegingen ook duur-

‘Duurzaamheidsdata zijn inmiddels van voldoende kwaliteit om beleggingsbeleid en rapportages (mede) op te baseren.’

zaamheid zo een belangrijke rol krijgt. Over de vraag hoe deze doelstellingen te vertalen zijn naar een (aandelen)portefeuille bestaat echter nog veel onduidelijkheid. Dat is onnodig.

Trends in duurzaam aandelenbeleggen

Duurzaamheid ontwikkelde zich de afgelopen decennia via uitsluiten naar best-in-class en active ownership. De laatste tien jaar zagen we portefeuillemanagers verbeteringen aan portefeuilles doorvoeren op generieke duurzaamheidsindicatoren. Met de komst van meer data om duurzaamheidskarakteristieken van bedrijven in kaart te brengen, ontstaan mogelijkheden om specifieke doelstellingen direct een plek te geven in aandelenportefeuilles.

Dit kan bijvoorbeeld door:

- De portefeuillekarakteristieken (ten opzichte van de benchmark) naar specifieke thema's te verbeteren, oftewel 'thematische duurzaamheidsintegratie'.
- Een duurzaamheidsfactor aan de beleggingsstrategie toe te voegen, waardoor de beleggingsportefeuille exposure kan krijgen naar bedrijven die positief bijdragen aan gewenste duurzaamheidsdoelstelling(en).

Groei in omvang en kwaliteit van duurzame data

De afgelopen jaren is er veel voortgang geboekt bij het genereren van duurzaamheidsdata. Ontwikkelde markten lopen daarin voorop. Deze data zijn inmiddels van voldoende kwaliteit om beleggingsbeleid en rapportages (mede)

op te baseren. Dit is een onomkeerbaar proces: het gaat alleen maar meer en beter worden.

Vooraf op het thema klimaat zijn veel data beschikbaar, zowel terugkijkende als vooruitkijkende data. Op dit moment zijn er bijvoorbeeld alleen al in de ESG-database van Bloomberg ruim 500 klimaat- of energiegebruik-gerelateerde indicatoren beschikbaar. De Scope 1- en 2 carbon-dioxide-emissies worden inmiddels door zo'n 73% van de bedrijven in de MSCI World Index gerapporteerd. Ten aanzien van de overige bedrijven zijn vrijwel altijd schattingen van dataproviders beschikbaar. Daarnaast zorgen ontwikkelingen op het gebied van wet- en regelgeving, zoals de Europese duurzaamheidswetgeving, ook voor steeds meer duurzaamheidsdata.

Integratie van data in portefeuilleconstructies

Om een portefeuille in lijn te brengen met duurzaamheidsdoelstellingen is de eerste stap het vinden van de meest geschikte data om een bepaald thema te kwantificeren. Daarna bepaal je wat de meest geschikte manier is om die data in de portefeuilleconstructie mee te nemen. Dit is afhankelijk van de aard van de doelstelling, zoals:

- Negatieve impact beperken.
- Duurzaamheidsrisico's beperken.
- Alignment met duurzaamheidsdoelen realiseren.
- Positieve impact realiseren.

Het beperken van negatieve impact kan via uit-

sluitingen, terwijl het beperken van duurzaamheidsrisico's beter met portefeuillerestrictie kan worden gerealiseerd. Voor het in lijn brengen van de portefeuille met een duurzaamheidsdoelstelling is een duurzaamheidsfactor het meest geschikt, eventueel aangevuld met een restrictie. Voor het realiseren van positieve (indirecte) impact is direct sturen op de doelstelling gewenst. Ook dat kan het beste via een duurzaamheidsfactor. Bij het gebruiken van een duurzaamheidsfactor zijn vooruitkijkende data (zoals de toekomstige impact van een bedrijf op de opwarming van de aarde) het meest geschikt.

Van uitsluiten naar insluiten

In het begin werd duurzaam beleggen in (aandelen)portefeuilles vormgegeven via uitsluitingen in combinatie met engagement, voting en ESG-integratie. Een best-in-class-strategie selecteert een beleggingsuniversum van bijvoorbeeld de helft van het oorspronkelijke universum, maar hanteert daarbij doorgaans generieke ESG-data die niet direct aansluiten op duurzaamheidsdoelstellingen. In onze optiek is het creëren van een duurzaam beleggingsuniversum, passend bij de duurzaamheidsdoelstellingen van de asset owner of de belegger, de basis voor een (aandelen)beleggingsstrategie.

Een duurzaam beleggingsuniversum is erop gericht zoveel mogelijk bij te dragen aan (indirecte) impact. Hierbij worden niet langer alleen bedrijven die slecht of zeer beperkt aansluiten bij de duurzaamheidsdoel-

stellingen vermeden, maar worden juist die bedrijven geselecteerd die het beste aansluiten bij de eigen duurzaamheidsdoelstellingen. Dit is een uitdagend proces waarbij de rol van goede portefeuilleconstructie nog belangrijker wordt, aangezien de reguliere risico- en rendementseisen doorgaans gewoon van kracht blijven.

Het verschil met andere factoren

Wat is nou eigenlijk een duurzaamheidsfactor? En waarin verschilt deze met andere bekende factoren? De gangbare definitie voor een stijlfactor is een karakteristiek van aandelen die verschillen in risico en rendement tussen aandelen kan verklaren. De meest bekende zijn de stijlfactoren value, momentum, quality, low volatility en size. De laatste jaren richt veel onderzoek zich op duurzaamheid als verklarende factor van risico en rendement.

Uit de daaruit volgende literatuur is nog geen eenduidige conclusie te trekken over de toekomstige relatie tussen duurzaamheidskarakteristieken en risico en rendement. De duurzaamheidsfactor heeft in onze optiek dan ook een andere doelstelling. Dat is namelijk de portefeuille in lijn brengen met de gestelde duurzaamheidsdoelstellingen.

Voordelen van integratie via een duurzaamheidsfactor

Integratie via een duurzaamheidsfactor lijkt complexer dan simpelere alternatieven zoals uitsluiten of best-in-class. Wat zijn dan de voordelen van deze aanpak? Door duurzaam-

'De laatste jaren richt veel onderzoek zich op duurzaamheid als verklarende factor van risico en rendement.'

heid te kwantificeren en mee te nemen als een factor, maken we gebruik van een aantal voordelen die kenmerkend zijn voor een kwantitatief beleggingsproces.

Zo bieden een kwantitatief beleggingsproces en een duurzaamheidsfactor de portefeuillemanager grip op relevante portefeuillekarakteristieken, zoals duurzaamheid, stijlfactoren, tracking error of volatiliteit, liquiditeit en sector- en/of landenexposures.

Een tweede voordeel is de hoge mate van transparantie. Een duurzaamheidsfactor en een kwantitatief beleggingsproces geven makkelijker inzicht in de mate waarin duurzaamheidsdoelstellingen terugkomen in de portefeuille. Ook op individueel positieniveau kan transparantie geboden worden door te laten zien hoeveel van het gewicht van een aandeel werd bepaald door welke karakteristieken (zoals duurzaamheids- en stijlfactoren).

Ten slotte maakt een kwantitatief beleggingsproces het makkelijker om de bijdrage van de exposures en/of factoren aan de performance of het (relatieve) risico te bepalen. Dus ook de bijdrage van de duurzaamheidsfactor. Op die manier wordt inzichtelijk wat de financiële impact van de duurzaamheidsintegratie was. ■



Dennis Thé

Head of Equities, Achmea Investment Management



Mark Voermans

Senior Portfolio Manager, Achmea Investment Management

IN HET KORT

De ontwikkelingen op het gebied van ESG-data stellen beleggers in staat om duurzaamheidsdoelstellingen een meer prominente plek te geven in een aandelenportefeuille.

Generieke ESG-benchmarks lenen zich doorgaans niet goed genoeg om beleggingsportefeuilles goed aan te laten sluiten op duurzaamheidsdoelstellingen.

Een duurzaamheidsfactor is de meest directe manier om duurzaamheidsdoelstellingen te integreren.

Duurzaam beleggen in Real Assets punt van aandacht voor pensioenfondsen

Is duurzaam beleggen in Real Assets een logische keuze? ESG-integratie in pensioenportefeuilles is best ingewikkeld en vereist innovatie. Een goede dialoog tussen pensioenfondsen, beheerders en uitvoerders is van groot belang voor vernieuwing. Financial Investigator sprak hierover met Robin Schouten, Executive Director Fiduciary Management bij Kempen Capital Management.

Door Wim Groeneveld

Waarom is ESG-integratie in Real Assets zo belangrijk? Is de trend naar duurzaamheid niet gewoon marketing voor nieuwe producten?

‘Hier zijn twee belangrijke redenen voor. De eerste is dat vastgoed en infrastructuur via de bouw en het stroomverbruik ongeveer een derde van de globale CO₂-emissie vertegenwoordigen. Dus als we onze klimaatdoelen willen halen, dan is dit een zeer belangrijk segment. We kunnen hierop inspelen door meer kapitaal te alloceren naar de voorlopers op het gebied van duurzaamheid en het verbeteren van de achterlopers.

Daarnaast kunnen Real Assets niet van locatie veranderen. Daarom willen we de fysieke risico's goed begrijpen en beheersen, temeer daar deze assets cruciaal zijn voor het functioneren van de samenleving.

De tweede reden is dat we juist nu een enorme betrokkenheid constateren bij deelnemers van pensioenfondsen als het gaat om duurzaamheidskeuzes. Vandaar dat steeds meer pensioenfondsen beleggingsmogelijkheden onderzoeken die passen bij de voorkeuren van de deelnemers. Real Assets spelen een belangrijke rol bij de invulling hiervan omdat ze herkenbaar en tastbaar zijn en direct aan duurzaamheidsthema's kunnen worden gekoppeld. Daarbij kun je verder kijken dan alleen vastgoed en infrastructuur. Via landbouw kan je bijvoorbeeld in thema's zoals biodiversiteit en voeding investeren.

De vraag naar ESG-integratie is reëel en vereist innovatie. In dialoog met beheerders en uitvoerders brengen we deze vernieuwing tot stand. Natuurlijk worden de oplossingen ook breder aan de markt aangeboden en dat is alleen maar positief. Je moet echter wel kritisch zijn ten opzichte van aanbieders die wel zeggen duurzaam te beleggen, maar dit eigenlijk amper invullen. De noodzaak van goede due diligence en duidelijke KPI's gericht op duurzaamheid is nooit weggeweest.

Wat is het verschil tussen ESG-integratie en impactbeleggen?

‘Volgens mij zijn dit twee verschillende werelden die langzaam naar elkaar

toegroeien. ESG-integratie is het beleggen met een rendementsdoelstelling en daarbinnen op verschillende manieren rekening houden met ESG. Dit kan bijvoorbeeld via uitsluiting, engagement of SDG-integratie. Bij impactbeleggen ‘kantel’ je eigenlijk het beleggingsproces. Eerst moet een investering voldoen aan de duurzaamheidscriteria en pas daarna kijk je naar rendement en risico. Als we even wegblijven van de technische definitie van impactbeleggen, maar puur kijken naar de mindset van de beleggers, dan is deze totaal anders.

Een pensioenfonds wil eigenlijk het beste van beide werelden. Een groot deel van de portefeuille zal waarschijnlijk ESG-integratie toepassen die gekoppeld is aan de duurzaamheidsdoelstellingen. Een ander deel van de portefeuille, veelal in Real Assets en private equity, kan voor impactbeleggen worden ingezet, mits aan een minimale rendementsdoelstelling wordt voldaan. Wat ik heel mooi vind, is om beide perspectieven voor ogen te hebben en de discussie aan te gaan over investeringsmogelijkheden om tot het beste resultaat te komen.’

In welke asset class kan een pensioenfonds het beste beginnen als het een stap wil maken?

‘Het startpunt van de discussie zijn de duurzaamheidsthema's en -doelstellingen die zijn gedefinieerd. Wil je ESG integreren of wil je impact maken? Het verschil namelijk nogal per categorie welke doelstellingen kunnen worden gehaald. In vastgoed zien we dat ESG-integratie al heel

goed is ontwikkeld en duurzaamheid met aandacht voor klimaat een kernonderdeel van het beleggingsproces is geworden. Maar echt impact maken, is nog lastig. Nemen we infrastructuur als voorbeeld, dan zien we een enorme trend naar beleggingen in duurzame energie in ontwikkelde landen, terwijl in opkomende landen het uitfasen van inefficiënte kolencentrales al een hele stap is.

Is biodiversiteit een belangrijk thema, dan kom je in infrastructuur waarschijnlijk niet veel verder dan het monitoren en mitigeren van negatieve impacts. Bij een ambitieuzer doel gericht op biodiversiteit zou dan juist een investering in duurzame landbouw beter passen. Ten slotte een kort uitstapje buiten Real Assets: investeringen in private equity bieden enorme kansen om te verduurzamen, passend bij verschillende doelstellingen. Pensioenfondsen kunnen hier echt invloed uitoefenen door kapitaal te verschaffen met specifieke doelstellingen en voorwaarden. Om een eerste stap te maken, zouden we adviseren om één categorie te kiezen die het beste bij de doelstellingen en de portefeuille-context past wat betreft rendement en risico. Hier beleg je dan ook fysiek in om de impact op de beleggingen en de complexiteit in balans te houden.

Wat zijn de belangrijkste drempels voor een pensioenfonds? Hoe kan daarmee worden omgegaan?

‘Het grootste dilemma is toch wel de keuze tussen mooie resultaten nu en de langetermijnbeleggingen

die nodig zijn om bij te dragen aan een betere wereld. Het is relatief makkelijk om een compleet nieuw en duurzaam appartementencomplex te kopen of een operationeel windmolenpark. De samenleving heeft echter behoefte aan kapitaal voor projecten die anders niet van de grond zouden komen. Deze projecten zijn vaak complexer en hebben een langere aanlooptijd. Je kan te maken krijgen met de discussie of het rendementsdoel zal worden gehaald en met welk risico. Ook zijn Real Assets veelal complexer en kennen ze hogere kosten dan reguliere beleggingen. Daarom kan je beter vooraf eerlijk tegen elkaar zijn als pensioenfondsbestuur. Is het de wens om beter te rapporteren of om het ook beter te doen? Als je het daarover eens bent, gaat de rest van het proces een stuk soepeler.’

De financiële sector is heel druk met de SFDR-regulering. Wat is de impact hiervan op Real Assets? Komen er goede standaarden aan?

‘In de kern is de uitdaging het gebrek aan data. We zien hoe moeilijk het is om voor liquide beleggingen goede data te verzamelen en te gebruiken. Voor Real Assets speelt deze uitdaging nog veel meer. De SFDR is gemaakt zonder goed onderscheid te maken in wat men wilde reguleren. Een pensioenfonds, een aandelenfonds en een niet-genoteerd infrastructuurfonds werken met ongeveer dezelfde regels.

Een vraag is ook hoe er buiten Europa naar deze regels zal worden gekeken.

Gaan we daar wel data krijgen? Het antwoord ligt wellicht bij Europese beheerders die zijn ingericht om hun hele beleggingsketen, ook voor internationale beleggingen, op object-niveau te meten en te rapporteren. Pensioenfondsen spelen hierbij een belangrijke rol. Hoe belangrijk is duurzaamheid nu echt als een beheerder niet kan leveren? Gaan we in dat geval afscheid nemen? En wanneer?’

De toezichthouder is actief in gesprek met pensioenfondsen over ESG-risico's. Is duurzaam beleggen in Real Assets dan een oplossing?

‘De toezichthouder bekijkt risico niet alleen vanuit financieel perspectief, maar ook met het oog op reputatie. Maken pensioenfondsen de keuzes binnen het beleggingsbeleid waar en kunnen ze deze verantwoordwoorden? We krijgen steeds meer concrete vragen van pensioenfondsen die goed hebben uitgezocht wat hun deelnemers en in sommige gevallen hun sponsor belangrijk vinden en op basis hiervan maatschappelijke doelstellingen hebben geformuleerd.

Real Assets horen hier ook zeker bij, omdat directe investeringen in objecten worden gedaan die aansluiten bij de thema's die belangrijk zijn voor de maatschappij en bij eventueel specifieke doelstellingen van de deelnemers. Wat ons betreft is dit wel een hele belangrijke stimulans voor nieuwe beleggingen in Real Assets. Daarnaast zullen pensioenfondsen ook aan de slag moeten met ESG-risicobeheersing voor de totale portefeuille.’ ■



Robin Schouten

Executive Director Fiduciary Management, Kempen Capital Management

IN HET KORT

Real Assets spelen een cruciale rol binnen de energietransitie en de vraag naar duurzame oplossingen is groot.

ESG-integratie is beleggen met het oog op rendement en daarbinnen rekening houden met ESG. Bij impactbeleggen komt duurzaamheid vóór rendement.

Vastgoed, infrastructuur en landbouw bieden de beste kansen voor impactbeleggers.

Het grootste dilemma is de keuze tussen mooie resultaten nu en de langetermijnbeleggingen die nodig zijn om bij te dragen aan een betere wereld.

How climate change affects socially vulnerable communities

As the impact of climate change increases, socially vulnerable communities around the world are disproportionately experiencing the detrimental effects. Ensuring a transition to the green economy is essential. Capital markets have an active role to play in the process.

By *Gerald Cartigny*



Gerald Cartigny

Managing Director,
Goldman Sachs Asset
Management

There is a growing body of evidence demonstrating that socially vulnerable communities – particularly low income groups and minorities – are least able to prepare for and recover from heat waves, poor air quality, flooding and a host of other climate-related changes. These risks are heightened not only among populations in emerging markets, but also for vulnerable communities in developed nations.

For example, recent academic studies suggest about 66% of the most socially vulnerable communities in the metropolitan areas of New York and northern New Jersey live within half a mile of a flood zone. Heat waves are also a more common occurrence in major cities across the US, and Black and Hispanic communities are most at risk,



according to the Environmental Protection Agency (EPA)¹. Without emissions cuts, extreme heat areas (those with temperatures equivalent to what we see today in the Sahara Desert) are expected to spread from 0.8% of the Earth's surface today to 19% by 2070, affecting 3.5 billion people². This creates a real danger for socially vulnerable people, many of whom are involved in outdoor work and may face elevated health risks.

Waste is another area of concern. Exposure to low doses of chemicals over long periods of time can lead to chronic, longer-term conditions such as cancer, while chemical exposure through drinking water can cause a variety of short- and long-term health effects. Studies show a disproportionately high num-

ber of minorities and poor people in the US living near toxic waste facilities. More than half of the people living within 1.86 miles of a toxic waste facility today in the US are people of color³. We believe identifying and financing sustainable waste solutions can improve outcomes for these communities.

Climate gentrification

There is also evidence to suggest that wealthier populations have been moving away from areas most impacted by climate change, typically resulting in a displacement of socially vulnerable communities, including people of color⁴. This process is known as climate gentrification. In Miami, for example, geo-spatial mapping shows that a migration away from the coast is occurring in anticipation of rising sea levels.

The destinations of choice appear to be locations that house those that were previously kept away from the waterfront, either by economics or, historically, by legal statute. These socially vulnerable communities are now being priced out of the high ground they were previously pushed into. Global examples of this problem exist as well. Parts of the Indonesian capital, Jakarta, have been sinking by up to 10 inches a year, with dire implications for the 10 million people who call the city home.

Investing with a focus on climate change and social vulnerability

We view climate change as a threat multiplier – one that amplifies existing risks, including underfunded healthcare systems and disaster response programs. Understanding this interplay is therefore vital to finding solutions and ensuring that the benefits of a green economy transition are shared widely, while also supporting those who stand to lose economically as a result of climate change. While there are no overnight solutions to these challenges, we believe there are ways to alleviate the effects of climate change on socially vulnerable communities. We think capital market participants have an active role to play by connecting their investment decisions with the delivery of positive social and environmental impacts.

Based on our work in both developing and developed markets, investors providing capital to renewable energy sources help lower carbon-heavy power generation, including from coal-fired power plants. This

lowers greenhouse gas (GHG) emissions and reduces small particulate pollution in the atmosphere that has been proven to trigger respiratory related ailments including asthma for those living near power plants. It also reduces the generation of harmful toxic waste, such as coal ash, which contains contaminants like mercury and arsenic and can pollute waterways, ground water and drinking water without proper management⁵. Research has shown that socially vulnerable communities make up a majority of people next to coal-fired plants and near coal ash disposal. Therefore, the transition to renewable energy power generation has the potential to result in better health outcomes for these communities.

At the sovereign level, countries are seeking to raise capital via green bonds intended to address environmental issues. An emerging trend is countries not only publishing environmental impact reports, but also committing to social co-benefit reporting from their ESG-labelled debt issuance. One example is the UK Government's Green Gilt issuance in 2021⁶. Supporting and encouraging more environmental and social co-benefit focused financing is another way investors can help address the impact of climate change on socially vulnerable communities. We continue to encourage this effort more broadly among sovereign, supranational and agency issuers.

Real estate investment is another area of focus. Research published in the British Medical Journal (BMJ) has shown a convin-

cing link between anticipated energy efficiency improvements in the UK housing stock, and positive public health outcomes related not only to lower winter mortality and morbidity, but also to improved ventilation⁷. With this in mind, one focal area for real estate investors could be how their investments, including in social housing, better address the parallel challenges of lower GHG emissions, improved heating efficiency, improved ventilation and reduced exposure to indoor pollutants, and contribute positively to other health-related issues, such as mental health. These efforts may lead to better environmental and health outcomes broadly, but positively impact socially vulnerable communities the most. ■

‘Climate risks are heightened not only among populations in emerging markets, but also for vulnerable communities in developed nations.’

- 1 United States Environmental Protection Agency.
- 2 World Economic Forum.
- 3 University of Michigan.
- 4 Milliman.
- 5 Scientific American.
- 6 HM Treasury and UK Debt Management Office.
- 7 Hamilton I, Milner J, Chalabi Z, et al. Health effects of home energy efficiency interventions in England: a modelling study.

Disclaimer

Environmental, Social and Governance (“ESG”) strategies may take risks or eliminate exposures found in other strategies or broad market benchmarks that may cause performance to diverge from the performance of these other strategies or market benchmarks. ESG strategies will be subject to the risks associated with their underlying investments’ asset classes. Further, the demand within certain markets or sectors that an ESG strategy targets may not develop as forecasted or may develop more slowly than anticipated.

THIS MATERIAL DOES NOT CONSTITUTE AN OFFER OR SOLICITATION IN ANY JURISDICTION WHERE OR TO ANY PERSON TO WHOM IT WOULD BE UNAUTHORIZED OR UNLAWFUL TO DO SO.

This financial promotion is provided by Goldman Sachs Bank Europe SE. This material is a financial promotion disseminated by Goldman Sachs Bank Europe SE, including through its authorised branches (“GSBE”). GSBE is a credit institution incorporated in Germany and, within the Single Supervisory Mechanism established between those Member States of the European Union whose official currency is the Euro, subject to direct prudential supervision by the European Central Bank and in other respects supervised by German Federal Financial Supervisory Authority (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) and Deutsche Bundesbank.

Confidentiality

No part of this material may, without Goldman Sachs Asset Management’s prior written consent, be (i) copied, photocopied or duplicated in any form, by any means, or (ii) distributed to any person who is not an employee, officer, director or authorized agent of the recipient. Compliance code: 275288-OTU-1590111; 278248-OTU-1603045

SUMMARY

There is a growing body of evidence demonstrating that socially vulnerable communities – particularly low income groups and minorities – are least able to prepare for and recover from heat waves, poor air quality, flooding and a host of other climate-related changes.

These risks are heightened not only among populations in emerging markets, but also for vulnerable communities in developed nations.

Investing with a focus on climate change and social vulnerability is a must.

How to achieve net zero as soon as possible

Institutional investors need to fully understand climate change risks and these risks must then be translated into their investment portfolios. Thorough analysis and active ownership are therefore of great importance, according to Amelia Tan, Head of Responsible Investment Strategy at LGIM.

By *Wim Groeneveld*



Amelia Tan

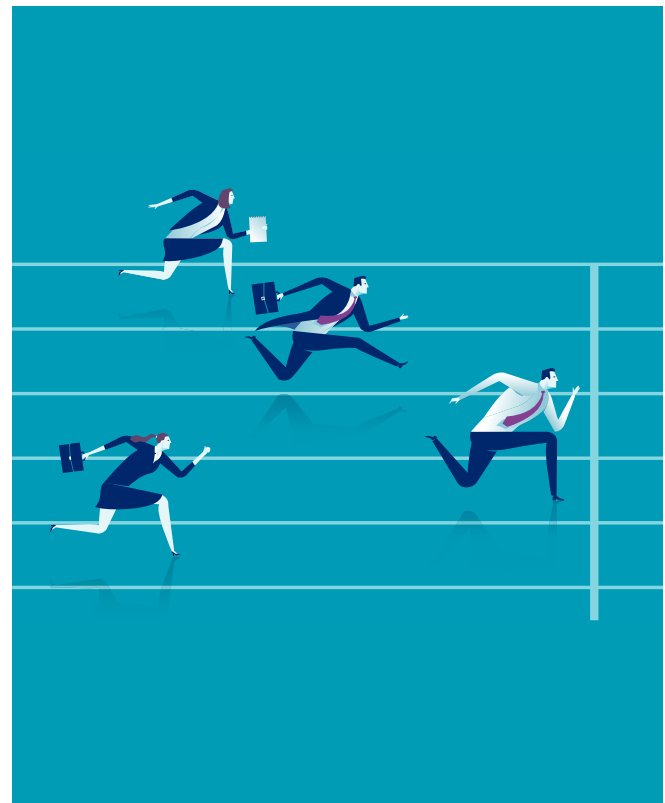
Head of Responsible Investment Strategy, Legal & General Investment Management

What does 'net zero' mean and why is it important?

'Net zero is shorthand for the global effort to balance carbon-emitting 'assets' with carbon-absorbing 'liabilities'. We are focused on our net zero efforts because we recognise that the effects of climate change will be detrimental to the world, to our planet, to people and to national economies.'

Reducing the carbon footprint of a portfolio is also relevant within the framework of net zero. What should be the components of a net zero approach for investors?

'Given the gravity and scale of the challenge, investors should develop a net zero strategy to inform and define their decision-making. How this is precisely defined will be up to each individual investor, but we



see these as the key pillars that should inform any net zero strategy:

- Setting targets.
- Strategic asset allocation.
- Policy advocacy in your communications.
- Activity around engagement and governance.'

In what way could active ownership contribute to net zero in 2050?

'Active ownership can contribute to reaching net zero by 2050 in three steps: identifying key issues, engagement with stakeholders and, where necessary, escalating to sanctions over ESG issues. By working through these questions, investors can assess the activities of companies, enter a dialogue with stakeholders and through this engagement, hold these companies to account for their progress toward net zero.'

How should or could a decarbonisation strategy work together with an engagement strategy?

'We see the route forward as being a combination of continuing partnerships with stakeholders and the setting of rigorous targets. For example, we are committed to working with our clients to reach net zero in greenhouse gases (GHGs) by 2050 and we aim to have 70% of our assets under management aligned with this target by 2030.'

By linking votes to specific data points aligned with a principles-based approach, investors can exert influence more consistently and across more markets by targeting companies that are not yet meeting 'best practice'. Where they are unable to demonstrate sufficient progress, investors can then leverage influence by voting against

‘We are focused on our net zero efforts because we recognise that the effects of climate change will be detrimental to the world, to our planet, to people and to national economies.’

them and/or divesting their holdings from relevant funds.’

How can institutional investors understand and incorporate climate change risks in their portfolios?

‘GHG emissions have long been the most common means for assessing climate change risk, but to meet the challenge of net zero, we must broaden our analysis.

There are four key questions institutional investors must ask to get a full picture of climate change risk:

- What do different climate outcomes mean for the global economy?

- What risks does climate change expose portfolios to?
- What climate outcome is a portfolio aligned with?
- How far away from the net zero 2050 target are my financed emissions?

We have developed our own bottom-up energy transition scenarios – or ‘Destinations’ – that factor in inputs including carbon budgets, technology costs, energy demand and mixes, sectoral emissions pathways and furthermore carbon prices. These range from ‘1.5°C net zero’, to ‘orderly’ and ‘disorderly’ scenarios for below 2°C, to the 4°C rise that would

arise from ‘inaction’, as Figure 1 shows.

Modelling in this way allows institutional investors to understand the company, sector and portfolio-level implications of climate change risk. Once this understanding is arrived at, it can better inform how investors engage with and invest in both companies and sovereign issuers.’

What challenges do you see on the road to net zero?

‘At present, fewer than 10% of companies are on track for net zero, according to our analysis. There is no minimising the challenges many will face in reaching it. We believe the most significant challenge is not determining whether a portfolio is net zero today, but rather how best to devise strategies that will effect long-term change in the market. The key challenge here is finding successful ways to link the macro picture with portfolio construction.’ ■

SUMMARY

Setting targets, strategic asset allocation, policy advocacy and activity around engagement and governance should be the basis of any net zero strategy.

Active ownership can contribute to reaching net zero by identifying key issues, engagement with stakeholders and escalating to sanctions over ESG issues.

Institutional investors should consider the effect of different climate outcomes on the global economy and on their own portfolios.

Most companies still have a long way to go to net zero.

FIGURE 1: DESTINATION GLOBAL PRIMARY ENERGY MIX (%)



Source: Legal & General Investment Management, as at 31 December, 2021.

Disclaimer

Key risks

For professional investors only. Not to be distributed to retail clients. Capital at risk.

Past performance is not a guide to the future. The value of an investment and any income taken from it is not guaranteed and can go down as well as up, you may not get back the amount you originally invested. Assumptions, opinions and estimates are provided for illustrative purposes only. There is no guarantee that any forecasts made will come to pass.

Important information

The information contained in this document (the ‘Information’) has been prepared by LGIM Managers Europe Limited (‘LGIM Europe’), or by its affiliates (‘Legal & General’, ‘we’ or ‘us’). Such Information is the property and/or confidential information of Legal & General and may not be disclosed by you to any other person without the prior written consent of Legal & General. No party shall have any right of action against Legal & General in relation to the accuracy or completeness of the Information, or any other written or oral information made available in connection with this publication. Any investment advice that we provide to you is based solely on the limited initial information which you have provided to us. No part of this or any other document or presentation provided by us shall be deemed to constitute ‘proper advice’ for the purposes of the Investment Intermediaries Act 1995 (as amended). Any limited initial advice given relating to professional services will be further discussed and negotiated in order to agree formal investment guidelines which will form part of written contractual terms between the parties. The Information has been produced for use by a professional investor and their advisors only. It should not be distributed without our permission.

Engagement is vaak vooral educatie

Door Baart Koster Fotografie Peter Putters



Tijdens de Climate Summit van Financial Investigator stond een van de vier paneldiscussies volledig in het teken van de ‘Road to Net Zero’. Vier beleggingsexperts gingen met elkaar de discussie aan over de verschillende wegen naar netto nul CO₂-uitstoot.

Dagvoorzitter Piet Klop, Hoofd Verantwoord Beleggen bij PGGM, wil eerst duidelijkheid over de ambities van zijn gesprekspartners en informeert daarom naar hun beleggingsdoelstelling: nul uitstoot of netto nul uitstoot? Jelena Stamenkova van Rump, Director Responsible Investment bij Anthos Fund & Asset Management, hoeft daar niet over na te denken. ‘Voor ons is het zeker netto nul emissie. Het verschil met nul uitstoot is dat het bij netto nul eigenlijk gaat om het balanceren van je beleggingsportefeuille. Reductie komt eerst, dan compensatie. Wij hebben ons gecommitteerd aan een netto nul uitstoot van broeikasgassen in 2040. Dat is een portefeuillebrede ambitie die we willen bereiken door de verandering in de reële economie te beïnvloeden, niet alleen door onze portefeuille schoon te houden. Ik vermoed dat mijn gesprekspartners hun beleggingen ook afstemmen op het terugdringen van de CO₂-uitstoot in de reële economie, want daarover bestaat een brede consensus onder beleggers’, aldus Stamenkova van Rump.

Die inschatting blijkt een juiste, want ook Annemieke Coldeweijer, Co-Lead Portfolio Manager Sustainable Credit bij NN Investment Partners, richt haar pijlen op netto nul uitstoot. Dat wordt door een realistische overweging ingegeven. Sommige bedrijven kunnen naar haar zeggen niet met nul uitstoot uit de voeten. ‘Voorlopig heb je bijvoorbeeld nog cementproducenten nodig. Momenteel ontbreken de duurzame oplossingen voor verschillende bedrijfsactiviteiten nog. Naar nul uitstoot gaan, is dus pas mogelijk als er voor bedrijven duurzame handelingsperspectieven zijn.’ Coldeweijer onderschrijft bovendien de filosofie om als beleggers impact te willen maken op de reële economie. Daarbij gaat het er niet om wie de portefeuille met de laagste CO₂-footprint heeft. ‘We zijn er als beleggers om een positieve impact op het milieu te genereren en van de wereld een betere plek te maken. Daar moeten de inspanningen dus op gericht zijn’, besluit Coldeweijer.

Samenwerken voor CO₂-reductie

Amelia Tan, Head of Responsible Investment Strategy bij Legal & General Investment Management (LGIM), is het daarmee eens. Het gaat volgens haar ook om het vinden van een levensvatbaar evenwicht tussen assets die CO₂ uitstoten en assets die CO₂ absorberen. Tan: ‘Wij streven ernaar om in samenwerking met onze klanten te komen tot een netto nul uitstoot in 2050, met als tussentijdse doelstelling om in 2030 zo’n 70% van ons totale vermogen onder beheer netto nul te laten zijn. Om dat doel te bereiken, is het van cruciaal belang om de meest CO₂-intensieve sectoren aan te spreken, zoals de mijnbouw. Je kunt niet overschakelen op hernieuwbare energie zonder essentiële mineralen zoals nikkel en koper. Dus in plaats van deze producenten de rug toe te keren, moeten we met hen samenwerken, proberen hun uitdagingen beter te begrijpen en hen helpen inzien welke rol zij kunnen spelen in de strijd tegen de klimaatverandering.’

Marco Rigo, Senior Quantitative Analyst in het Global Bonds Team van Pictet Asset Management, denkt langs dezelfde lijn als Tan. Voor hem is het tegelijkertijd glashelder dat om voldoende CO₂ uit de atmosfeer te halen, er bomen geplant moeten worden, en wel op een gigantische schaal. ‘In 2020 hebben we, onder andere door het aanplanten van bomen, wereldwijd ongeveer 7% CO₂-reductie gerealiseerd. Om de veel significantere reductie te bereiken die nodig is, zijn de wereldwijde inspanningen nog niet toereikend. We zullen daarvoor zeker nog een miljoen bomen moeten planten.’

Marktstandaarden moeten omhoog

Netto nul is dus breed de ambitie, concludeert Klop. Maar als we accepteren dat CO₂-uitstoot altijd onderdeel van de portfolio’s zal uitmaken, welke strategie hanteren de deelnemers dan om die uitstoot in ieder geval zo dicht mogelijk bij nul te brengen? Tan ontvouwt het driestappenproces van haar organisatie. ‘Eerst worden kwantitatieve gegevens en fundamentele bottom up-analyse gebruikt om te bepalen wat de belangrijkste ESG-kwesties per sector en bedrijf zijn. Dit wordt gedaan door Global Research and Engagement Groups, oftewel ‘GREGS’, samenwerkingsverbanden tussen onze beleggingsteams en ons investment stewardship team. De tweede stap omvat engagement op basis van inzichten in belangrijke engagementthema’s, afgebakend per sector. We identificeren wat we willen bereiken voor elk van deze sectoren en welke prioriteit deze doelstellingen hebben in onze beleggingsplannen. Als grote



VOORZITTER

Piet Klop

Hoofd Verantwoord Beleggen, PGGM



Jelena Stamenkova van Rump

Director Responsible Investment, Anthos Fund & Asset Management



Annemieke Coldeweijer

Co-Lead Portfolio Manager Sustainable Credit, NN Investment Partners



Marco Rigo

Senior Quantitative Analyst Global Bonds Team, Pictet Asset Management



Amelia Tan

Head of Responsible Investment Strategy, Legal & General Investment Management

FOTO'S: KEES RUIKEN FOTOGRAFIE, COR SALVERIUS FOTOGRAFIE, ARCHIEF NN INVESTMENT PARTNERS, ARCHIEF PICTET ASSET MANAGEMENT, ARCHIEF LGIM

‘Bedrijven hebben soms educatie nodig. Daar ligt een rol voor beleggers. En dan niet alleen richting bedrijven, maar óók naar klanten toe.’

indexmanager is het voor ons soms praktisch onmogelijk om te desinvesteren, dus kijken we vooral naar hoe we de marktstandaarden kunnen verhogen. We merken dat dit een krachtige aanpak is en daartoe gaan we in gesprek met een breed spectrum van belanghebbenden, dus niet alleen met bedrijven.’

De derde stap is die van escalatie, vervolgt Tan. ‘Als we merken dat we geen tractie krijgen door betrokkenheid, dan kunnen we escaleren. We kunnen dit doen door middel van stamsancties, maar we zijn ook in staat om uit niet-responsieve emittenten uit geselecteerde portefeuilles te stappen op basis van ons speciale klimaatengagementprogramma, de Climate Impact Pledge.’

Het begint inderdaad met het identificeren en bestuderen van de bedrijven in je portfolio, om zo te constateren waar ze zijn qua verduurzaming, beaamt Coldeweijer. En ja, je gaat uiteraard het gesprek aan met achterblijvers. Maar dat gesprek is dan wat haar betreft geen kwestie van met je neus op hun doelstellingen gaan zitten, zoals vaak gebeurt. Het is, zo stelt Coldeweijer, in belangrijke mate een gesprek waarmee je bedrijven wilt helpen verduurzamen. ‘Wij constateren dat bedrijven soms educatie nodig hebben. Daar ligt een rol voor ons als beleggers. En dan niet alleen richting bedrijven, maar óók naar klanten toe. Want velen willen netto nul uitstoot, maar weten vaak niet eens wat dat is.’

Size matters

Dat Coldeweijer als fixed income-belegger geen stemrecht heeft, betekent niet dat zij

geen invloed kan uitoefenen. ‘Natuurlijk zijn onze mogelijkheden beperkter dan die van aandeelhouders, maar we winnen veel door collectief aan engagement te doen. En daar zijn bedrijven zeker gevoelig voor, want die zijn mede afhankelijk van hun financiering op de vastrentende markten. Ze willen immers niet geconcentreerd zijn in alleen aandelen.’ In reactie daarop vertelt Klop dat hij recent een interessante grafiek zag waaruit bleek dat fixed income zelfs een belangrijkere financieringsbron is voor fossiele brandstofbedrijven dan aandelen.

Hoe zit het met engagement met nationale regeringen, wil Klop vervolgens weten. Rigo neemt meteen de illusie weg dat je als institutionele belegger groot genoeg bent om regeringen een push richting de reductie van hun CO₂-uitstoot te kunnen geven. Toch is er een kantelmoment, zegt Rigo. ‘Het moment waarop regeringen de markt op gaan voor herfinanciering van hun staatsschuld, is het moment waarop wij ze ontmoeten en met ze in gesprek gaan. Dan stellen we duurzaamheidsissues aan de orde en bediscussiëren we die.’ Vooralsnog heeft dat overigens nog niet tot concrete resultaten geleid, besluit Rigo.

Wetenschappelijk fundament

Volgens Tan boekte LGIM al enkele resultaten door samen te werken met overheden en beleidsmakers om de publicatie van klimaatgerelateerde gegevens te verbeteren. Wat die transparantie betreft, valt er nog veel te winnen, meent Tan. ‘We zijn onder meer in gesprek met de Amerikaanse Securities and Exchange Commission (SEC) en met de Britse regering om de industrienormenten voor klimaatgerelateerde rapportages naar een hoger niveau te tillen. Via onze deelname aan de Investors Policy Dialogue on Deforestation (IPDD) hebben we er bij de Braziliaanse regering op aangedrongen om het probleem van de ontbossing aan te pakken. En hoewel het niet altijd gemakkelijk is om landen in de gewenste richting te bewegen, merken we dat ze bereid zijn te luisteren. Dus we zijn zeker gemotiveerd om onze gesprekken met regeringen voort te zetten.’

Voor Stamenkova van Rump is de betrokkenheid niet gericht op bedrijven, maar op beleggingsfondsen. De mate van engagement en de gesprekken die ze met hen voert, verschillen. ‘Bij aandelen en vastrentende waarden is het engagement meer volwassen, waarbij verbeteringen in de



uitvoering worden besproken. Daarbij gaat het om vragen als ‘wat zijn je doelstellingen?’, ‘hoe voer je die uit?’ en ‘wat rapporteer je?’

Bij private equity ligt de situatie iets anders, vervolgt zij. ‘Wij opereren in het middensegment van de markt, met kleinere bedrijven, wat minder gegevens betekent. Ook hebben fondsbeheerders veel minder ervaring met CO₂-neutrale strategieën. Dus daar gaat het vooral om bewustwording. En dat sluit aan bij wat Annemieke eerder zei. Je bent dan echt aan het helpen en aan het opleiden.’

Klop wil daarna weten wat de volgende stap is. Volgens Stamenkova van Rumpf hangt het ervan af hoeveel ervaring je hebt met het opzetten en uitvoeren van een duurzaamheidsstrategie. Maar in ieder geval is een zorgvuldige meting van waar je staat aan te bevelen, zo geeft zij aan. ‘Kijk daarbij ook naar wat zinvol is voor jou en voor jouw rol als belegger, want we hebben allemaal verschillende beleggingsvehikels. Voor ons als fund of funds vermogensbeheerder ziet dat er weer anders uit dan voor degenen die bedrijven selecteren voor hun portefeuille. Belangrijk is om je te richten op de verandering in de reële economie, het stellen van wetenschappelijk onderbouwde doelen en op een goede governancestructuur.’

Als niets helpt...

Maar wat als engagement faalt en er, ondanks alle goede bedoelingen, niets ten positieve verandert? Rigo blijft optimistisch, want hij ziet regeringen stappen zetten en de voorlopers onder hen zelfs klimaatregulering opstellen. Andere landen zijn nog in een leerfase en debatteren volop over duurzaamheid. In ieder geval ontstaan er vooruitstrevende beleidskaders, constateert hij, en is het volgens hem zaak dat die onderling op elkaar worden afgestemd om aan substantiële reductie van CO₂-uitstoot te kunnen werken. Weliswaar blijft het vooralsnog bij intenties, maar Rigo vindt het positief om te zien hoe bijvoorbeeld de EU door haar ambities uit te spreken, ook de individuele landen stimuleert om dit te doen. Toch blijft het natuurlijk enigszins fragiel, waarschuwt hij, want toezeggingen zijn niet bindend. Een land kan op elk moment besluiten om gedane toezeggingen uiteindelijk toch niet te respecteren.

Als niets helpt, kan dat leiden tot desinvestering en uitsluiting, aldus Coldeweijer. Maar als je zo ver gaat, is het veel krachtiger

en effectiever om dat signaal collectief af te geven. Dat ‘als-moment’ ligt voor Coldeweijer ongeveer bij drie jaar. ‘Zo lang duurt ons engagement-traject. Daarna besluiten we op basis van de geboekte progressie of we escaleren of desinvesteren.’

‘Voordat je desinvesteert, is er nog een fase waarin je met succes invloed kunt uitoefenen’, voegt Tan toe. ‘Als engagement geen effect heeft, kunnen we overgaan tot stamsancties, die we ook van tevoren aankondigen. Dit is een zeer effectief pressiemiddel gebleken. We hebben gemerkt dat ondernemingen liever niet de negatieve media-aandacht trekken die deze uitspraken hebben gekregen. Het kan ondernemingen ertoe aanzetten te reageren met relevante informatie over de manier waarop zij de door ons gesignaleerde problemen aanpakken of om eerder actie te ondernemen. Maar laten we duidelijk zijn: als langetermijnbeleggers werken wij met ondernemingen samen om te slagen, niet om afscheid van hen te nemen.’

Put it in the price

Ook de zaal laat zich niet onbetuigd en vuurt vragen op de paneldeelnemers af over onder meer het belang van het inprijzen van de kosten van CO₂-uitstoot. Arij van Berkel, Vice President bij Lux Research, die vlak voor de paneldiscussie zijn presentatie ‘Climate credits: blessing or curse?’ hield, leidt zijn vraag in met interessante context. Econometrische studies hebben volgens hem aangetoond dat sinds het Akkoord van Parijs bedrijven met de hoogste uitstoot vergeleken met bedrijven met een lagere uitstoot ongeveer 25 basispunten meer rente op hun schuldfinanciering betalen. Van Berkel vraagt of je dat mechanisme niet ook bij investeringen kunt gebruiken in plaats van een binaire keuze tussen engagement en uitsluiting te maken. Coldeweijer geeft aan het effect van een hogere uitstoot op dit moment niet te kunnen kwantificeren, maar optimistisch te zijn over de toekomst van het inprijzen. Ze verwacht dat deze kosten uiteindelijk zeker hun weg zullen vinden naar een realistische prijs waarin de CO₂-uitstoot is verdisconteerd. ‘Die beweging zal vooral aangezwengeld worden door beleggers. Want hoe meer die zich om ESG en duurzaamheid bekommeren, hoe meer ze dat mee zullen nemen in hun analyse van een bedrijf en de relatieve waarde die ze daaraan toekennen in hun beleggingsportefeuille.’ ■

‘Als langetermijnbeleggers werken wij met ondernemingen samen om te slagen, niet om afscheid van hen te nemen.’

IN HET KORT

Onder institutionele investeerders heerst consensus over het reductiedoel netto nul CO₂-uitstoot, te bereiken door veranderingen in de reële economie te beïnvloeden.

Engagement is vaak nog vooral een kwestie van educatie.

Als je besluit tot desinvestering en uitsluiting, is het veel krachtiger en effectiever om dat signaal collectief af te geven.

De verwachting is dat de kosten van CO₂-uitstoot gaandeweg steeds meer zullen worden ingeprijsd.

Energietransitie creëert overal beleggingskansen

Door Hans Amesz Fotografie Ruben Eshuis Photography



De noodzaak van een energietransitie staat buiten kijf. Juiste en goed afgestemde stimulansen kunnen ervoor zorgen dat er veel kapitaal wordt geïnvesteerd in energietransitie-oplossingen. Beleggers moeten daarbij worden ondersteund door adequate wet- en regelgeving. In dit opzicht is meer stimulerend en minder bureaucratisch beleid van groot belang.

Wat is de grootste uitdaging van de energietransitie?

Alexander Monk: ‘De grootste uitdaging is het vinden van manieren om het sneller te doen. Wat beleggers vooral frustrereert, zijn de bureaucratische rompslomp rond vergunningen en knelpunten in het beleid. We moeten bestaande technologieën gebruiken en doorgaan met innovatie, maar er moeten ook manieren worden gevonden om ze sneller in te zetten.’

Tarik Nbigui: ‘Het meest recente IPCC (Intergovernmental Panel on Climate Change)-rapport is alarmerend, dus is het van vitaal belang om nu te handelen. De grootste uitdaging is het beperken van de schade van de klimaatverandering voor toekomstige generaties.’

Christoph Bruguier: ‘De grootste uitdaging is de weerstand tegen verandering in de wereld in te veel gevallen. Als infrastructuurinvesteerder moeten wij de transitie blijven ondersteunen door actief beheer van onze assets en extra investeringen om de energietransitie sneller en op een duurzame manier te laten verlopen.’

Ramon Esteruelas: ‘De grootste uitdaging is tweeledig: tijd en focus. Ruim 30% van de uitstoot bestaat in feite uit cement, staal en plastic. Daar moeten we op focussen en innoveren, zoals Bill Gates zegt in zijn boek ‘How to Avoid a Climate Disaster’.

Rudy Verstappen: ‘Het gevoel van urgentie leeft nog niet bij iedereen. Om een voorbeeld te noemen: veel van onze huurders zijn reeds actief betrokken bij het verlagen van hun energieverbruik. Anderen zijn nog terughoudend om hun energieverbruik te delen met de verhuurder. We werken er hard aan om ook deze groep meer betrokken te krijgen door ze te stimuleren hun energieverbruik te delen en te reduceren.’

Nbigui: ‘Je moet als belegger of pensioenfondsbestuurder heel goed nadenken over hoe je het belang van de energietransitie, en daarmee de CO₂-reductie, in overeenstemming kunt brengen met je beleggings-overtuigingen en beleggingsbeleid.’

Wat zijn de obstakels bij het opwekken van meer hernieuwbare energie?

Sebastiaan Ranner: ‘Naast een behoefte aan meer institutioneel kapitaal zien we uitdagingen in de uitvoering door beperkingen ten aanzien van het uitbreiden van het netwerk en behoefte aan meer duidelijk en langjarig consistent overheidsbeleid en regelgeving voor investeerders.’

Lucian Peppelenbos: ‘Er moet meer en massaler worden geïnvesteerd in hernieuwbare energie, maar ook breder in het energiesysteem, zoals netwerken. De cijfers zijn duizelingwekkend en het grootste deel daarvan bevindt zich in de opkomende markten. Dat is een extra uitdaging. Voor dit alles hebben we de juiste stimulansen nodig.’

Peter Durante: ‘Juiste en goed afgestemde stimulansen kunnen ervoor zorgen dat er veel kapitaal wordt geïnvesteerd in energietransitie-oplossingen. Het hebben van enige prijszekerheid zal daarbij absoluut helpen. Die zekerheid moet voor een groot deel van de regelgevers komen. We hebben uitstekende voorbeelden gezien van ondersteunende regelgeving, zoals het opschalen van de offshore windindustrie in het Verenigd Koninkrijk.’

Monk: ‘Ik denk dat er een rol is weggelegd voor beursgenoteerde aandelen of zelfs nieuwere vormen van kapitaalverschaffing vanuit private equity en durfkapitaal om >

Voorzitter:

Vincent van Bijleveld,
GREEN Global Real Estate
Engagement Network

Deelnemers:

Christoph Bruguier,
Vauban Infrastructure
Partners
Peter Durante,
Macquarie Asset Management
Ramon Esteruelas,
BNP Paribas Asset
Management
Alexander Monk,
Schroders
Tarik Nbigui,
Blue Sky Group
Lucian Peppelenbos,
Robeco
Sebastiaan Ranner,
MN
Rudy Verstappen,
Altera Vastgoed



VOORZITTER

Vincent van Bijleveld

Vincent van Bijleveld is Managing Director van GREEN Global Real Estate Engagement Network. Daarnaast is hij verantwoordelijk voor het Duurzaam Beleggen Advies-team van Finance Ideas. Naast het bieden van hulp bij het opzetten, implementeren en monitoren van een science based MVB-beleid is dit team gespecialiseerd in het namens klanten aansporen (engagement) van onder andere vastgoedfondsen om meer werk te maken van verduurzamen en het managen van klimaatrisico's. Van Bijleveld heeft eerder als Partner/Director gewerkt bij Willis Towers Watson en bij ACTIAM.



**Christoph
Bruguier**

Christoph Bruguier is Senior Investment Director en Partner bij Vauban Infrastructure Partners, onderdeel van Natixis Investment Managers. Hij heeft uitgebreide ervaring in Infrastructuur Management. Bruguier heeft aan vele green- en brownfield-transacties gewerkt op het gebied van Transport, Energie, Digitale en Sociale Infrastructuur. Hiervoor werkte hij onder meer bij InfraVia Capital Partners en HSBC Investment Bank.



**Peter
Durante**

Peter Durante is Head of Technology and Innovation bij Macquarie Asset Management. Hij houdt hier toezicht op de technologie-activiteiten. Voordat hij in 2018 bij Macquarie in dienst trad, werkte Durante meer dan achttien jaar in diverse functies in de sectoren infrastructuur, olie en gas, hernieuwbare energie en transport.



**Ramon
Esteruelas**

Ramon Esteruelas begon zijn loopbaan als Auditor bij Banco Zaragozano. Na functies bij Morgan Stanley en ING IM werd hij Country Manager Spanje & Portugal voor ABN AMRO AM. Van 2010 tot 2016 werkte Esteruelas als Head of Sales Europa en Latijns-Amerika voor FundQuest Advisor. Sinds 2016 is hij Senior Investment Specialist for the Global & Thematic Equities bij BNP Paribas Asset Management.



**Alexander
Monk**

Alexander Monk is Global Renewables Analyst bij Schroders en houdt zich bezig met het uitvoeren van beleggingsideeën en het analyseren van bedrijven in de gehele waardeketen van hernieuwbare energie voor het Schroder Global Energy Transition Fund. Sinds 2016 is hij werkzaam bij Schroders en is hij gevestigd in Londen. Tot 2018 was Monk Sustainable Investment Analyst.



**Tarik
Nbigui**

Tarik Nbigui is Strategisch Adviseur bij Blue Sky Group. Hij is hier sinds 2011 werkzaam en heeft meer dan veertien jaar ervaring in de institutionele vermogensbeheersector. Eerder werkte hij bij SPF Beheer (pf. Rail & OV). Zijn expertise is breed. Nbigui is afgestudeerd in de Beleggingstheorie aan de Universiteit van Tilburg en in Investment Management aan de Vrije Universiteit van Amsterdam.



**Lucian
Peppelenbos**

Lucian Peppelenbos is Klimaatstrateeg bij Robeco. In deze rol houdt hij toezicht op de werkzaamheden van Robeco met betrekking tot het decarboniseren van de beleggingsportefeuilles en het integreren van klimaatgerelateerde risico's en kansen in de beleggingsprocessen. Voordat hij in 2020 bij Robeco in dienst trad, was hij Responsible Investment Specialist bij APG Asset Management. Eerder hielp hij IDH The Sustainable Trade Initiative op te zetten.



**Sebastiaan
Ranner**

Sebastiaan Ranner trad in 2007 bij MN in dienst. Hij is verantwoordelijk voor het beheer en de selectie van investeringen in private equity- en infrastructuurfondsen in Europa en Noord-Amerika. Hij is ook lid van de adviesraad van verschillende wereldwijde private equity- en infrastructuurfondsen. Vóór MN werkte Ranner bij Holland Corporate Finance, ING Real Estate en ABSA Bank in Zuid-Afrika.



**Rudy
Verstappen**

Rudy Verstappen is in 2019 bij Altera Vastgoed in dienst getreden als Research Manager ESG. Hij is verantwoordelijk voor de ontwikkeling van de ESG-strategie, ESG-benchmarks en rapportage richting de verschillende stakeholders. Daarvoor werkte hij meer dan acht jaar als Senior Projectmanager Verantwoord Beleggen bij de VBDO. Hij studeerde Bedrijfskunde aan de Universiteit van Amsterdam.

‘Het hele systeem moet veranderen. Je kunt niet zomaar meer hernieuwbare energie produceren zonder het energienetwerk uit te breiden en intelligenter te maken.’

opslagtechnologieën en vormen van innovatie, die we misschien nodig hebben om dingen op te schalen en te financieren. Het draait allemaal om het creëren van stimulansen in de verschillende delen van de kapitaalschil.’

Bruguijer: ‘Het gaat ook om het op een slimme manier meten van energiegebruik. Wij hebben geïnvesteerd in een groot bedrijf in Frankrijk dat in het hele land slimme meters installeert, hetgeen effectief heeft bijgedragen aan een vermindering van het energieverbruik. Het verbeteren van dat soort technologie en een energiebesparende aanpak zijn heel belangrijk.’

Bestaat er meer belangstelling van pensioenfondsen voor bijvoorbeeld ontluikende technologieën?

Nbigui: ‘Ja. Het hangt wel vaak af van de risico-rendementskenmerken die wij of onze klanten verlangen van private equity en met name in de categorie venture capital. Een eigenschap van deze categorie is een hoger risicoprofiel. In de private infrastructuur kun je de energietransitie vooruit helpen door te investeren in hernieuwbare energie of in de infrastructuur die de energietransitie helpt. Denk aan waterstofpijpleidingen, opslag en een slim netwerk voor groene energie.’

Monk: ‘Het hele systeem moet veranderen. Je kunt niet zomaar meer hernieuwbare energie produceren zonder het energienetwerk uit te breiden en intelligenter te maken. Als we naar het elektriciteitsnetwerk kijken, worden we enthousiast van de zogenaamd saaie bedrijven die bouten, moeren en kabels leveren en de operaties beheren. Omdat we veel meer elektriciteit zullen gaan gebruiken, misschien wel drie, vier keer meer dan nu het geval is, zal het elektriciteitsnetwerk sterker moeten worden. Nogmaals, het komt aan op het punt van stimulansen: zijn er de juiste risico/opbrengst-stimulansen voor beleggers?’

Ranner: ‘We beleggen actief in innovatieve bedrijven die met hun technologie kunnen bijdragen aan verdere efficiëntieverbeteringen in de energiewereld. Ook beleggen we in energieopslag-oplossingen voor zowel stabilisatie van de netwerken

als het verhogen van schone energie-opbrengsten uit wind en zonneparken.’

Durante: ‘Op bepaalde gebieden is beleid het probleem. Bijvoorbeeld langdurige plannings- en vergunningsperioden. Op andere terreinen zijn dat de middelen, zoals portfoliostandaarden, incentives, emissieprijsen, enzovoort. Dat zijn uitdagingen die regeringen, universiteiten en de particuliere sector allemaal kunnen helpen aan te pakken.’

Gaat het hier om een structureel probleem?

Esteruelas: ‘Ik weet niet of het een structureel probleem is, dat is moeilijk te zeggen.’

Peppelenbos: ‘Het is zeker een structureel probleem. In Nederland hebben we een klimaatpakket met honderden pagina's aan voorstellen. Een groot deel daarvan moet mogelijk worden gemaakt door wetgeving en beleid. Hoewel we dat al jaren weten, is op dat gebied heel weinig gebeurd. Als beleggers moeten wij in dit opzicht aandringen op meer stimulerend beleid.’

Hoe kunnen we ervoor zorgen dat beleggers daadwerkelijk de dingen doen die groene impact hebben?

Esteruelas: ‘Neem green bonds. Je moet begrijpen welk project met die obligaties wordt gefinancierd, wat betekent dat je een grondige due diligence moet uitvoeren.’

Monk: ‘Als belegger in beursgenoteerde aandelen, hebben wij niet dezelfde impact als een belegger in specifieke private equity of specifieke private infrastructuur. Wij kunnen ons engageren, in gesprek gaan met grote uitstoters van CO₂, of het nu staal-, cement- of plasticproducenten zijn, en dan zeggen dat we graag in die ondernemingen blijven beleggen en die blijven steunen, mits er dingen veranderen.’

Verstappen: ‘Wij beheren duurzaam vastgoed en werken continu aan het verder verduurzamen hiervan. In samenwerking met onze stakeholders, waaronder onze huurders, maken we stappen met de bewustwording via tenant engagement en investeren we in onder meer zonnepanelen.’



‘Als de belangen van de beleggers meer op elkaar zijn afgestemd, helpt dat ons om verder te komen met de energietransitie en klimaatverandering.’

Bruguijer: ‘Als langetermijnbelegger in kerninfrastructuur beleggen wij in alle segmenten van de energietransitie voor infrastructuur, stellen we KPI’s vast voor elke asset en beleggen we in bedrijven en hun managementteams om de decarbonisatie en de assets op het vlak van ESG en klimaatverandering te verbeteren. Dat maakt de assets veel aantrekkelijker en acceptabeler voor de gemeenschappen die ze gebruiken en verhoogt hun waarde op de lange termijn.’

Monk: ‘Nogmaals, wij hebben invloed met ons stemgedrag. De waarde van actief aandeelhouderschap en betrokkenheid bij bedrijven wordt steeds belangrijker om te zorgen dat die bedrijven in beweging komen.’

Ranner: ‘De macht van het collectief is van belang. Als asset owner kun je met je stemrecht of via je gespecialiseerde asset managers bedrijven in je portefeuille in een bepaalde richting sturen. Je kunt echt een verschil maken en het betreffende bedrijf pushen om meer duurzaam te opereren.’

Peppelenbos: ‘We houden structureel in de gaten hoe de bedrijven in onze portefeuille bezig zijn met de energietransitie en ook met transitie in andere sectoren. Als ze naar onze mening niet snel genoeg bewegen, krijgen ze een oranje kaart en gaan we tegen bestuurders of jaarrekeningen stemmen. Uiteindelijk kunnen we in specifieke gevallen ook besluiten tot desinvestering.’

Esteruelas: ‘Stemmen is belangrijk, maar je kunt ook bedrijven met elkaar in contact brengen – bijvoorbeeld een producent van zonnepanelen en een zalmkwekerij – om uiteindelijk een positieve impact te hebben.’

Verstappen: ‘Als de belangen van de beleggers meer op elkaar zijn afgestemd, helpt dat ons om verder te komen met de energietransitie en klimaatverandering. Hierin worden we ondersteund door onze beleggers.’

Het Internationaal Energie Agentschap vindt dat de olie-exploratie moet worden gestopt om de opwarming van de aarde tot maximaal 1,5 graden te beperken. Dat is niet gebeurd. Wat is er misgegaan?

Monk: ‘Er moet meer aandacht worden besteed aan de vraagzijde. Het heeft geen zin om de olie- en gaskranen dicht te draaien als vrijwel iedereen nog steeds in een auto met verbrandingsmotor rondrijdt. Als publieke beleggers kunnen wij tegen de wereldwijde energiebedrijven zeggen dat we ze willen steunen om een bedrijf te worden dat over dertig jaar nog steeds duurzaam is. Als ze een geloofwaardig transitieplan kunnen presenteren om duurzamer te worden, is dat niet alleen voor aandeelhouders en beleggers aantrekkelijk, maar ook voor de maatschappij in bredere zin, omdat er minder CO₂ wordt uitgestoten. We moeten er dus voor zorgen dat de grote oliemultinationals deel uitmaken van de oplossing.’

Durante: ‘Het gaat om een energietransitie en niet om een energieswitch. Daarvoor heb je een zorgvuldig bedrijfsplan nodig. Je moet de invoering van hernieuwbare energie, de productie van elektrische voertuigen en al die alternatieven die niet afhankelijk zijn van fossiele brandstoffen opschalen en versnellen. Dat is de belangrijkste uitdaging waar we nu voor staan.’

De olieprijs gaat omhoog als je stopt met het boren naar nieuwe olie. Dan moet er worden overgestapt op hernieuwbare energie. Zal de vraagzijde dan volgen?

Esteruelas: ‘Het is niet eenvoudig om de vraagzijde te motiveren voor hernieuwbare energie. Dat is een zaak van de lange adem, van tijd en focus. Ik heb overigens hoge verwachtingen van de millennials – mensen die tussen 1982 en 2000 geboren zijn – die over het algemeen een sterk milieubewustzijn hebben en overtuigde aanhangers van de energietransitie zijn.’

Peppelenbos: ‘In theorie gaat energie-zekerheid hand in hand met hernieuwbare energie, decentrale elektriciteitssystemen en wat dies meer zij. Maar wat zien we nu? We zien dat de Verenigde Staten federale gronden heropenen voor leasing van

olievergunningen. We zien dat fracking weer op de agenda staat in het Verenigd Koninkrijk. De strategie van de Europese Unie om de afhankelijkheid van Russisch gas te verminderen, leunt voor de helft op langetermijnergiecontracten met andere leveranciers, hetgeen ook een lock-in effect kan hebben. Slechts een klein deel van de strategieën gaat over het verminderen van de vraag. Hoe stimuleren we dat? De kern van de zaak wordt gevormd door consumptie van en vraag naar energie, met name in geïndustrialiseerde landen.'

Durante: 'Het gaat om vermindering van de vraag naar fossiele brandstoffen. Elektrificatie op grote schaal vermindert dit primaire energieverbruik, evenals een efficiënter gebruik van energie. We moeten ervoor zorgen dat we alternatieve energiebronnen kunnen inzetten die ook CO₂-neutraal zijn. Het inzetten van technologie om dit te bereiken, wordt minder duur door het leercurve-effect. Als die technologieën goedkoper worden, neemt de vraag ernaar toe, evenals de stimulans voor en de bereidheid van regelgevers om ze verplicht te stellen. Interessant is dat regelgevers in de afgelopen twintig jaar hebben gezien dat het ondersteunen van zonne- en windenergie ertoe heeft geleid dat deze steeds goedkoper zijn geworden. Bij elektrische voertuigen zien we iets soortgelijks. Op termijn worden elektrische voertuigen de goedkopere vorm van transport. Dat is goed nieuws en een belangrijke reden om te investeren in de infrastructuur en andere zaken om de uitrol van elektrische voertuigen en de bijbehorende wagenparken te ondersteunen.'

Is er voor de energietransitie op bepaalde aspecten ook een cultuurverandering nodig?

Nbgui: 'Wij hebben drie belangrijke gebieden gedefinieerd waar je een verschil kunt maken en waarin je als investeerder de transitie kunt bevorderen om uiteindelijk de 'verslaving' aan fossiele brandstoffen op te geven. Het eerste is groene energie-opwekking, bijvoorbeeld door middel van hernieuwbare bronnen. Het tweede is distributie en opslag en het derde is het gebruik van energie en slimme elektriciteitsnetten. Het derde punt heeft te maken

met ons gedrag en vraagt om een cultuurverandering.'

Monk: 'Als consumenten moeten we waarschijnlijk aanvaarden dat de meest duurzame manier van consumeren gewoon minder consumeren is. Of dat in de praktijk ook gaat gebeuren, valt te betwijfelen, gezien de manier waarop de mensheid in elkaar zit en de wijze waarop economieën werken. Aan de aanbodkant kan en moet ook veel gebeuren. We weten dat we hernieuwbare energie, elektrische voertuigen en warmtepompen kunnen maken. Chemie, chemicaliën en kunststoffen koolstofvrij maken, is veel moeilijker en daar moet veel meer aan gedaan worden.'

Wat zijn de gevolgen van de oorlog in Oekraïne voor de energietransitie in de nabije toekomst?

Peppelenbos: 'Op de korte termijn zullen we een stormloop zien op nieuwe fossiele brandstoffen. De CO₂-intensiteit van energie in Europa is gestegen omdat we meer steenkool gebruiken dan vroeger. Dat zijn zeker tegenslagen. Maar op de langere termijn zal de huidige geopolitieke situatie het bewustzijn rond energiezekerheid versterken en daarom de energietransitie ondersteunen. Over het geheel genomen, ben ik hoopvol.'

Bruguier: 'De energietransitie zal vooralsnog enige vertraging oplopen door onder meer knelpunten in de toeleveringsketens en de stijging van de grondstoffenprijzen. De situatie in Oekraïne doet mensen verder beseffen hoe belangrijk deze transitie is en waarom deze op de middellange termijn moet worden versneld. Het is niet het moment om investeringen in de energietransitie terug te schroeven.'

Verstappen: 'Door de energiecrisis zijn de kosten van levensonderhoud enorm gestegen. Dat zet bewoners ertoe aan hun woning te vergroenen met behulp van isolatie, zonnepanelen en warmtepompen. In die zin kan de crisis ook een positief effect hebben.'

Esteruelas: 'Onafhankelijk zijn van technologie en energie is fundamenteel om als land zo soeverein mogelijk te zijn.' >

Durante: ‘Regeringen beginnen op een andere manier te kijken naar grondstoffen-, mineralen- en energiezekerheid. Neem de Franse minister van Ecologie, die zegt dat Frankrijk lithiummijnen nodig heeft. Dat zou vijf jaar geleden ondenkbaar zijn geweest. De goede kant van sommige van deze nationale strategieën zijn grotere buy-ins, bijvoorbeeld beginnen met het maken van batterijen in het eigen land of elektrische voertuigen of schone elektronen. Je zou kunnen eindigen met een beetje meer buy-in van verschillende politieke uiteinden van het spectrum. Er zijn dus ook hoopvolle manieren om naar een en ander te kijken.’

Monk: ‘Ik denk dat er veranderingen zijn opgetreden bij consumenten en beleidsmakers, deels als gevolg van stijgende kosten, maar ook door het groeiende besef dat de energietransitie hoogstnoodzakelijk is. Op de langere termijn is dat positief. Op de kortere termijn zal de Oekraïne-crisis waarschijnlijk zorgen voor nog verdere vertragingen in allerlei toeleveringsketens en de moeilijkheden voor veel bedrijven en burgers vergroten.’

Hoe belangrijk is het om te kijken naar bredere duurzaamheid en ESG-issues bij het investeren in de energietransitie?

Monk: ‘Het belang van de juiste toeleveringsketen is, vooral vanuit een duurzaamheidsperspectief, groot. Je moet weten waar de metalen of materialen die je nodig hebt vandaan komen en hoe het is gesteld met de zekerheid van levering, zodat je eventuele knelpunten kunt beheersen. Daarnaast wordt nadenken over recycling steeds belangrijker. Als we meer elektriciteit gaan gebruiken, waar halen we die dan vandaan zonder nog meer uit de grond te halen? Kunnen we betere manieren bedenken om te recyclen? De uitdaging is om de juiste technologieën veel duurzamer op te schalen dan we nu doen in termen van het gebruik van allerlei hulpbronnen. Een van onze grootste aandachtspunten in het beursgenoteerde aandelenspectrum is: welke bedrijven zijn duurzaam vanuit een supply chain-perspectief? Dat zal het verschil uitmaken of bedrijven al dan niet succesvol zijn bij het doormaken van de energietransitie in de komende decennia.’

Durante: ‘Het idee dat we de aarde zullen moeten afgraven om alle grondstoffen te krijgen die we nodig hebben voor elektrische voertuigen, batterijen en dergelijke is niet juist. De hoeveelheid extractie zal zeker aanzienlijk zijn, maar vergeleken met de tonnen fossiele brandstof die tegenwoordig extra worden verbruikt, is het minder ontmoedigend. Er zijn genoeg hulpbronnen om de energietransitie te volbrengen, maar er zullen belangrijke afwegingen zijn met de toeleveringsketens, alsook duurzaamheidskwesties en bestuurlijke en sociale vraagstukken, die moeten worden uitgewerkt. Op mijnbouwgebied zal nog heel wat moeten gebeuren, maar als je ziet hoeveel daar nu in geïnvesteerd wordt, zeker in het Westen, stemt dat enigszins hoopvol.’

Bruguier: ‘Om de energietransitie te ondersteunen, is het voor beleggers belangrijk dat de juiste regels zijn ingesteld. Er is echter altijd een risico dat regels veranderen, dat is het politieke regelgevingsrisico. Wij zijn op dat front zeer voorzichtig geweest. Het tweede risico is dat van de aanvaardbaarheid: de maatschappij wil dat er een energietransitie plaatsvindt, maar we moeten ervoor zorgen, zowel op het niveau van de samenleving in het algemeen als op projectniveau, dat deze projecten aanvaardbaar zijn. Soms wil een bepaalde gemeenschap het niet aanvaarden wanneer de deurbel gaat. Het hebben van de juiste sociale vergunning om te opereren, is een sleutelfactor voor de veerkracht van onze investeringen.’

Op welke gebieden zien jullie interessante ontwikkelingen binnen het universum van milieuplossingen?

Bruguier: ‘Waterstofprojecten, die zo’n beetje elk land in Europa wil uitrollen, zijn zeker interessant. Andere sectoren zijn bijvoorbeeld effectief afvalbeheer en recycling alsmede het CO₂-vrij maken van het vervoer. Afvalbeheer en recycling zijn om twee redenen belangrijk: zij helpen de uitstoot te verminderen, wat het klimaat ten goede komt en de vraag vermindert, en zij leveren baseload electricity door afval om te zetten in energie. Daarom hebben wij geïnvesteerd in een van de

grootste recycling- en afvalbeheerbedrijven in Frankrijk. Wat de carbonisering van het vervoer betreft, die goed is voor een derde van de CO₂-uitstoot, hebben wij een speciale beleggingsstrategie voor het spoor ontwikkeld en richten wij ons op alle kansen op het kruispunt van mobiliteit en energietransitie – elektrische veerboten en groene bussen in Noorwegen en leasing van treinwagons in Duitsland bijvoorbeeld.

Peppelenbos: ‘Ik zeg altijd dat het grootste risico van klimaatverandering is dat we de kansen niet aanpakken. Ik denk dat die kansen overal liggen. Ook de wetenschap laat dat zien. Het IPCC-rapport stelt dat we alle opties beschikbaar hebben om de CO₂-uitstoot tegen 2030 te halveren. Dat geldt voor zowel de aanbodzijde als de vraagzijde van energie. Wij hebben een aantal strategieën die gericht zijn op specifieke gebieden, zoals slimme energie, slimme materialen, water en de kringloop-economie. Die thematische strategieën zijn echt gericht op de energietransitie. Zoals gezegd, de beleggingskansen liggen overal en er moet snel op worden ingespeeld.’

Ranner: ‘Wij beleggen via private equity in bedrijven en start-ups met innovatieve technologieën en diensten die helpen om energie-efficiëntie te verhogen, CO₂-reductie te realiseren en afval om te zetten in nieuwe producten. Via nieuwe beleggingen in schone energie-infrastructuur en bosbouw dragen we verder bij aan het milieu. Hierbij zien we dat we niet alleen een gunstig effect op het milieu creëren, maar ook een goed rendement verwezenlijken.’

Esteruelas: ‘De opportuniteitskosten van niet beleggen in deze periode zijn gewoon te hoog om te negeren. Dus wat doen we? We concentreren ons op aanbieders van oplossingen. We vinden residentiële zonne-energie in de VS interessant, net als energie-efficiëntiebedrijven in de bouwsector – glas, bijvoorbeeld – en opslag, hoewel dit de achilleshiel van de transitie is. Verder beleggen we in sommige van de jongere bedrijven die solid state-batterijen produceren. Er is dus een enorme hoeveelheid kansen, die we op de lange termijn niet mogen missen.’

‘Waterstofprojecten, die zo’n beetje elk land in Europa wil uitrollen, zijn zeker interessant. Andere sectoren zijn bijvoorbeeld effectief afvalbeheer en recycling alsmede het CO₂-vrij maken van het vervoer.’

Durante: ‘Wij houden ons voornamelijk bezig met real assets, infrastructuur en renewables. We hebben specifieke thematische strategieën, waaronder een aantal decarbonisatietechnologieën op het gebied van waterstof en carbon, capture and storage, elektrificatie van transport en circulaire economie. We hebben verder specifieke landbouwfondsen, gericht op het koolstofvrij maken van de landbouw, en vastgoed- en infrastructuurfondsen, waar decarbonisatie een groot deel van uitmaakt. Wij willen de waarde van onze assets in de loop van de tijd behouden of verhogen.’

Monk: ‘We zitten nog steeds in het beginstadium van de energietransitie. De komende twintig à dertig jaar kan er veel veranderen op het gebied van nieuwe technologieën, wat inhoudt dat we een soort van nederigheid moeten betrachten in het licht van veranderingen die op komst zijn. Maar de mogelijkheden om in technologie te beleggen, zijn zeker enorm. Er zullen bedrijven zijn die in de komende dertig jaar aanzienlijke winsten en cashflows kunnen genereren. Vanuit het oogpunt van beleggingsrendementen zal het spannend worden om die bedrijven te vinden.’

Verstappen: ‘In het belang van al onze stakeholders beleggen we in duurzame oplossingen om energieverbruik te verminderen. We zullen ons vastgoed verder energie-efficiënter moeten maken en daarmee de vraag naar energie moeten verminderen. Daarbij gaat het niet altijd om hoogtechnologische oplossingen in onze woningen. Ook door het aanbrengen van isolatie kan het energieverbruik met 30 tot 50% worden verminderd. Elke ton CO₂ die niet wordt uitgestoten, is winst voor de wereld.’ >

Hoe denken jullie over actief en passief beleggen?

Nbigui: ‘Wij helpen onze klanten om hun beleggingsovertuigingen te definiëren. Als die overtuiging meer passief is, kijken we ook naar passieve oplossingen. In de publieke markten kijken we dan naar specifieke benchmarks die de energietransitie bevorderen. Binnen aandelen zijn we voor onze klanten bijvoorbeeld bezig met de implementatie van klimaatbenchmarks. Als het gaat om de private markten, dan kun je niet passief beleggen in deze markten, dus moet je focussen op impact.’

Monk: ‘Misschien als gevolg van nieuwe innovaties of veranderende consumentengewoonten heeft de wereld van vandaag te maken met grote veranderingen in het energiesysteem, de voedsel- en watervoorziening, de gezondheidszorg et cetera. Dat maakt actief beheer belangrijk, want wie weet wat er de komende dertig jaar gaat gebeuren. Actief beheer gaat net zo goed over het vermijden van verliezers als over het kiezen van de uiteindelijke winnaars. In het licht daarvan wordt actief beheer, zeker op het gebied van energietransitie, belangrijker.’

Welke data zijn waardevol en worden door jullie gebruikt?

Monk: ‘Je kunt de door externe ratingbureaus geproduceerde gegevens zeker gebruiken, want het gaat om informatie. Maar je moet niet alleen op hen vertrouwen. Als belegger moet je zelf onderzoek doen, praten met bedrijven, hun toeleveringsketen echt proberen te begrijpen en nadenken over hun duurzaamheid. Alle ratingbureaus gebruiken andere methodes om scores vast te stellen. Wij hanteren een holistische benadering en gebruiken onze eigen interne tools. Ik denk dat het nuttig is om bedrijven te vinden die nu misschien niet zo goed scoren, maar van plan zijn snel te veranderen en duurzamer te worden.’

Esteruelas: ‘Om terug te komen op het thema actief en passief: wij denken dat actief beheer zinvol is. Om twee redenen, namelijk spreiding van waarderingen en engagement. Als je passief belegt, gaat je stem als aandeelhouder in feite verloren.’

Ranner: ‘We maken bewust keuzes waar we wel en niet in willen beleggen, aan zowel de actieve als de passieve beleggingskant. De meeste impact maken we aan de actieve kant, waar we onze klanten middels gerichte beleggingen helpen om de weg van de energietransitie te doorlopen.’

Peppelenbos: ‘Als vermogensbeheerder heb je een gereedschapskist nodig, waarin zowel actieve als passieve instrumenten zitten. We moeten onszelf voortdurend uitdagen en onze toolkit upgraden. Er ontstaan veel bedrijven die cruciaal zullen zijn in de transitie, maar nu nog niet passen in een benchmark. Misschien ontstaan er hele nieuwe asset classes, die om speciale beleggingsbenaderingen vragen, zoals investeren in ecosysteemdiensten. Om nog een ander voorbeeld van een uitdaging te geven: werkt de manier waarop we disconteringspercentages gebruiken echt als we het hebben over zaken die pas over twintig of dertig jaar enorme gevolgen hebben?’

Bruguier: ‘Voor de energietransitie is een globale oplossing nodig, wat betekent dat er ruimte is voor iedereen om te beleggen in verschillende stadia op verschillende manieren. Wij zijn langetermijnbeleggers in infrastructuur en denken dat daar veel waarde in zit. Maar dat zal ook gelden voor durfkapitaalpartijen die bedrijven helpen om nieuwe technologieën te ontwikkelen met betrekking tot bijvoorbeeld waterstof. Er zijn partijen die meer risico nemen of een ander deel van de markt ontwikkelen dan wij. Over het algemeen denken wij dat actief beheer belangrijk is om de waarde van de assets over een lange periode in stand te houden. Hierdoor wordt er voor een stabiele cashflow gezorgd. Maar zoals gezegd, er is ruimte voor andere opvattingen. In elke asset zit een deel van de energietransitie, of het nu aan de aanbod- of vraagzijde is. Daarom werken wij samen met andere belangrijke spelers en partners – industriële bedrijven, overheden, particuliere beleggers – langs of binnen de bedrijven waarin wij beleggen. Een stakeholdercentric approach is voor ons van groot belang.’ ■

IN HET KORT

De grootste uitdaging van de energietransitie is het vinden van manieren om het sneller te doen en daardoor de schade van de klimaatverandering te beperken voor toekomstige generaties.

Er moet meer en massaal worden geïnvesteerd in hernieuwbare energie, maar ook breder in energiesystemen zoals netwerken.

Ook moet meer aandacht worden besteed aan de vraagzijde. Het heeft geen zin om de olie- en gaskranen dicht te draaien als vrijwel iedereen nog steeds in een auto met verbrandingsmotor rondrijdt.

Als gevolg van de oorlog in Oekraïne zijn er veranderingen opgetreden bij consumenten en beleidsmakers, deels als gevolg van stijgende kosten, maar ook door het groeiende besef dat de energietransitie hoogstnoodzakelijk is.

De invloed van duurzaam beleggen

Financiële markten kunnen een grote invloed hebben op de reële economie. De markt is het beste instrument om de klimaatcrisis op te lossen.

Financiële prikkels sturen gedrag. De overheid kan daarop inspelen via subsidies of belastingen. Doel moet zijn om ongewenste externe effecten van de vrije marktwerking te internaliseren en ervoor te zorgen dat de externe kosten in de kostprijs worden meegenomen. Helaas kiezen politici vaak voor een woud aan regels om iets op te lossen. Er zijn al veel misleunen geweest op klimaatgebied. Palmolie verstoekt in elektriciteitscentrales, bomen kappen voor diezelfde centrales en het subsidiëren van elektrische auto's die rijden op steenkool.

Nieuw is de absurde focus op de warmtepomp. Vanaf 2026 wordt het verplicht om over te stappen op de warmtepomp. Met een forse overheidssubsidie kan iedereen voortaan aardgas besparen. Alleen zitten op dat aardgas veel heffingen van de overheid, veel meer dan op elektriciteit. Met bijna 8 miljoen woningen kost dat de overheid € 12 miljard euro aan subsidies en € 4 miljard aan belastingderving. Wat betreft de gemiddelde terugverdienperiode van een warmtepomp gaat het over tientallen miljarden: meer dan het hele klimaat-budget. Een hybride warmtepomp stoot 20% minder CO₂ uit dan een CV. Alleen is de verwarming van huizen goed voor slechts 9% van de totale CO₂-uitstoot. De besparing komt dan neer op een CO₂-reductie van minder dan 2%. Er zijn vast betere bestedingen voor dat geld.



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

De energietransitie is ongelooflijk duur, zeker als dat langs de weg van dit soort maatregelen gaat. We willen afscheid nemen van fossiele brandstoffen, maar de energietransitie is niet mogelijk zonder een beroep te doen op veel andere grondstoffen, met name metalen. De vraag zal er in hoog tempo voor zorgen dat elektrische auto's onbetaalbaar worden en dat al snel kan worden gesteld dat de doelen van het Akkoord van Parijs niet worden gehaald. Veel mensen zijn voor een duurzame wereld, maar als het veel geld kost, blijven er maar weinig idealisten over. We zullen ons dus moeten aanpassen aan de opwarming van de aarde, wat in Nederland met de stijgende zeespiegel een ware volksverhuizing zal veroorzaken.

Toch is er nog wel een middel om de energietransitie te realiseren en dat is het gebruik van financiële prikkels. Zorg er simpelweg voor dat de negatieve effecten van de CO₂-uitstoot tot uiting komen in de prijs van een product en laat de markt het werk doen. Dat wordt al op bescheiden schaal gedaan met de CO₂-certificaten, maar dat dekt nog lang niet alles af. Voordeel voor de overheid is dat zij geen cent hoeft uit te geven. De markt doet het werk, producten met een hoge CO₂-uitstoot worden acuut onbetaalbaar. Bedrijven met een grote carbon footprint gaan direct failliet. Helaas kiest de overheid er de laatste tijd voor om fossiele brandstoffen te gaan subsidiëren. Die acties zorgen er juist voor dat we de doelstellingen van Parijs niet halen. ■



BEFORE



**DIG
IN**



AFTER

LET'S COOL DOWN THE PLANET TOGETHER

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

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

JUSTDIGGIT.ORG

COOLING DOWN THE PLANET



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

Wat is belangrijker: milieu of maatschappij?

De meeste duurzame beleggingsstrategieën houden rekening met een breed scala aan ESG-kwesties. Toch lijken milieuvraagstukken vaak meer prioriteit te krijgen dan maatschappelijke issues.

De aandacht van beleggers gaat nu veel meer uit naar klimaatverandering, waterschaarste, gezondheid van oceanen en biodiversiteit dan naar maatschappelijke kwesties als mensenrechten, arbeidsomstandigheden, toegang tot financiële diensten, onderwijs en gezondheidszorg. Zo legt een snelle zoekactie in een van de vele databases voor duurzame en ethische strategieën een typisch patroon bloot: 12% was uitsluitend gericht op milieukwesties en slechts 3% uitsluitend op maatschappelijke thema's.

Er zijn verschillende theorieën om de populariteit van milieubeleggingen ten opzichte van maatschappelijke beleggingen te verklaren. Zo kan worden gesteld dat milieuvraagstukken, zoals de CO₂-uitstoot of het watergebruik, eenvoudiger te definiëren en te meten zijn dan maatschappelijke thema's, zoals gezondheid of welzijn. Dat maakt het voor duurzame beleggers makkelijker om milieugegevens systematisch te implementeren in hun beleggingsprocessen.

Daarnaast kan het ook eenvoudiger zijn om technische oplossingen voor veel milieuvraagstukken te vinden waarin kan worden belegd, terwijl oplossingen voor maatschappelijke problemen vaak meer afhankelijk zijn van gedragsverandering. Bovendien kan de definitie van succes uiteenlopen tussen verschillende culturen.

Regelgeving speelt een rol

Toch krijgt ook de regelgeving voor beleggingen op milieugebied sneller vorm dan die voor beleggingen in maatschappelijke kwesties. Waar duurzaam beleggen in zijn lange historie altijd gericht is geweest op een breed scala aan ESG-issues, was de Sustainable Taxonomy van de EU vanaf het begin in 2018 bijna volledig gericht op milieukwesties. Maatschappelijke vraagstukken moesten het doen met een kort stukje over de minimumnormen voor mensenrechten.

Pas in 2021 werd eindelijk begonnen aan een Social Taxonomy. De aanhoudende discussie over het al dan niet combineren van de taxonomieën geeft wel aan dat zelfs de experts worstelen met de vraag waar alle beleggers tegenaan lopen: wat is de juiste balans tussen alle kwesties die schreeuwen om onze aandacht?

Toch zien we dat sommige maatschappelijke thema's stilletjes aan momentum winnen, ook al eisen milieukwesties de schijnwerpers voor zichzelf op. Zo is het belang van gendergelijkheid als beleggingsthema het afgelopen decennium toegenomen. In 2012 waren er slechts vijf beleggingsstrategieën gericht op dit onderwerp en in 2019 waren dat er al meer dan 50.

Verband tussen milieu en maatschappij

De laatste tijd hebben beleggers zich wat meer verdiept in het verband tussen gendergelijkheid en uitdagingen op milieugebied. De Verenigde Naties erkennen de link tussen gendergelijkheid en klimaatverandering al meer dan tien jaar geleden.

Dit verband tussen maatschappelijke en milieufactoren bestaat in het gehele spectrum aan duurzaamheidsuitdagingen. De armste bevolkingsgroepen worden onevenredig hard geraakt door de ergste effecten van de klimaatverandering en een goede gezondheid voor iedereen kan niet worden bereikt zonder in te zien dat klimaatverandering en toegang tot schoon water van invloed zijn op ziektepatronen. Op dezelfde manier is het uitroeien van honger onlosmakelijk verbonden met het beheren van de impact die klimaatverandering en biodiversiteit hebben op de productiviteit van de landbouw.

Een specifieke focus op milieufactoren of op maatschappelijke issues bij het beoordelen van onze beleggingskeuzes kan beleggers helpen bij de afstemming op bepaalde waarden of doelen. Maar een effectieve beleggings- of impactstrategie kan niet zonder de erkenning dat geen enkele duurzaamheidsuitdaging of -kans geïsoleerd kan worden aangepakt. ■



Door **Rachel Whittaker**,
Head of SI Research bij
Robeco

Innovations in SME private debt markets

The combination of new Artificial Intelligence and Deep Learning critical support decision systems and Portfolio Tail Risk Management can potentially expand the Investment Grade rated credits and portfolios in SME private debt markets.

By Roberto Violi and Gianluca Oricchio



Roberto Violi

Senior Director, Financial Markets and Payment Systems Department, Bank of Italy



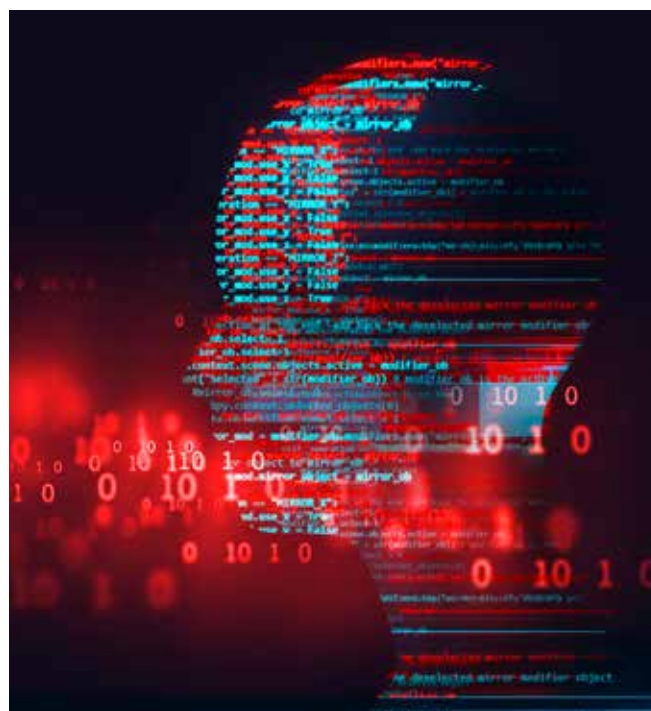
Gianluca Oricchio

Chief Executive Officer and Global Head of Artificial Intelligence Solutions, Muzinich & Co. SGR

The SME private debt market is widely perceived and defined as sub-Investment Grade, or High Yield, and this is true when we analyze single unrated transactions such as a club loan, a leveraged loan, a unitranche, a mezzanine or a junior debt.

In our view, there is a material value creation if (1) we build a very well diversified and granular SME portfolio formed by at least 100+ First Liens/Senior Secured assets, and if (2) we adopt within the investment process SME AI/Deep Learning critical decision support tools.

The value creation originated by option 1 is a material risk reduction at portfolio level, in terms of unexpected loss and expected shortfall (Tail Risk Management), while the value creation originated by option 2 is a material reduction in terms of expected loss.



Under certain conditions, the contemporary reduction of the expected loss, of the unexpected loss and of the expected shortfall can generate a level of principal protection in the region of the Investment Grade equivalent risk.

As a rule of thumb, we think that a credit portfolio formed by at least 100 names, First Lien Senior Secured, each having a BB/BB+ rating, could generate an annual cash return able to cover at least 10x defaults per year. This kind of buffer should be sufficient to qualify the overall portfolio as Investment Grade-equivalent.

Tail risk minimization

Let us assume that we want to securitize portfolio A, having a size of € 1.000 and formed by one leverage loan with 5% gross return, or portfolio B, having the same size of € 1.000 and formed by 200 leverage loans (€ 5 each).

If we compare portfolio A with portfolio B, we can see that the Gross Return in portfolio A and in portfolio B is identical. However, the unexpected loss and the expected shortfall in portfolio B is much lower than in portfolio A. It is well-known in the credit risk literature that the tail distribution of

‘The Multi-Layer Neural Network (that is Deep Learning) is the most powerful statistical tool to analyze data and to learn from them.’

the number of defaults (for example expected loss in the tail of the portfolio distribution) is determined by the default probability of each position alongside the default correlation across names.

In a nutshell, the value creation process shifting from portfolio A to portfolio B is not based on a gross return increase, but is sourced by a lower level of risk, other conditions being equal. Hence, value is created through portfolio diversification as a result of controlling its key determinant, namely (average) default correlation across portfolio positions. High (or perfect for that matter) default correlation is the reason why a single-asset portfolio or a concentrated portfolio cannot be eligible for a securitization process: the minimum conditions to create value are missing.

AI/Deep Learning models and Human Augmentation

The Multi-Layer Neural Network (that is Deep Learning) is the most powerful statistical tool to analyze data and to learn from them. We define 0.5% as the level of 1 year probability of default that identifies the limit between an Investment Grade-equivalent universe and a High Yield-equivalent universe in SME markets. The following illustrative example will clarify the meaning of Human Augmentation applied to credit decisions.

Let's assume that we have to decide to invest in one of 1.000 companies, each of them having the same

default probability of 5%. In private markets we estimate the default probability thanks to the Basel Advanced Credit Rating tools: if the system is well calibrated, we can state that 50 companies out of 1.000 will default. However, we do not know which are the companies that will default.

With the above statistical information, the investible universe falls into the High Yield-equivalent Market (the default probability is 5% and it is higher than the max Investment Grade default probability equal to max 0.5%) and we can set up a risk-adjusted pricing in order to incorporate a credit risk premium with the goal of immunizing the credit risk.

In other words, we do not know which are the 50 companies that will enter into default. However, we can set up a price that – even if we do not eliminate the default risk – can neutralize it at portfolio level, thanks to a risk premium charge on the interest rate.

Thanks to the Deep Learning approach (and assuming that the AI systems are well calibrated as well) we can get additional information and – for this illustrative example – the outcome of the systems suggests to exclude 200 companies from the investible universe. Out of the 200 excluded companies, let's assume that 48 are bad companies and 152 are good ones.

According to the AI/Deep Learning, the asset manager invests in an IG-like portfolio: 800 companies,

‘Value is created through portfolio diversification as a result of controlling its key determinant, namely average default correlation across portfolio positions.’

out of which 2 are bad, default frequency 0.25%. The jump from a 5% default frequency portfolio to a 0.25% default frequency portfolio can be defined as Human Augmentation.

Final remarks

The new SME credit funds based on the value creation process via risk minimization can provide a level of principal protection in line with an IG-like risk and at the same time deliver High Yield-like returns.

If we consider that both IFRS and FASB valuation principles are based on a stand-alone analysis of each single asset and do not consider the portfolio risk mitigation, we can say that the NAV could be systematically underestimated. Additional applied research will be published in the near future. ■

Disclaimer
For Professional Client use only. Not for public distribution

This material has been produced for information purposes only and as such the views contained herein are not to be taken as investment advice. Opinions and statements of financial market trends that are based on market conditions are being made available for information purposes and no assurances are made as to their accuracy. Such opinions are as of date of publication and are subject to change without reference or notification to you. Past performance is not a reliable indicator of current or future results and should not be the sole factor of consideration when selecting a product or strategy.

Issued in the European Union by Muzinich & Co. (Ireland) Limited, which is authorized and regulated by the Central Bank of Ireland. Registered in Ireland, Company Registration No. 307511. Registered address: 32 Molesworth Street, Dublin 2, D02 Y512, Ireland.

The views and opinions expressed and conclusions drawn are those of the authors as of 8th June 2022 and do not necessarily reflect the views of the Bank of Italy/CSR or Muzinich & Co.

SUMMARY

Starting from a SME First Liens/Senior Secured Portfolio, the minimization of Portfolio Tail Risk jointly with the implementation of SME AI/Deep Learning tools can materially enhance the level of capital protection.

The new approach is potentially able to transform, under certain conditions, the risk profile of an SME First Liens/Senior Secured Portfolio into an Investment Grade-equivalent risk.

The outcome is to invest in SME portfolios, where the level of capital protection is Investment Grade-like while the Returns are High Yield-like.

Private market assets: een belangrijk ingrediënt van de nieuwe assetmix

Een belegging in private market assets levert een mooie illiquiditeitspremie op ten opzichte van aandelen- en obligatiebeleggingen. Dat is een aantrekkelijke eigenschap in een goed gespreide beleggingsportefeuille.

Door Michiel Pekelharing

Wie terugkijkt op het afgelopen decennium, zal snel het gevoel krijgen dat beleggen kinderspel is. Een gespreide portefeuille van 60% aandelen en 40% obligaties had in deze periode een gemiddeld jaarrendement opgeleverd van meer dan 10%. Na elke koersdaling volgde al snel een herstel, zelfs na de COVID-19-paniek van begin 2020. Het is echter behoorlijk gevaarlijk om de rendementen van het afgelopen decennium te zien als een blauwdruk voor de toekomst. De obligatiekoersen werden opgestuwd door een behoorlijke daling van de rente, terwijl de waarderingen op de aandelenmarkt tot grote hoogtes opliepen.

Er is natuurlijk een kleine kans dat de historisch lage rente nog verder daalt en hoog

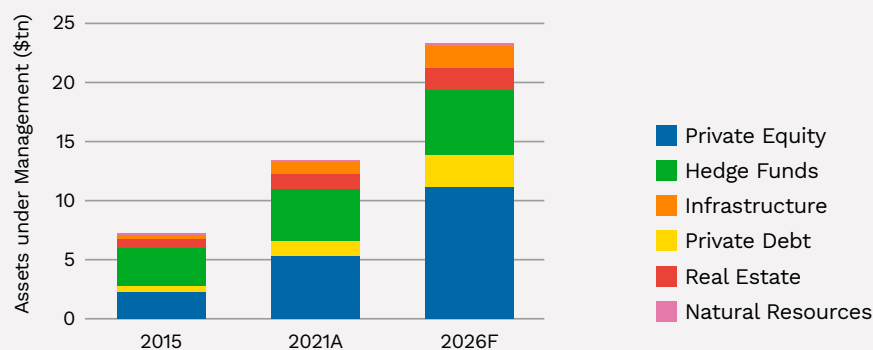
gewaardeerde aandelen nog duurder worden. Dat werd de afgelopen maanden al duidelijk. Het vooruitzicht dat toekomstige rendementen waarschijnlijk lager liggen dan in het afgelopen decennium, is voor veel partijen aanleiding om op zoek te gaan naar alternatieve bronnen van rendement. Bij institutionele partijen gaat de aandacht bij die zoektocht vaak uit naar private markets. Daarvoor zijn verschillende goede redenen, zegt Huub Ten Holter, Investment Leader bij Mercer Nederland.

Een belangrijk kenmerk van private markets is dat ze minder liquide zijn dan traditionele aandelen en obligaties. De aanleg van nieuwe infrastructuur of de zoektocht naar veelbelovende overnamekandidaten is een tijdrovend proces dat meerdere jaren kan duren. Dat geldt ook voor de opbouw van een private assetportefeuille. 'Het is gebruikelijk dat beleggers een bepaald vermogen toezeggen, dat stapsgewijs via zogeheten capital calls daadwerkelijk wordt belegd. Het kan wel vijf of zes jaar duren voordat de volledige investering aan het werk is gezet', aldus Ten Holter.

Premie voor illiquiditeit

Tijdens de exploitatie ontvangen beleggers een inkomstenstroom, bijvoorbeeld in de vorm van huurinkomsten bij vastgoed. Pas als de investering wordt (door)verkocht, valt de hoofdinvestering inclusief eindrendement vrij. Als compensatie voor het gebrek aan handelsmogelijkheden in de tussenliggende periode strijken beleggers in private markets een illiquiditeitspremie op. De hoogte daarvan verschilt per marktsegment, het risico en de looptijd. Ten Holter: 'Wij hebben in 2013 een impactbeleggingsfonds geïntroduceerd waarvan het gemiddelde rendement uitkwam op 14%. Dat is een stuk hoger

FIGUUR 1: DE MARKT VOOR PRIVATE ASSETS GROEIT SNEL



Bron: Preqin. De grafiek geeft de omvang van de markt voor private assets in biljoenen dollars weer.

dan het vergelijkbare markttrendement van 10,3%. Bij strategieën die focussen op het verstrekken van vreemd vermogen in plaats van eigen vermogen, ligt de premie vaak iets lager. Een investering in senior private debt leverde bijvoorbeeld een gemiddeld rendement op van 6,9% tegenover een marktgemiddelde van 5,1%.’

In het afgelopen decennium vormde de liquiditeitspremie een mooi extraatje bovenop het rendement van een aandelen- en obligatieportefeuille. Maar als de rendementen van de traditionele vermogensmix in de toekomst lager liggen, kan deze écht een verschil maken. Een voorwaarde is dat private markets op een intelligente manier een plaats krijgen in de beleggingsportefeuille. Er zijn in dat opzicht verschillende zaken waar een belegger op moet letten. ‘Een kenmerkende eigenschap is dat de liquiditeit veel lager ligt dan in traditionele categorieën’, stelt Ten Holter. ‘Om voldoende financiële manoeuvreerruimte te houden, is het dan ook verstandig om hooguit 10 à 20% van het vermogen in private markets te beleggen, afhankelijk van de liquiditeitsbehoefte van een belegger. Een tweede belangrijke eigenschap is dat het langere tijd duurt om een positie op te bouwen. Alleen met een professionele partner en een intelligent beleid kun je de positie op peil houden. Want als je pas op zoek gaat naar een nieuwe oplossing als een eerdere investering vrijvalt, ben je meestal te laat. Om optimaal te profiteren van de zeer aantrekkelijke eigenschappen van private markets, heb je dan ook een beleggingshorizon nodig van minstens vijftien of liever zelfs twintig jaar.’

Er is echter ook een heel grote overlap met de meer traditionele beleggingswereld. Een goede spreiding is bijvoorbeeld een beproefde methode om het portefeuillerisico te verlagen. In dat opzicht hebben private markets veel te bieden. Het spectrum loopt van meer defensieve segmenten zoals private debt tot meer offensieve oplossingen zoals private equity en venture capital. Via elk van deze categorieën krijgen beleggers toegang tot specifieke rendementseigenschappen, die vaak niet te vinden zijn op publieke markten. Een goed voorbeeld is private debt. Dit segment kenmerkt zich door een floating-rate: een variabele rente die meestijgt op momenten dat de korte rente stijgt als gevolg van een oplopende inflatie. Ondanks marktschokken, zoals de COVID-19-pandemie, was er op de markt voor private debt het afgelopen decennium



CV

Huub Ten Holter

Huub Ten Holter is Investment Leader bij Mercer. Hij is verantwoordelijk voor de beleggingsadvisering aan institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen, verzekeraars, vermogensfondsen, family offices en not-for-profit instellingen bij Mercer Nederland en voor op maat gemaakte beleggingsoplossingen voor klanten en het ontwikkelen van commerciële relaties. Eerder in zijn carrière werkte hij onder meer als Senior Wealth Manager bij Van Lanschot Kempen (2016-2019) en als Institutes Director bij Staalbankiers (2007-2016).

een effectief rendement te halen dat 270 tot 300 basispunten hoger lag dan op de markten voor high yield en leveraged loans. Dat is een behoorlijk grote buffer voor eventuele tegenvallers. Naast private debt staan meer segmenten door de snel stijgende inflatie in de aandacht van beleggers. Daarover zegt Ten Holter: ‘We merken dat er een groeiende vraag is naar natural resource-strategieën. De oorlog in Oekraïne en de sancties die daarmee gepaard gaan, zetten de schijnwerpers op de schaarste die hierdoor is ontstaan. Vastgoed is een ander onderdeel van private markets dat relatief goed presteert in periodes van hoge inflatie. In veel landen zijn de huren namelijk gekoppeld aan de inflatie. Daar komt bij dat een hoge inflatie de nominale waarde van reële assets, zoals vastgoed, opdrijft.’

Duurzaam beleggen: van uitsluiten tot engagement

Een andere overeenkomst tussen private markets en traditionele beleggingscategorieën – naast het belang van spreiding en groeiende aandacht voor de impact van inflatie – is dat duurzame criteria een steeds grotere rol spelen. In dat opzicht gaan de veranderingen steeds sneller. ‘Ruim twintig jaar geleden kaartte een vakbond aan dat het niet wilde beleggen in bedrijven die werknemersrechten schon- den. Daarna is de beweging op gang geko- >

men, waarbij de focus lag op beleggen in de meest duurzame bedrijven. Tegenwoordig is het juist steeds meer van belang om als belegger een duurzame dialoog aan te knopen met ondernemingen om positieve verandering op gang te brengen. Naast engagement krijgen ook de duurzame ontwikkelingsdoelen steeds meer aandacht.'

Het vinden van oplossingen die goed aansluiten bij de beleggingsstrategie en duurzame overtuigingen kan een flinke uitdaging zijn. Dat geldt ook voor het goed managen van de geldstromen, zodat de positie in private markets in lijn blijft met de strategische doelen.

Ten Holter: 'Je ziet dat steeds meer beleggers een beroep doen op onze expertise. Mercer is al tientallen jaren binnen deze sector actief. We hebben een team van ongeveer 240 specialisten, waarmee we de oplossingen van meer dan 7.500 managers analyseren. Die omvang heeft verschillende voordelen. In de eerste plaats biedt

het brede aanbod meer mogelijkheden om echt maatwerk te leveren. Binnen elk segment van de markt bieden we volop keuze voor uiteenlopende risicoprofielen, maar ook voor specifieke wensen op het vlak van duurzaamheid. Omdat we de markt door en door kennen, kunnen we onze klanten er ook op wijzen als er goede kansen ontstaan in een bepaald marktsegment.'

Mercer is onafhankelijk en heeft geen enkel belang bij de fondsselectie, aldus Ten Holter. 'We zijn volledig transparant over de kostenopbouw. Met name voor meer exclusieve oplossingen kan de vergoeding wat hoger liggen. Als daar in potentie zeer aantrekkelijke rendementen tegenover staan, kan een wat hogere kostenvergoeding zich absoluut uitbetalen. Uiteraard is het kostenniveau ook bij private markets van groot belang. Maar wie zich daarop blindstaart, loopt het risico om in dezelfde valkuil te stappen als Barcelona toen het vorige zomer Lionel Messi liet gaan.' ■

ZES STAPPEN VOOR SUCCESVOL BELEGGEN IN PRIVATE MARKET ASSETS

1 Ontwikkel een plan voor de lange termijn

Een investering in private markets is niet dagelijks verhandelbaar. Het is daarom van groot belang om in kaart te brengen hoe de toekomstige kasstromen eruitzien. De verwachte kasstroombehoefte is het uitgangspunt om te bepalen hoe groot de positie in private markets kan zijn.

2 Wees heel kieskeurig in het selectieproces

De verschillen in rendement tussen de beste en slechtste manager zijn in private markets vaak aanzienlijk groter dan in publieke markten. Ruim dertig jaar ervaring en een wereldwijd netwerk maken het mogelijk voor Mercer om klanten toegang te bieden tot de beste managers.

3 Goede risicospreiding

Omdat een belegging in private markets zeer kapitaalintensief is, beperken de meeste managers zich tot een beperkt aantal onderliggende investeringen. Daarom is het van belang om als belegger het vermogen te spreiden over managers uit verschillende regio's met uiteenlopende strategieën.

4 Maak een goede planning voor de commitments

Managers hanteren vaak een closed-end structuur en capital calls vinden onregelmatig plaats. Als belegger moet je dus zorgvuldig een planning maken van toekomstige kapitaalstromen, om te voorkomen dat de positie in private markets sterk afwijkt van het gewenste niveau.

5 Houd een vinger aan de pols bij de portefeuille

Hoewel het illiquide karakter van private markets het onmogelijk maakt om op korte termijn bij te sturen, moet een belegger de portefeuille scherp volgen. Het is onder meer van groot belang om te zorgen dat er voldoende liquiditeit beschikbaar is om de toezeggingen (commitments) na te komen.

6 Oog voor detail

Een kenmerk van private markets is dat projecten een lange looptijd hebben. Voor een belegger is het dan ook essentieel om voordat positie wordt gekozen, alle operationele, juridische en fiscale eigenschappen goed te analyseren.

IN HET KORT

Aandelen- en obligatiebeleggers moeten er rekening mee houden dat de toekomstige rendementen lager liggen dan over de afgelopen tien zeer mooie jaren.

In een klimaat waarin de gemiddelde rendementen wat lager liggen, wordt de illiquiditeitspremie van private market assets steeds aantrekkelijker.

Private markets bieden beleggers toegang tot exclusieve marktsegmenten, extra diversificatiekansen en een middel om de (duurzame) visie in te vullen.

Pensioenbestuurders leven in een cocon. Door onkunde, angst, of beide?

Er gebeuren in de pensioensector veel zaken die bij menigeen, zeker bij niet-direct betrokkenen, als onbegrijpelijk overkomen. Voor de direct betrokkenen, in casu de bestuurders, zijn die zaken al 'normaal' geworden. Waar hebben we het dan over?

Elke vraagstuk kent verschillende invalshoeken. Indien men vanuit een bepaalde invalshoek een vraagstuk benadert, brengt dit al gauw het gevaar van selectiviteit met zich mee. Selectiviteit is in deze column synoniem met een onevenwichtige afweging. De pensioensector bezondigt zich hier regelmatig aan. Hier volgen enkele illustraties.

Neem de discussie over beleggen in fossiele brandstoffen. Steeds meer grote pensioenfondsen sluiten beleggen in olie uit. Kolen waren al onaanraakbaar geworden. Wat zijn de gehanteerde argumenten voor uitsluiting in plaats van engagement? Oliebedrijven luisteren onvoldoende naar ons en blijven te sterk in fossiele brandstoffen 'zitten'. 'Haantje de koekoek', zeg ik. Indien een bedrijf zijn bestaansrecht ontleent aan één product, namelijk olie, zal het daar ook in moeten investeren en het moeten produceren. En wat zijn aandeelhouders betreft: liefst zo winstgevend en tegelijkertijd zo duurzaam mogelijk. Indien wij als beleggers de mening hebben dat er minder olie op deze wereld zou moeten worden gebruikt, dan moeten we wat doen aan de vraag ernaar. Dan moet je bij de politiek zijn. Die kun je beïnvloeden en als ik correct geïnformeerd ben, is er nog geen enkel pensioenfonds geweest dat bijvoorbeeld tegen de politiek heeft gezegd: 'Laten we om te beginnen eens in Nederland een wet introduceren die verbiedt dat we over twee jaar nog niet-recyclebare plastic verpakkingen gebruiken.' Dan koopt u dus geen producten in de supermarkt meer die niet recyclebaar verpakt zijn. Kost iets meer, maar dat kunnen we ons als een van de rijkste landen ter wereld wel permitteren.



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

Toch? Een arm land als Kenia heeft al jaren geleden het gebruik van plastic tassen compleet verboden. Blijkbaar is het een kwestie van willen.

Beleggen in wapens is ook zo'n onderwerp dat uitgebreid besproken werd en wordt door pensioenbesturen. We beleggen niet in defensie, want je weet maar nooit wie dan die wapens gaan gebruiken (98% van de fondsen met een ESG-mandaat mogen van de institutionele funders niet in defensie beleggen). Maar moeten we dan onze democratische waarden niet verdedigen? Ik schreef dit al ruim een jaar geleden in een eerdere column, maar het kan geen kwaad om dit voorbeeld van een mijns inziens nogal onevenwichtige afweging te herhalen.

Last but not least: de discussie over de hoge kosten van beleggen in private equity. Kosten moet je uiteraard in relatie tot de opbrengst zien. De verantwoordiging van bestuurders lijkt mij uitermate selectief. Om het maar plat te slaan: veel bestuurders hebben een i-phone, een veel te dure smartphone in vergelijking met een aantal andere smartphones met vrijwel dezelfde functionaliteit. Blijkbaar levert die i-phone – ook nog eens niet meetbaar – meer 'rendement' op. Waarom wel gewoon meer kosten voor een i-phone maken, maar voor de deelnemers niet in private equity beleggen met een aantoonbaar hoger netto rendement? Hier is sprake van een staaltje selectieve verantwoordiging.

Waarom doen pensioenbestuurders wat ze doen? Heel vaak wordt het fenomeen 'reputatierisico' aangehaald als leidend voor hun beleggingsbeleid. Je loopt alleen maar reputatierisico als je niet van tevoren duidelijk uitlegt wat je doet en waarom. Helaas heb ik de stellige indruk dat de cocon van de pensioenbestuurders een evenwichtige afweging van argumenten niet 'toestaat'. Doe maar 'normaal' in de pensioenwereld is voor velen een abnormale manier van analyseren en afwegen geworden. ■

Insights from an Insurance-Linked Securities manager

Recent capital markets volatility coupled with significant global insured losses from severe weather events have highlighted the importance of both low correlation to financial markets and portfolio positioning when considering an allocation in Insurance-Linked Securities.

By Urs Ramseier and Jan Peters



Dr. Urs Ramseier

Founding Partner, CIO,
Twelve Capital



Jan Peters

Executive Director,
Distribution Benelux & Nordics,
Twelve Capital

Insurance-Linked Securities (ILS) are financial instruments whose underlying value is driven by insurance risk. ILS instruments provide capital market investors with access to 'pure' insurance risk premium. ILS are fully collateralised with no direct exposure to the credit risk of the issuer. The collateral is invested in cash equivalents or floating rate securities with the risk-free component moving with the risk-free rate. ILS are generally structured in either a tradable liquid format, in the form of Catastrophe Bonds, or more illiquid privately structured transactions.

Catastrophe Bonds are generally highly standardised and have well defined exposures with funds typically offering weekly liquidity. The risk-return profile of Cat Bond portfolios tends to be more risk remote. Cat

Bonds have an average maturity of approximately three years.

On the other hand, private transactions are often highly customised with products offering a wider range of risk-return profiles. Fund liquidity is matched more closely to fit the maturity of the underlying insurance policies, that is to say annually.

Diversification in times of market volatility

ILS offer the potential to enhance risk-adjusted returns to capital market investors by adding diversification and reducing the volatility of an institutional portfolio. The asset class remains low correlated compared to others, particularly highlighted by recent market volatility. The year-to-date 2022 performance remains positive with no significant volatility seen in indexed-returns during the Ukraine crisis, the second market event in three years to highlight such diversification benefit following the COVID-19 pandemic (see Figure 1).

ILS investments also have minimal sensitivity or exposure to interest rate or broad inflationary trends. They are generally of short duration with the invested capital in cash equivalents or floating rate securities, thus the risk-free component of return moves with risk-free rates.

Maintaining a principled approach within an established market

The ILS market was born out of the wake of Hurricane Andrew in 1992, where the number of insurance companies became insolvent highlighting the need for alternative ways to manage the insolvency risk associated with large concentrations of natural catastrophe exposed insured value – such as US hurricanes and earthquakes. A large insolvency risk to insurance companies drives higher regulatory capital charges, thereby generally producing higher associated risk-premium.

Today, the ILS market has evolved and makes up nearly 15% of all reinsu-

FIGURE 1: ILS (CAT BONDS) HAVE GENERATED STRONG AND STABLE RETURNS WITH AN AVERAGE OF AROUND 7% P.A. SINCE 2002



Source: Twelve Capital, Bloomberg. As at 30 April 2022. The MSCI World is a market cap-weighted stock market index of more than 1.550 companies throughout the world. Swiss Re Global Cat Bond Index Total Return, calculated by Swiss Re Capital Markets, is a market value-weighted basket of natural cat bonds tracked by Swiss Re Capital Markets, calculated on a weekly basis. The Bloomberg Barclays Global-Aggregate Total Return Index Unhedged USD is a measure of global investment grade debt from 24 local currency markets. This benchmark includes treasury, government-related, corporate and securitized fixed-rate bonds from both developed and emerging markets issuers.

'ILS will continue to drive ESG benefits by providing risk transfer to those vulnerable to large catastrophic events.'

urance capital and now includes a somewhat broader range of insurance exposure outside of just natural catastrophe risk, such as life, marine, energy and aviation. The increased diversification opportunities available in the market have led, in part, to more differentiation and performance dispersion amongst ILS managers, product types and risk-return profiles. The track records of proven ILS strategies are distinguishing themselves more than ever.

For example, the risk-return profile of the Cat Bond segment of the market as a whole still remains skewed to US hurricane risk, with a more senior risk appetite when compared to the wider ILS market. This risk positioning has led to an outperformance of Cat Bonds with-

in the ILS segment (see Figure 2) which coupled with weekly liquidity has driven significant investor interest over the past 3 years.

A proven track record in hurricane risk transfer

The risk transfer of natural catastrophe risk from the insurance industry to the capital markets has been a guiding principle of the ILS market ever since its inception. Continuous evolution in risk quantification, risk-transfer mechanisms and regulatory regimes meant that when Hurricane Katrina made landfall in New Orleans, Louisiana, in 2005 (causing \$ 65 billion in total insured losses, relative to \$ 15 billion for Andrew) no insurance company was declared bankrupt¹, unlike the aftermath of Hurricane Andrew in 1992.

As a result, the insurance industry is well-positioned to navigate the volatility inherent in severe natural catastrophe events with any future changes in risk likely to drive further supply-demand imbalances, regulatory scrutiny and an evolution in climate modelling and risk assessment. All of which are addressed in year-on-year risk-adjusted price considerations.

Moving forward, ILS will continue to drive ESG benefits by providing risk transfer to those vulnerable to large insured catastrophic events. The ILS managers who maintain a principled approach to risk assessment and portfolio construction will likely continue to deliver attractive low correlated returns to investors.

What to consider when allocating to ILS?

- **Diversification**
Largely uncorrelated to financial markets.
- **Transparency**
Clear and manageable risk transfer.
- **Consistent risk-return profile**
Risk appetite should be defined with an understanding of the need for capital within a wider (re)insurance context.
- **Modelling & uncertainty**
Risk must be credibly modelled with loss causing events and subsequent pay-outs known with high conviction.
- **Future need for capacity**
Sustainable need for capital over an investment cycle. ■

SUMMARY

Insurance-Linked Securities (ILS) are financial instruments whose underlying value is driven by insurance risk.

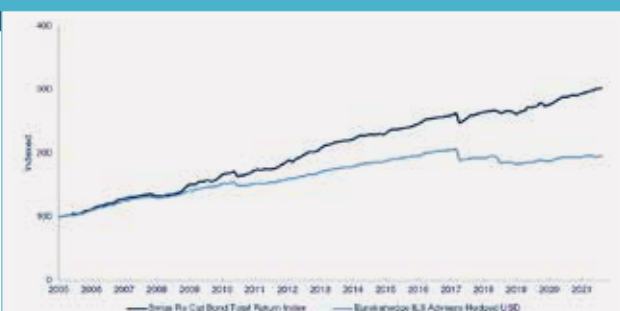
ILS portfolios typically contain exposure to natural catastrophe risks such as US hurricanes and earthquakes that pose concentration risks for the insurance industry, but offer diversification benefits to capital markets investors.

ILS have inherent ESG benefits by supporting the insurance industry in providing effective risk transfer to those vulnerable to large insured catastrophic events.

They are generally of short duration, with minimal sensitivity or exposure to interest rate or broad inflation trends. The securities are fully collateralised with no direct exposure to the credit risk of the issuer.

Climate change will increasingly drive supply-demand in the future. The ability to assess and manage the impact of climate variability on ILS portfolios is key for benchmarking ILS risk-premium and return expectations.

FIGURE 2: OUTPERFORMANCE OF CAT BONDS RELATIVE TO THE BROADER ILS MARKET.



Source: Twelve Capital, Bloomberg. As at 31 December 2021. Swiss Re Global Cat Bond Index Total Return, calculated by Swiss Re Capital Markets, is a market value-weighted basket of natural cat bonds tracked by Swiss Re Capital Markets, calculated on a weekly basis. The Eurekahedge ILS Advisers Index is ILS Advisers and Eurekahedge's collaborative equally weighted index of 29 constituent funds. The index is designed to provide a broad measure of the performance of underlying hedge fund managers who explicitly allocate to insurance linked investments and have at least 70% of their portfolio invested in non-life risk.

¹ Swiss Re: a History of Insurance, 2013/1017.

Where Japan leads, others will follow

Global equity investors have been underweight Japan for decades. Conventional wisdom says Japan is a country burdened with a stale corporate culture and stagnant growth and should therefore be avoided. However, such criticisms are inaccurate and outdated.

By John Vail

While many global investors still only see the Japan of the past, they are missing out on the way Japan is shaping all our futures. Fears that Shinzo Abe's 'three arrows' corporate reform programme would wane after his departure as prime minister in 2020 have proven unfounded. A decade of reforms has created a more shareholder-friendly environment and helped companies to deliver vastly improved profit margins thanks to superior technology, stronger corporate governance and – particularly from within the Asia-

'A decade of reforms has created a more shareholder-friendly environment and helped companies to deliver vastly improved profit margins.'



Pacific region – better economic growth. Moreover, Japan's corporate culture will not be allowed to return to its past complacency. In April, the Tokyo Stock Exchange underwent a significant restructuring, ensuring Japan's top companies are motivated to keep improving their business operations and adhere to corporate governance standards, or risk being demoted or delisted.

Accountability is a growing theme in Japan. Shareholders are now more vocal, and sometimes even hostile, towards the companies in which they invest. Also, the lines between shareholder activism and stewardship are increasingly blurred since ESG considerations have become a primary concern at board level. Research suggests that engagement activity by large institutional investors aimed at companies with potential areas of improvement, such as

governance, low return on assets (ROA) and excessive cash holdings, has a positive impact, resulting in higher return on equity (ROE), more independent directors and proportion of shares owned by management. Within Japan's changing landscape, engagement is also becoming a significant source of differentiation for investors. Identifying and engaging with undervalued companies on ESG-related issues, such as decarbonisation, managing human capital and enhancing governance frameworks, should improve company fundamentals, enhance corporate value and ultimately lead to higher returns.

Japan's influence as a free trade promoter

But the investment case for Japan goes far beyond corporate improvements. Japan's large capital reserves and its financial capabilities are significant tools for geopolitical influence.

‘Japan’s greatest contribution in recent times has been to take the lead in addressing critical societal issues soon to be felt by many other nations.’

Since well before the Abe era, Japan has been engaged in skilful diplomacy, not only with the United States and China, but also with the Middle East and India, in offering a credible investment alternative to China. While Japan remains the largest trading partner and most influential neighbour of China, Japan is also an essential partner for US policy towards China.

As a feature of this partnership, the US and Japan have pledged to further increase their inter-reliance in critical supply chain areas, while also cooperating on expanding export control mechanisms. Moreover, for decades, Japan has consistently sought to keep its currency from rising against the dollar, fearing the effects of a strong yen on its export sector. This alliance should ensure Japan faces little pressure from the US regarding currency appreciation.

Stable conduit to long-term Asian growth

Japan occupies a unique place in the world, serving as a bridge between east and west, and between developed and emerging markets. Because of its proximity, Japan has deep cultural and economic ties with other countries in the Asia-Pacific region. Japan is uniquely positioned as a familiar developed market

that is reaping the benefit of emerging market growth trends, while not necessarily being exposed to the same accompanying risks.

For example, other Asian countries depend on Japanese technology as well as shared supply chains for economic progress. As Japanese companies grow their businesses overseas, and other Asian-Pacific countries, including China, rely on Japanese technology to achieve their economic development goals, Japan’s economic ties with Asia’s growth journey should continue to strengthen.

Japan’s contribution to global challenges as an investment opportunity

Arguably, Japan’s greatest contribution in recent times has been to take the lead in addressing critical societal issues soon to be felt by many other nations. Japan’s demographic challenges are well-known. But unsurprisingly, Japan has responded with humane and intelligent approaches to healthcare and is also ready to accelerate the transition from fossil fuels to low carbon alternatives. Japan is also embracing some traditional old ways of thinking about sustainability and the circular economy that will prove invaluable as the world looks to make the difficult transition towards a green economy.

With nuclear energy as a politically difficult option, hydrogen is expected to play a key role in ensuring Japan achieves its ambitious goal of carbon neutrality by 2050. In April 2022, Japan’s hydrogen association HyS-TRA announced the completion of the world’s first maritime transport of liquefied hydrogen, including its loading and unloading, in Kobe, Japan. Such state-of-the-art technologies could transform Japan into a hydrogen-led society – setting an example for other countries looking to achieve their net zero goals.

A country with renewed geopolitical and economic confidence

At a time of global uncertainty and disruption, Japan has a great deal to offer to the rest of the world. The Japan of today is one where a decade of corporate and stock market reforms are bearing fruit and where successive governments have prioritised revitalising the Japanese economy. Japan’s willingness to take the lead with diplomacy and international relationships has given it significant geopolitical authority and presented an important counter-narrative to the protectionism prevalent in other key markets.

This in turn has contributed significantly to Japan’s economic growth, creating a positive feedback loop. And, in the race to become carbon neutral, Japan is taking the lead in developing the technology capable of achieving net zero ambitions. The world wants to do business with Japan. Investors are just beginning to recognise the investment potential this brings. ■



John Vail

Chief Global Strategist,
Nikko Asset Management

SUMMARY

The economic and corporate reforms started under Shinzo Abe remain locked-in, laying the foundations for future commercial success.

Japan’s reputation as a reliable and trusted neighbour has helped it become Asia’s leading voice on free trade and investment.

The changes taking place in Japanese society have opened the door for companies with the knowledge and technology to tackle and solve social issues.

Japanese companies are overcoming demographic challenges through innovation, while developing hydrogen as a green energy source demonstrates the scale of its ambition.

Chinese onshore convertible bonds: the hidden gem?

The Chinese domestic convertible bond market has increased exponentially to become the second largest globally. This happened almost unnoticed. This development deserves a closer look.

By Benjamin Barretau

Although the very first convertible bond in China was issued thirty years ago, issuance volumes remained minimal until recently. After many credit-led boom-bust cycles, China has engaged in a real disintermediation since the middle of the 2010s, pushing companies to explore its modernizing capital markets. Since then, issuance has been booming, largely surpassing Chinese offshore convertible bonds. From 49 issuers and 140 billion renminbi (\$ 21.5 billion) in 2016, it is now close to 400 issuers and 890 billion renminbi (\$ 140 billion)¹, as Figure 1 shows. For comparison, the US & European markets are respectively \$ 303 billion and \$ 98 billion with 252 and 105 issuers. The Asian market (including Japan but ex onshore China) is composed of \$ 52 billion and 103 issuers².

Notwithstanding a spectacular growth, the popularity of convertible bonds in China seems sustainable. When one thinks about convertible bonds, what comes to mind is typically small-cap and mid-cap companies that do not necessarily have access to traditional debt capital markets, using them to fund their growth in exchange for part of their equity upside. China looks like the perfect place for this hybrid instrument. On the one hand, many investors are eager to embrace the opportunities China has to offer, but may be fearful of the volatility associated with equity investing. On the other hand, many companies need capital to finance their rapid expansion. It is also a more convenient and flexible funding instrument than equities or loans as it is more cost-efficient thanks to relatively

low coupons. Furthermore, the regulator's approval to issue convertible bonds is easier and quicker to obtain than for raising capital.

One distinguishing specificity of the Chinese offshore convertible bond universe is how underlying companies are different from the ones in broad equity indices such as the CSI 300. As

at the end of 2021, 39% of the underlying companies had a market capitalization below \$ 1 billion equivalent and 86% below \$ 5 billion³. Issuers' ownerships and industries are well diversified. Indeed, private-owned enterprises represent 41%, state-owned enterprises 25% and financials 34%⁴. In sector terms⁵, when compared with equity indices, the

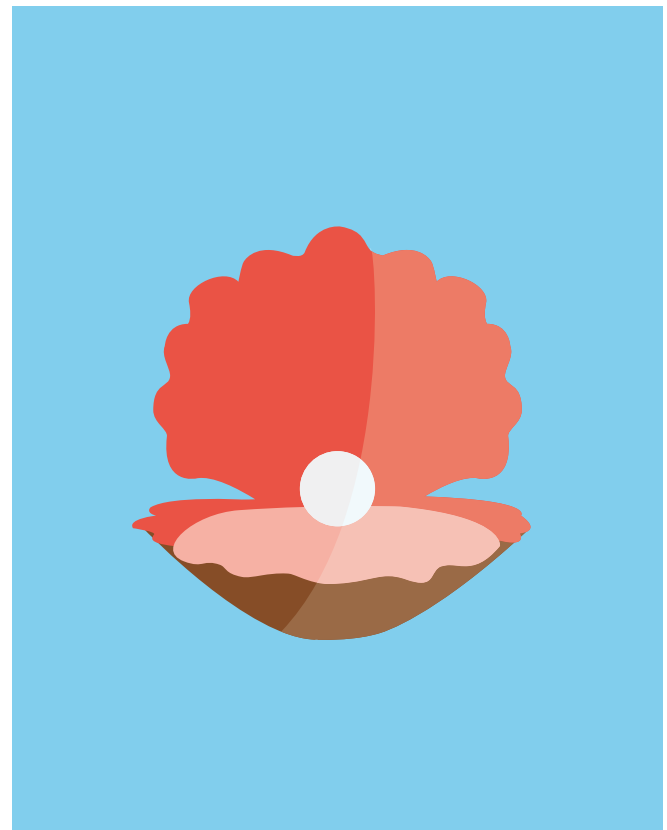
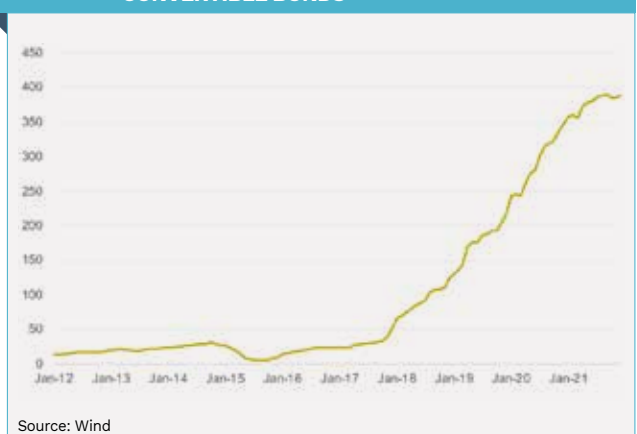


FIGURE 1: THE FLOURISHING NUMBER OF ONSHORE CONVERTIBLE BONDS



convertibles space has larger exposures to financials (34% versus 21%), industrials (17.4% versus 15.1%) and materials (11.8% versus 8.7%) while lower exposures to consumer staples (6% versus 14.9%), IT (11.8% versus 15.9%) and healthcare (3.6% versus 9.6%).

This market shows additional significant singularities compared to other financing instruments in China, as well as convertible bonds in other geographies. Looking at onshore convertible bonds in the Chinese context, they grant companies access to a source of funding dominated by institutional investors (87.7%)⁶ looking for diversification from traditional fixed-income, while the equity market is largely retail-driven (47.5%)⁷. Owing to this, unlike in western markets, financials are more frequent issuers.

Vis-à-vis international convertible bonds, Chinese domestic convertibles exhibit some unique and appealing clauses benefiting investors:

- Coupons are stepping-up over time, typically

starting around 0.2%-0.5% and then attain a range of 1.5-2.5% depending on issuers.

- They are traded on an exchange while global convertible bonds are traded over the counter.
- They are mandatorily rated (mostly by local rating agencies).
- Most issuers have the discretionary right to reset lower the level at which one is allowed to convert its bonds into equities (or conversion price) should they need to reinforce their balance sheet.
- Investors typically have the right to ask for the early redemption of a convertible bond during the last two years before maturity should its share price fall below a predefined level.
- In the case a bond reaches its maturity date (in other words: out of the money and not early redeemed), holders are compensated for the lost opportunity to exercise their conversion option. Therefore, the final redemption price would include the principal, the final coupon and this 'interest compensation', as illustrated in Figure 2.

The flexibility the instrument brings to issuers partly explains why we have not seen any default in this market to this day⁸. Thanks to those key characteristics, onshore convertibles have behaved very differently in risk-adjusted terms compared to both Chinese equities and global convertible bonds. The favorable credit-linked clauses underpin the significant downside risk mitigation the asset class has exhibited.

The diversified exposure to smaller companies at an early stage of their growth likely explains the strong behavior of convertible bonds versus equities. Since the end of 2016⁹, the CSI Convertible Bond Index had an annualized return and volatility of 6.6% and 10% with a maximum drawdown of -13%. This compares to an annualized return and volatility of 5.2% and 19% with a maximum drawdown of -34% for the CSI 300. This holds true when compared to H-shares or the small-cap focused CSI 500. Interestingly, when compared to global convertible bonds¹⁰, performance and volatility are similar, but the maximum drawdown is much smaller for onshore convertibles (13% vs 22%). As one expects from convertible bonds, convexity in a nutshell! ■



Benjamin Barretau

Director and Portfolio Manager
Convertible Bonds, UBP

SUMMARY

The Chinese onshore convertible bond market is booming and already the second largest market globally.

The issuer base offers a diversified exposure in terms of sectors and market capitalizations compared to broad equity indices.

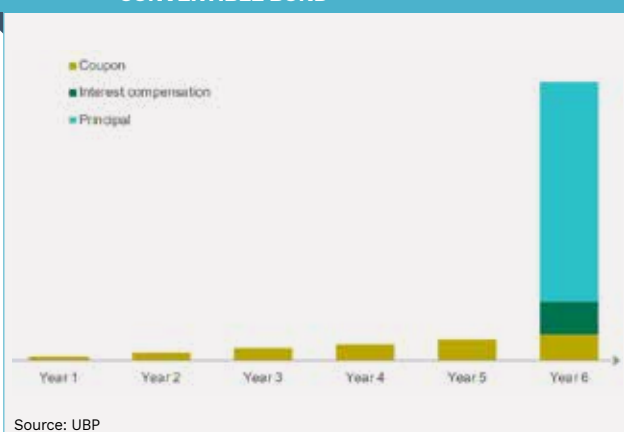
Domestic convertible bonds provide investors with favorable and unique credit-linked clauses.

Therefore, to this date, domestic convertible bonds have experienced a compelling risk-adjusted behavior against onshore equities and global convertible bonds.

Disclaimer

This document is intended for informational purposes only, its content should not be construed as any form of advice or recommendation to purchase or sell any security or funds. Past performance is not indicative of future performance. Any forecast or prediction, where provided, is indicative only and is not guaranteed in any way.

FIGURE 2: CASH-FLOW PROFILE OF AN ONSHORE CONVERTIBLE BOND



- 1 Wind, data as of 2021, December 31st.
- 2 Refinitiv convertible bond indices, data as of 2021, December 31st.
- 3 Wind, Bloomberg, UBP, FX rate as of 2021, December 31st.
- 4 Wind, data as of 2021, December 31st.
- 5 Wind, Bloomberg, using the GICS classification methodology, data as of 2021, December 31st.
- 6 CICC, CBIRC, SSE, data as of 2021, December 31st.
- 7 Cf. supra (footnote 3).
- 8 Wind, UBP.
- 9 Starting at the end of 2016 when the flow of issuance picked-up meaningfully making the onshore market diversified enough for performance to be representative, through the 16th of May, 2022.
- 10 Refinitiv Global Convertible Bond Index (USD).

De wereld van digitale assets wordt steeds groter en interessanter

De cryptowereld verandert snel. Er zijn tegenwoordig wel acht belegbare subcategorieën. Sommige daarvan hebben meer aandelenkarakteristieken, andere brengen meer kenmerken van grondstoffen of obligaties met zich mee, aldus Matthew Sigel, Head of Digital Assets bij VanEck. Volgens hem omarmen institutionele beleggers ook steeds meer het diversificatiepotentieel van verschillende ‘digital assets’.

Door Harry Geels

Waarom zou iedere institutionele belegger in welke vorm dan ook in de crypto-industrie moeten beleggen?

‘We zien dat steeds meer institutionele beleggers in de cryptomarkt stappen, vaak met als reden dat het om een nieuwe en disruptieve, op database of blockchain gebaseerde technologie is. We bieden verschillende beleggingsoplossingen voor ‘digitale assets’. We hebben het laatste jaar een significante instroom gezien in een aantal daarvan, recent nog van een Amerikaans pensioenfonds, waardoor onze oplossing voor ‘crypto lending’ wat betreft beheerd vermogen in één keer verdubbelde. In de Verenigde Staten zien we vooral veel interesse vanuit de ‘red states’, die met de nieuwe disruptieve technologieën de vrije markt willen stimuleren. Die interesse zal de

beleggingscategorie nog voor lange tijd wind in de rug geven. Europese institutionele beleggers zijn terughoudender. Ze lopen meer in lijn met de visies van de toezichthouders. Ze stoeien ook meer dan Amerikaanse institutionele beleggers met de vraag hoe ze de beleggingscategorie moeten kwalificeren. In onze ogen is het een nieuwe beleggingscategorie die, afhankelijk van de precieze invulling, meer aandelen-, of juist meer obligatie-, grondstoffen- of valutakarakteristieken kan hebben. Elke subcategorie heeft zijn eigen ‘tokenomics’ en diversificatievoordelen.’

Over welke subcategorieën praten we dan en welke zijn het meest interessant?

‘We onderscheiden acht subcategorieën (zie Figuur 1). De eerste is de Store of Value, waaronder we vooral de

Bitcoin rangschikken als tegenhanger van goud. Diverse pensioenfondsen alloceren nu zo’n 2 tot 5% naar goud. Onze verwachting is dat een deel van deze allocatie naar Bitcoin gaat. Beleggers zoeken met de combinatie van goud en Bitcoin een alternatief voor het gewone geld, waarvan de waarde vastheid door het onbezonnen monetaire beleid verre van vaststaat. De visie dat Bitcoin niet fysiek is en dus geen alternatief voor goud kan zijn, klopt niet. Het is een opslag van energie. Iedere Bitcoin heeft bij zijn creatie een verifieerbare hoeveelheid energie gekost. We hebben een ander mentaal model nodig om naar de Bitcoin te kijken. Als we de Bitcoin zo beschouwen, kan hij in de komende twee tot vijf jaar wel zo’n \$ 250.000 waard worden. De precieze verdeling tussen goud en Bitcoin hangt af van de institutionele belegger. Als die de volatiliteit gelijk wil houden, komen we, uitgaande van de huidige correlatie tussen beide, uit op een verdeling van 70% goud en 30% Bitcoin. De tweede subcategorie betreft de Smart Contract Platforms, de blockchain protocols die ontworpen zijn om zelfontwikkelde apps of apps van derden te hosten. Deze open-source operating systemen, waarvan Ethereum het grootst en meest veelbelovend is, vormen een beleggingscategorie die kan worden vergeleken met groeibedrijven uit de technologiesector. Deze subcategorie past prima in een aandelenallocatie, bijvoorbeeld ter vervanging voor een deel van de allocatie naar Facebook, Amazon, Apple, Netflix en Google (FAANG). Vooral smart contract platforms gaan een deel van de marge van FAANG-aandelen afsnoepen en vormen zo een

fundamentele hedge tegen de afbrokkelende macht van Big Tech. Dan is er nog een derde belangrijke subcategorie die obligatiekarakteristieken heeft en dat is ‘lending’, het uitlenen van Amerikaanse dollars aan bedrijven in het digital asset ecosysteem zoals cryptominers en partijen die cryptostrategieën uitvoeren, kredieten verschaffen of als market maker verdienen aan de bied-laatspreads op de cryptomarkten. Zij zijn voor de verschafteliquiditeit momenteel bereid gemiddeld zo’n 8% yield te betalen. Yield farming is hiervan weer een variant met een hoger risicoprofiel.

Tot slot zijn er nog enkele andere manieren om van de groei van de crypto-industrie te profiteren, zoals met Infrastructure Applications (gedecentraliseerde computerprogramma’s ontwikkeld om bepaalde specifieke taken uit te voeren), Stablecoins (ontwikkeld om de volatiliteit te minimaliseren door een koppeling met een stabielere asset, meestal de dollar), Exchanges, Payments, Decentralized Finance en Media & Entertainment. Op acht van deze subcategorieën heeft MarketVector Indexes ondertussen indices gelanceerd, zoals ook in Figuur 1 te zien is en wat de volwassenheid van deze markten verder onderstreept.’

Hoe kunnen beleggers efficiënt diversificatie bereiken met de verschillende digitale assets? En wat zou de ideale mix zijn?

‘Voor een aantal van de subcategorieën hebben we producten gemaakt, bijvoorbeeld goedkope ETFs of ETNs. Het is dus tegenwoordig eenvoudig om exposure te krijgen naar de verschil-

lende dimensies van de cryptomarkt. Voor lending zijn er ook private fondsen. Welke mix optimaal is? Dat hangt van de belegger af. Gezien de enorme daling van veel cryptomunten zoals Bitcoin ben ik hier zelf nu koper geworden. Maar ik erken ook dat veel cryptomunten een hoge volatiliteit hebben en dat er een nieuw narratief moet komen om ze weer in een stijgende trend te krijgen. Een 'dollar cost-averaging' aankoopstrategie zou mogelijk interessant kunnen zijn.

Hoe moeten beleggers aankijken tegen de soms hoge volatiliteit van digitale assets?

'Iedereen houdt van opwaartse volatiliteit en de kans hierop is de komende jaren zeker niet ondenkbaar. El Salvador en de Centraal-Afrikaanse Republiek hebben Bitcoin reeds als wettelijk betaalmiddel ingevoerd en er zijn diverse andere landen die daarvoor ook interesse hebben getoond. Ook diverse

grote bedrijven experimenteren met betalingen in cryptomunten. Als er meer landen en bedrijven volgen, zou de cryptomarkt het eerder genoemde positieve narratief kunnen krijgen. Het is verder interessant te melden dat de relatieve volatiliteit van de Bitcoin versus de Nasdaq zijn laagste punt heeft bereikt. De volatiliteit van veel digitale munten zal in de loop der tijd lager worden naarmate de markten volwassener worden en er meer institutionele beleggers instappen. Volatiliteit vertelt ook niet altijd het hele verhaal. De ETF voor US Treasuries is niet bepaald volatiel, maar staat dit jaar wél op een verlies van meer dan 20%.

Zijn er nog andere risico's dan volatiliteit die aandacht behoeven?

'Afhankelijk van de specifieke subcategorie zijn er additionele risico's. Bij Smart Contracts geldt dat de meeste platformen nog relatief nieuw zijn. We hebben hier

de laatste jaren diverse 'hacks' en oplichting gezien. We spreken ook wel van 'smart-contract risk'. Verder wordt vooral in Europa de cryptomarkt nog weleens gezien als iets dat geen ESG-strik kan dragen. Vaak wordt het grote energieverbruik van het Bitcoin-netwerk genoemd. Ik heb hier twee opmerkingen over. Het relatief hoge energieverbruik van de (mining) algoritmes maakt Bitcoin wel een van de meest veilige digitale munten. Het verbruik gaat op jaarbasis overigens het energieverbruik van kerstverlichting in de VS niet te boven. Waar leg je de prioriteit? De twee landen die Bitcoin als betaalmiddel hebben ingevoerd, kunnen de energie voor het Bitcoin-netwerk prima opbrengen, El Salvador via de vulkanen en de Centraal-Afrikaanse Republiek via zonne-energie. Door de Bitcoin in te voeren hebben ze de controle over hun eigen monetaire beleid weer teruggekregen. Er zijn andere duurzame ontwikkelingen. In Texas wil men

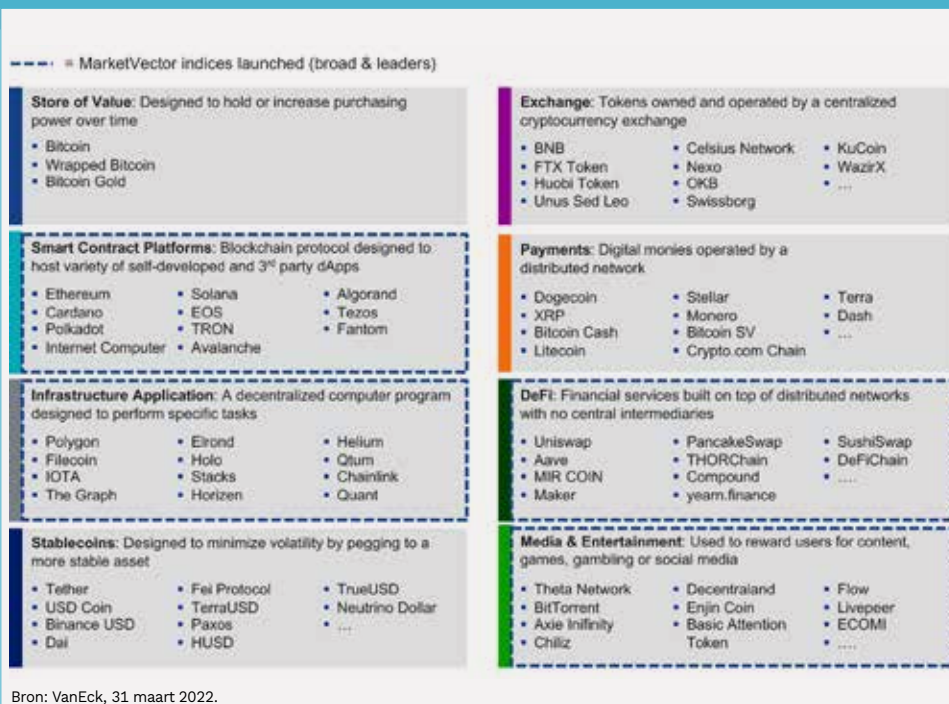


Matthew Sigel

Head of Digital Assets, VanEck

bijvoorbeeld de grote hoeveelheid methaanuitstoot van de agrisector opvangen en gebruiken als energie voor het minen van Bitcoin. Bitcoin wordt zo de economische batterij van verspilde energie en monetiseert en passant de armsten in de wereld. Energie herwinnen en autonomie terugkrijgen lijkt mij heel erg ESG. Tot slot wordt ook regulering vaak als risico genoemd. Dat geldt inderdaad voor regio's met een autoritaire houding jegens monetair beleid. In de VS verwacht ik geen verbod zoals in China en evenmin zware belastingen of regulering. Dat zou lijnrecht tegen onze constitutie en pioniersmentaliteit ingaan.' ■

FIGUUR 1: ACHT CATEGORIEËN VAN DIGITALE ASSETS



IN HET KORT

Steeds meer institutionele beleggers stappen in de cryptomarkt, met name buiten Europa.

Er worden acht belegbare subcategorieën binnen de crypto-industrie onderscheiden, waarvan elk zijn eigen aandelen-, obligatie-, grondstoffen- of valutakarakteristieken heeft.

Iedere subcategorie heeft zijn eigen 'tokenomics' en diversificatievoordelen.

De volatiliteit van veel digitale munten zal in de loop der tijd lager worden naarmate de markten volwassener worden.

De Bitcoin monetiseert de armsten in de wereld.

How quant investing is changing in the digital age

The tech rally is coming to an end. Momentum is falling back, value is replacing growth. The rebound in style and factor strategies since the end of 2021 cannot be ignored.

By *Thomas Kieselstein*

After years of extreme out-performance by growth and technology stocks, investors are now focusing more on classic business models and fundamental factors. The quality of a company and its valuation allow more conclusions to be drawn about future share price development, which was not the case for most of 2020 or even last year. Overall, the decline in excessive liquidity provided by central banks for many years has meant that the most recent period of capital market excess seems to be coming to an end.

Active quantitative asset management should

‘The trend towards customisation and tailor-made investment solutions is unmistakable.’



benefit from this development. The systematic processing of information and model-based analysis typically show their strengths in more rational markets. Despite the positive backdrop for fundamental analysis, the large index and ETF providers continue to attract investors with a diverse selection of semi-active strategies. A certain saturation seems to have been reached, which is evident from the fact that there are now significantly more equity indices than equities.

The consequence is not only growing confusion regarding products, but also an increasing grey area between active and passive investment approaches. With certain indices, such as highly concentrated sustainability indices, investors will have a strategic allocation,

for example to technology stocks, even though the index is sold as passive. This is a fallacy. Each of these ‘passive’ strategies is based at its core on active decisions, such as the exact formulation of the thematic focus or the selection of the rules for weighting. However, the decision-maker usually remains in the background and a fund manager who is accountable does not exist for the most part.

Boundaries are becoming blurred

The differences between index or ETF providers and active quantitative asset managers are becoming smaller and the boundaries between quantitative and traditional portfolio management are becoming blurred. Fundamental providers are also making intensive use of

quant techniques such as factor models. At the same time, quant investors are also increasingly adopting the views of fundamental managers in the further development of their investment processes and models. Examples include business cycle analysis or macro risk management.

Furthermore, it is foreseeable that assets previously considered illiquid, such as private debt or private equity, can be analysed and traded automatically. This will be possible primarily through the tokenisation of these assets and blockchain-based smart contracts, which create fungibility. The field of non-fungible tokens (NFTs) has shown how quickly digital development can progress. However, because issues such as standardisation and custody have not yet been clarified, institutional investors are reluctant to invest in this area. Regardless of the asset class, a high degree of diversification as well as optimal risk/return management in cost-optimised solutions will be necessary in the future.

Diversity of business models

On the provider side, we also expect an increasing diversity of business models. The trend towards customisation and tailor-made investment solutions is unmistakable. Forecasting return and risk will remain at the forefront alongside other dimensions, in particular sustainability. Active quant approaches benefit from this development. Investors differ in their sustainability goals. Quant

managers can handle the breadth and depth of available data and can adapt their investment processes efficiently and cost-effectively to the respective client needs.

Success factors for active quantitative management

In the future, the mastery and efficient implementation of new technologies will determine the success of quantitative investment strategies. These allow access to ever larger and newer amounts of data, which can be used for strategies that go beyond classic risk premiums. At the same time, the barriers to accessing technology and data, for example via cloud platforms, have also become lower. It is important to be at the forefront of this race. In the past, it was important to access the data. The challenge in the future will be to be able to use new technologies to process the growing data volumes to make reliable investment decisions. This is especially true for unstructured data such as text, audio or video information.

Four 'big Vs' of importance

The 'big Vs' of big data remain a challenge: the amount of data (volume), the speed with which new information arrives (velocity), the variety of data sources and formats (variety) and the reliability of the information (veracity) will grow in importance – the figures in a company balance sheet are usually reliable, but exceptions prove the rule, for example, Wirecard. A tweet, on the other hand, can be manipulated by a bot and

this rate is well over 30% according to estimates.

To be able to efficiently process the huge amounts of data into signals, a corresponding infrastructure and computing power is a prerequisite. But it also requires a high level of competence in data management, data engineering and data science. For quant managers, this means that in the future they will face stronger competition with other companies, but also with data providers in terms of technical solutions and talent.

In addition to the technical setup, however, capital market expertise is also indispensable. Unstructured data and the corresponding factor signals require financial market-related interpretation as well as strong risk management know-how.

The market will continue to shift

One thing is clear: the market will continue to shift. There is not one future for quant investing, but many areas that will be occupied by specialists. A certain consolidation is also likely, especially in niches, because it is becoming more and more technically complex to offer everything from a single source.

The need to concentrate on one business model is therefore likely to increase. Ultimately, however, the same will be true for the future. Not the amount of data per se, but clever modelling, and not the computer power, but its clever use will make up the decisive added value. ■



Thomas Kieselstein
Chief Investment Officer and
Managing Partner, Quoniam
Asset Management

SUMMARY

Boundaries blurred: the differences between index providers versus active quant and quant versus fundamental discretionary are becoming less clear.

Sustainably investing is a data topic: quant managers can handle the breadth and depth of available data and can adapt their investment processes efficiently and cost-effectively.

From data access to data mastery: the challenge in the future will be to be able to use new technologies to process the growing data volumes to make reliable investment decisions.

The fast-moving world of data centres in Europe

Once seen as a niche sector within real estate, data centres have come to the forefront as real estate investors recognise how the surging need for data storage and processing is creating demand for high quality data centre real estate.

By Paul Lewis



Paul Lewis

Director European Data Centres,
Principal Real Estate

As businesses, consumers and new technologies use ever-increasing amounts of data, storage facilities have become the cornerstone of the information economy. Data centres have long provided critical infrastructure to support the global economy's dependency on data. And as the worldwide volume of data doubles every few years, the dependence on these facilities will only rise.

Today, the network of data centres providing needed

'Data centres, with both growth and defensive attributes, have proven resilient in economic downturns and in periods of economic expansion.'

infrastructure to support European economies is presenting traditional real asset investors a unique opportunity. Data centres, with both growth and defensive attributes, have proven resilient in economic downturns and in periods of economic expansion. This, along with a compelling risk/return profile and high barriers to entry, makes the industry an attractive opportunity for long-term investors.

Trends supporting data storage and processing

The most notable trend underscoring the importance of data centres is the exponential growth of data usage. Today, more data is created in an hour than was produced in an entire year two decades ago. By 2025, the sum of generated data will eclipse 175 Zettabytes (ZB), up from only 18ZB in 2015.¹ This explosion in data growth is being driven by individual and business needs. Consumer and corporate users have developed higher service expectations that include around-the-clock accessibility and faster connectivity speeds. Advances in artificial intelligence, virtual reality and machine learning are also driving data usage. As these technologies become increasingly prevalent and advanced, more data storage capacity and processing power will be needed. And the introduction of 5G mobile services will only accelerate this need.

Broad sources of demand

To better understand the data centre opportunity for investors, it's important to consider the three main

types of tenants: enterprises, colocation providers and cloud service providers.

Enterprises include corporations that rely on in-house data centres because they can't outsource their infrastructure due to security requirements or other proprietary needs. Colocation providers offer infrastructure on a smaller and more scalable level, allowing users to access high-quality data centres without the large upfront costs, an approach common with small- and medium-size businesses. Cloud service providers, the fastest growing data centre segment, use a shared infrastructure to allow customers to outsource data storage. In Europe, the largest of these tenants are Google, Amazon and Microsoft.

Data centre tenants tend to be clustered around Europe's core markets - Frankfurt, London, Amsterdam, Paris and Dublin (FLAP/FLAP-D). The largest market is London with about 711 megawatts of commissioned capacity, which represents approximately 41% of total capacity in the FLAP markets.² The need for high bandwidth and low latency networks has led data centre users to areas with access to both reliable and affordable power and connectivity. Regulatory requirements and power accessibility have also driven data centre demand beyond the FLAP-D markets to places such as Madrid and Zurich, with large population centres, access to affordable power and abundant fibre connectivity. These markets are

quickly maturing and comprise a growing number of end users.

Increasingly attractive investment characteristics

Many characteristics of data centres make them appealing investments. Firstly, there is the customisation needed for data centre tenants, as well as the costs associated with relocating data infrastructure. Tenants tend to prefer longer leases, typically in excess of 10 years. This offers investors exposure to cash flows from high-quality credit tenants at higher yields than most other property types, helping to secure longer-term income streams for investors.³

Secondly, the capital and knowledge required to build and manage a data centre - not to mention the difficulty in finding an ideal location - creates high costs for new entrants. This has constrained supply and created high barriers to entry. Thirdly, as uncertainty about the impact of loose monetary policies persists, data centres can offer inflation protection. That's because most leases are linked to inflation with generous cap and collar terms, making them particularly attractive for long-term investors concerned about protecting cash flows and liability matching. Fourthly, industry lease standards require tenants to restore the property and its equipment to original conditions at the end of the lease, with severe penalties attached to any violations. This provides an additional assurance the property will

remain an attractive investment over time.

Finally, because data centres are highly specialised, knowledgeable debt providers can improve returns by recognising the different traits within the industry. With the current low cost of capital in Europe, more loan term structures will broaden the debt market and help enhance returns.

Taken together, these factors have created stable, continuous income - particularly for institutions aiming to fund obligations by matching income and liabilities. These factors also make data centres a strong portfolio diversifier, especially in light of elevated asset correlations.

The data centre opportunity: here for the long-haul

In addition to the long-term benefits of investing in data centres, the pandemic has accelerated trends in the data centre world with corporates re-assessing their IT infrastructure, boosting the number of cloud and colocation tenants. As the sector institutionalises, building portfolios of triple net data centres in this environment could lead to interesting dynamics, as larger investors and funds update portfolio allocations to include these assets. Regardless of the ultimate impact of these short-term factors, we believe data centres are a proven investment poised to add value beyond just the near term.

Data centres will continue to face challenges, such as strict zoning requirements or power constraints in

'Knowledgeable debt providers can improve returns by recognising the different traits within the industry.'

established markets. For investors, these challenges can make sourcing more difficult and limit the scope of investment opportunities. However, even as uncovering the ultimate impact of the COVID-19 pandemic will take time, it's clear in this 'new normal' that data centres are becoming more critical.

The essential role of data in our lives is a secular trend that will continue to accelerate, making data centres an increasingly important consideration in a diversified portfolio. ■

- 1 IDC, Data Age 2025 Eurostat, household internet access in EU-15, 2004-2019
- 2 CBRE, European Data Centres, Q3 2020
- 3 CBRE, Savills, Principal Real Estate, July 2020

Disclaimer

Risk Considerations
Investment involves risk including possible loss of principal. Past performance is no guarantee of future results. Potential investors should be aware of the risks inherent to owning and investing in real estate, including value fluctuations, capital market pricing volatility, liquidity risks, leverage, credit risk, occupancy risk and legal risk.

Important information

This article is for discussion and educational purposes only and should not be relied upon as a forecast, research or investment advice, a recommendation, offer or solicitation to buy or sell any securities or to adopt any investment strategy. Opinions expressed are subject to change without notice. References to specific securities, asset classes and financial markets are for illustrative purposes only and should not be relied upon as a primary basis for an investment decision. Rather, an assessment should be made as to whether the information is appropriate in individual circumstances before making an investment decision.

This material may contain 'forward-looking' information that is not purely historical in nature and may include, among other things, projections and forecasts. There is no guarantee that any forecasts made will come to pass. Reliance upon information in this material is at the sole discretion of the reader.

This document is intended for use in: Europe by Principal Global Investors (EU) Limited, Sobo Works, Windmill Lane, Dublin D02 K156, Ireland. Principal Global Investors (EU) Limited is regulated by the Central Bank of Ireland.

© 2022 Principal Financial Services, Inc. Principal, Principal and symbol design and Principal Financial Group are registered trademarks and service marks of Principal Financial Services, Inc., a member of the Principal Financial Group. Principal Global Investors is the asset management arm of the Principal Financial Group. Principal Real Estate Investors is a dedicated real estate investment management group within Principal Global Investors.
MM11884-08 | 05/2022 | 2207321-122022

SUMMARY

Today, the network of data centres providing needed infrastructure to support European economies is presenting traditional real asset investors a unique opportunity.

Data centres, with both growth and defensive attributes, have proven resilient in economic downturns and in periods of economic expansion.

This, along with a compelling risk/return profile and high barriers to entry, makes the industry an attractive opportunity for long-term investors and an increasingly important consideration in a diversified portfolio.

Actief en passief beleggen zijn met elkaar verweven

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Een actieve investment manager moet in theorie in staat zijn om waarde toe te voegen in een minder efficiënte markt die door niet al te veel analisten wordt gevolgd. De theorie gaat echter redelijk vaak niet op. Dat opent de deur naar passief beleggen, wat duidelijke kostenvoordelen met zich meebrengt.

Wat is de definitie van actief en passief beheer?

Jan-Paul van der Ent: 'Actief beheer staat voor de opdracht beter te presteren dan een index of benchmark en passief beheer voor het nabootsen of repliceren van een index.'

Fons Lute: 'Actief beheer houdt ook in dat je een visie hebt op de waardering van de assets en iets met die visie doet. Passief is meer niet weten wat de waarde is, maar vertrouwen op de index.'

Martijn Rozemuller: 'Actief beheer is niet op regels gebaseerd en passief beheer wel. Als het beheer op regels is gebaseerd, is het niet afhankelijk van de beheerder.'

Rob Winters: 'Wij zijn van mening dat markten niet te timen zijn en dat een hoge mate van spreiding risicoverlagend werkt. Wij geloven in een passieve systematische aanpak. Daarom worden alle portefeuilles voor onze particuliere klanten belegd op basis van passieve instrumenten.'

Maurice Lemans: 'Als je geen uitgesproken mening hebt over waarin je wilt beleggen, is de keuze voor een – waarschijnlijk brede – benchmark de gemakkelijkste manier. Dat is een passieve vorm van portefeuillebeheer. Elke toevoeging is een vorm van actief beheer. Oftewel, bij actief beheer komt een visie om de hoek kijken die je wilt implementeren in de portefeuille.'

Lute: 'Ik denk dat je een op regels gebaseerde strategie kunt hanteren en toch ook marktvisies kunt hebben. Het een hoeft het ander niet uit te sluiten.'

Rozemuller: 'In mijn ogen kan iemand die als een actieve manager wordt beschouwd, ook een passieve benadering hebben. Het onderscheid tussen actief en passief zal steeds moeilijker te maken zijn, omdat ze uiteindelijk met elkaar verweven zijn.'

Thomas Jonk: 'De grens tussen actief en passief is in sommige gevallen minder duidelijk geworden, bijvoorbeeld bij het gebruik van thematische beleggingen of de implementatie van duurzame elementen. Dergelijke beslissingen zijn actieve keuzes binnen een passief product.'

Stuart Dunbar: 'Actief beheer is de doelbewuste allocatie van kapitaal naar bepaalde projecten en bedrijven. Het is het inzetten van kapitaal en heeft helemaal niets te maken met een benchmark.'

Is het onderscheid tussen actief en passief nog steeds relevant? En zo ja, waarom?

Jonk: 'Ik denk dat er nog steeds een duidelijk onderscheid is tussen actief en passief als we kijken naar de active share, de risico's en de mogelijkheid om alpha te creëren. Verder zijn de kosten van passief beheer veel lager dan die van actief beheer.'

Winters: 'Het onderscheid zal altijd relevant blijven. Het is wel belangrijk om geen appels met peren te vergelijken. Daarnaast zien steeds meer beleggers de kostenvoordelen van het gebruik van passieve producten in de markten.'

Lute: 'In de pensioenwereld is passief beheer voor velen een beleggingsovertuiging. Daarbij spelen de kosten, die gepubliceerd en vergeleken worden, een grote rol.'

Dunbar: 'Er is een duidelijk onderscheid. Maar veel van wat zichzelf actief beheer noemt, is dat niet echt. Bij echt actief beheer moeten zowel de prijs-kwaliteitverhouding als de kosten een rol spelen. Ik denk dat veel beleggers de implicaties van behoorlijk actief zijn en dramatisch afwijken van een index, niet echt begrijpen.'

Lemans: 'Actieve managers moeten laten zien dat hun prestaties ook waarde toevoegen. Dat is de reden waarom ze een hogere fee kunnen vragen dan passieve managers. Om alpha te genereren, moet een beheer- >

Voorzitter:

Eelco Ubbels,
Alpha Research NL

Deelnemers:

Stuart Dunbar,
Baillie Gifford
Jan-Paul van der Ent,
Sophister.nl
Thomas Jonk,
Wealth Management Partners
Maurice Lemans,
Auréus
Fons Lute,
KKL Partners
Martijn Rozemuller,
VanEck Europe
Rob Winters,
Index People



VOORZITTER

Eelco Ubbels

Eelco Ubbels is sinds 2012 Directeur/Oprichter van Alpha Research, een onderzoeksbureau voor de professionele belegger met een focus op asset allocatie-research en fondsselectie. Daarnaast is hij lid van de Commissie Tactische Asset Allocatie bij CFA Society VBA Netherlands. Hij is tevens Oprichter van de LinkedIn Tactical Asset Allocation Group en Co-Founder van het in 2015 opgerichte researchplatform www.opiniopro.com. In de jaren daarvoor bekleedde hij diverse functies bij onder meer Petercam, INMAXXA en AXA.



Stuart
Dunbar

Stuart Dunbar trad in 2003 in dienst bij Baillie Gifford en werd in 2014 Partner. Hij coördineert de wereldwijde marketing en productontwikkeling en maakt deel uit van de Strategic Leadership Group en de ESG Steering Group. De afgelopen jaren lag zijn focus op de ontwikkeling van de 'Actual Investors'-filosofie van Baillie Gifford en de ontwikkeling van de ESG-research en duurzame strategieën. Eerder werkte Dunbar bij Dresdner RCM en abrdn.



Jan-Paul
van der Ent

Jan-Paul van der Ent werkt sinds november 2016 als zelfstandig investment manager. Voorafgaand aan zijn activiteiten voor onder meer pensioenfondsen ING en Vermogensbeheer.nl werkte hij als vermogensbeheerder bij SNS Securities NV. Hij startte zijn loopbaan in 1992 als beleggingsanalist bij Swiss Bank Corporation. Hij is afgestudeerd als Staatkundig- en Monetair Econoom (Erasmus Universiteit) en heeft de CAIA-registratie van Alternative Investment Analyst.



Thomas
Jonk

Thomas Jonk is Portfolio Manager bij Wealth Management Partners en houdt zich bezig met fondsselectie en portefeuilleconstructie. Jonk startte in 2012 bij Binck Bank, waar hij eindverantwoordelijk was voor beleggingsfondsen en ETFs. Voor WMP was Jonk bij ING Bank actief als Sales Trader binnen de afdeling Financial Markets.



Maurice
Lemans

Maurice Lemans heeft van 1996 tot 2010 in verschillende functies gewerkt bij Schretlen & Co. Eerst als Private Banker voor het vermogens- en relatiebeheer van private wealth clients, later als Beleggingsstrateeg en Sector Specialist verantwoordelijk voor sectorallocatie. Vanaf 2005 werd hij Specialist in Structured Products. In 2010 werd hij Fund Manager bij Rabobank Vermogensbeheer. In de loop van 2021 trad hij aan als Portofolio Manager bij Auréus.



Fons
Lute

Fons Lute is Partner van KKL Partners, dat institutionele beleggers helpt bij het vinden van hoogwaardige, krachtige en impactvolle vermogensbeheeroplossingen. Vanaf 1984 heeft hij als beleggingsprofessional gewerkt bij verschillende pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders. Lute werkte onder andere als Chief Investment Officer bij Blue Sky Group en MD Alternative Strategies bij PGGM. Ook was hij Managing Director bij BlackRock Solutions.



Martijn
Rozemuller

Martijn Rozemuller heeft Technische Bedrijfskunde gestudeerd aan de Universiteit Twente. Hij ging daarna aan de slag bij handelshuis Optiver, waar hij naast opties ook kennismaakte met ETFs. Bij Optiver werd hij Partner. Na zijn carrière bij Optiver heeft Rozemuller in 2008 het bedrijf Think ETFs opgericht en was daar Directeur. In 2018 nam de Amerikaanse aanbieder van beleggingsproducten VanEck, Think ETFs over. Sindsdien is Rozemuller CEO van VanEck Europe.



Rob
Winters

Rob Winters is Institutioneel Vermogensbeheerder bij Index People. In die rol houdt hij zich bezig met een scala aan beleggingsinhoudelijke zaken. Zo houdt hij zich als lid van de beleggingscommissie van Index People onder meer bezig met de portefeuilleconstructie van de (maatwerk) portefeuilles van de institutionele en particuliere relaties. Daarnaast ligt zijn focus op de integratie van duurzaamheid binnen de beleggingsportefeuilles.

'Als beleggings-overtuigingen nauwer gedefinieerd zijn, is een op maat gemaakte benchmark zinvol. Zo niet, dan ga je voor de alom gerespecteerde benchmarks.'

der echt actief zijn en geen benchmark-hugger. Actieve managers zijn zeker relevant. Vooral in markten die beperkt efficiënt zijn, kan waarde worden toegevoegd. Goed presterende actieve managers zijn er wel, maar het is moeilijk om ze structureel te vinden.'

Dunbar: 'De wetenschappers Cremers en Petajisto hebben onderzoek gedaan naar succesvolle actieve managers. Daaruit blijkt dat een klein aantal managers, dat een hele hoge active share heeft en een zeer lage omzet, met een hoge mate van waarschijnlijkheid een outperformance op de lange termijn kan laten zien.'

Hoe dragen actief en passief beleggen bij aan het proces van vermogensvorming op de lange termijn? En dragen ze in gelijke mate bij aan de samenleving?

Dunbar: 'Wij verwachten van zowel actieve als passieve managers rentmeesterschap van het vermogen en betrokkenheid bij bedrijven en dat zij de effecten op maatschappij en milieu begrijpen. Ik denk dat klanten zich moeten realiseren dat zij voor een hoog niveau van 'stewardship' moeten betalen, want het gaat om een arbeidsintensieve exercitie. Zo bezien is het voor het 'lage-kosten business model' aan de passieve kant moeilijk bij te dragen aan de samenleving.'

Rozemuller: 'Zowel actief als passief dragen bij aan de reële economie. Op verschillende manieren en met verschillende impact. Actief beleggen is verreweg de grootste van de twee en zal dus per definitie meer impact hebben. Actieve managers zullen ook beter nadenken over waar het geld naartoe moet. Passieve managers spreiden in principe geld door de index. Hierbij is het belangrijk om te beseffen dat het niet vanzelfsprekend is dat een bedrijf in een index belandt: het moet zeker enig succes hebben gehad.'

Lute: 'Daar ben ik het mee eens. Het creëren van rijkdom op de lange termijn geschiedt door bedrijven en niet door beleggers.'

Hoe stellen jullie een beleggingsportefeuille samen? Met een core-satellite strategie? Is de kern actief of passief?

Jonk: 'Je begint met je strategische beleid en past daarna je tactische visie toe. De core bestaat uit zowel actief als passief beheerde

strategieën. De core is, om het zo te zeggen, degelijk. Dat betekent dat die bestaat uit een stijl-neutrale invulling, om zo optimaal gebruik te kunnen maken van je tactische visie op de portefeuille en de markt. In de satelliete kun je beleggen in thema's, beleggingsstijlen of asset classes die op een gegeven moment aantrekkelijk zijn.'

Lemans: 'Of de kern actief of passief is, hangt af van het portefeuillekarakter. Wij voeren vier verschillende portefeuilles, gebaseerd op 'Individuele aandelen', een 'Markt/factor-benadering', een 'Duurzame strategie' en een 'Actieve strategie gestuurd op risico'. Vaak zien we dat – waar mogelijk – de kern passief is. Afhankelijk van de portefeuille voegen we actieve managers toe.'

Winters: 'Voor onze klanten bouwen we portefeuilles die gebaseerd zijn op het in overleg met de klant vastgestelde risicoprofiel. Voor onze particuliere klanten maken wij hierbij uitsluitend gebruik van passieve producten. Voor onze institutionele klanten kunnen we voor specifieke beleggingsvraagstukken ook uitwijken naar actief beheerde producten.'

Van der Ent: 'Omdat kosten zo'n grote rol spelen, zou ik zeggen dat de kern van de portefeuille passief is, met daaromheen een aantal actieve beleggingen, de satellites. In de discussie hoorde ik de termen 'saai' en 'defensief', maar ik zou de beleggingsmix liever gestructureerd noemen.'

Lute: 'Ik zie graag hoge tracking errors, vooral als ze afkomstig zijn van geconcentreerde portefeuilles. Als zulke portefeuilles worden gecombineerd en zij onderling laag gecorreleerd zijn, dan resulteert het in een portefeuille met een lage tracking error. Dat creëert wel wat peer group risico.'

Dunbar: 'Het is niet mijn taak om portefeuilles samen te stellen, maar we zeggen wel tegen klanten dat we op individueel niveau een heel hoge tracking error zullen laten zien. Dat houdt in dat we of veel beter of aanzienlijk slechter presteren. Je zult zelf moeten bepalen of je dat binnen je structuur >

'Een goede benchmark is liquide, toegankelijk, gespreid en sluit aan op de wensen van de belegger. En de governance moet op orde zijn.'

aankunt, ook wat betreft je risicotolerantie en tijdskaders.’

Hebben wij voldoende inzicht in de portefeuille, aangezien het combineren van actief en passief een risico van overdiversificatie inhoudt?

Lemans: ‘Als je te veel fondsen toevoegt, loop je inderdaad het risico van overdiversificatie. Het andere risico is dat je te veel betaalt omdat je overgediversifieerd bent. Om een goed inzicht in de totale portefeuille te krijgen, moet je vragen stellen en vervolgens alles op een rijtje zetten. Bijvoorbeeld of je gecompenseerd wordt voor het risico dat genomen wordt op valuta, stijl, landen of sectoren. Wat is het annulerings-effect? Wat zijn de verborgen risico’s in de portefeuille? Wat is de impact van de verschillende managers op de stijl? Is de mix van beheerders een goede nabootsing van de benchmark? En als dat het geval is, kan je dan niet beter de benchmark kopen tegen lage kosten?’

Winters: ‘Bij de samenstelling van portefeuilles proberen we een maximale mate van diversificatie te bereiken met zo min mogelijk fondsen. Om een voorbeeld te noemen: ons aandelenblok bestaat uit slechts vier fondsen, waarmee we exposure hebben naar meer dan 6.500 aandelen wereldwijd, verdeeld over large, mid en small cap en gespreid over zowel ontwikkelde als opkomende markten. Omdat we streven naar een maximale spreiding, vertonen onze portefeuilles een lagere volatiliteit dan het gemiddelde in Nederland.’

Lemans: ‘Wij hebben ook beleggingen die minder met elkaar zijn gecorreleerd en op totaal portefeuilleniveau bijdragen aan diversificatie. We bieden klanten steeds meer toegang tot private markten zoals private equity, private debt en direct vastgoed.’

Jonk: ‘Je kunt het zo gecompliceerd maken als je zelf wilt. Met de juiste systemen en kennis maak ik me geen zorgen om overdiversificatie.’

Lute: ‘Is dat niet de essentie waar het bij beleggen om gaat? Assets en asset classes vinden en die combineren met lage correlaties? Uit de beleggingstheorie weten we dat je maar een stuk of 35 aandelen nodig hebt om in principe goed gediversifieerd te zijn. Ik zoek het dus liever in pockets van verschillende assetrisico’s en beloningen dan in het aantal aandelen.’

Jonk: ‘Op de lange termijn gaat het allemaal om asset allocatie. Private markets-oplossingen zijn voor de lange termijn een hele goede toevoeging aan de liquide portefeuille. Naast de voordelen van correlatie en diversificatie is de liquiditeitspremie op de lange termijn zeer waardevol.’

Wanneer voegt actief meer waarde toe en wanneer passief? Wat is de (grootste) toegevoegde waarde van actief beheer?

Rozemuller: ‘Een van de meer zekere manieren om waarde toe te voegen, is door de kosten te verlagen. En in dat geval zal passief altijd de overhand hebben. In theorie zou het op zijn minst zo moeten zijn dat een actieve manager in staat moet zijn om waarde toe te voegen in een minder efficiënte markt die wordt gevolgd door niet zo veel analisten. Maar soms gebeurt dat niet. De theorie wordt niet altijd weerspiegeld in de praktijk.’

Jonk: ‘Als er een stockpickersmarkt is, dan biedt actief beheer meer kansen voor aandelen. Dit treedt meestal op in een laat-cyclische periode en wanneer de concentratie binnen de indices hoog is of in een periode van dalingen. Maar in de huidige markt, met veel stijlrotaties en dalingen, zien we dat actieve managers het nu helaas ook moeilijk hebben. Voor obligaties zijn de kansen voor actief beheer groter. Een combinatie van twee strategieën kan overigens bijdragen aan het risico-rendementsprofiel van de portefeuille. Onze voorkeur gaat uit naar passief, tenzij we van mening zijn dat actief ook echt waarde kan toevoegen.’

Kan actief beleggen zijn dominante positie herwinnen als het beleggingsproces een hoger niveau van operational excellence bereikt?

Van der Ent: ‘Ik denk dat er over een paar jaar sprake is van een stabielere evenwicht tussen actief en passief. In tegenstelling tot de rekenmachine van vroeger hebben we

‘Als je in thematisch beleggen geïnteresseerd bent, moet je echt in het thema geloven en bereid zijn de belegging minstens drie tot vijf jaar te geven om zich te bewijzen.’

nu de beschikking over IT-systemen en data, waardoor goed georganiseerde partijen kunnen streven naar operational excellence. Het moet dan in principe mogelijk zijn om consequenter waarde toe te voegen met actief beheer.

Lute: ‘Voor veel beleggers, die in zekere zin een begrensde kennis hebben, zijn passieve portefeuilles prima. Voor geavanceerde beleggingsteams kan het een heel ander verhaal zijn. Als zij over een goed model beschikken, op de hoogte zijn van de relevante literatuur en weten hoe die moet worden toegepast, kunnen zij waarschijnlijk succesvol zijn in het selecteren van goede actieve managers en het samenstellen van portefeuilles op een actieve manier. Maar dat is misschien alleen weggelegd voor de happy few van de beleggingswereld.’

Van der Ent: ‘Het grote risico voor een actieve manager is dat markten zich in de loop van de tijd ontwikkelen en veranderen. Dat betekent dat actieve managers zichzelf opnieuw moeten kunnen uitvinden.’

Lemans: ‘De passieve beleggingsindustrie voert de druk op actieve managers alleen maar op. En dat is goed. Waarom zou ik een actieve manager 1,5% betalen als er op termijn geen duidelijke outperformance is? Aan de andere kant, je kunt een actieve manager niet afrekenen als een bepaalde strategie in zijn algemeenheid niet werkt. Zo heeft valuebeleggen de afgelopen tien jaar niet gewerkt. Daar kan operational excellence in het beleggingsproces weinig aan bijdragen.’

Lute: ‘Het is niet voldoende voor een belegger om te geloven dat je met actief beheer succesvol kunt zijn. Je moet ervan overtuigd zijn. En dan moet je wel een aantal regels hebben waar je in principe je strategie op stuurt. Anders werkt het niet en verspil je een hoop geld.’

Wat maakt een benchmark tot een goede benchmark en hoe kies je die uit een overstelpend aanbod?

Van der Ent: ‘Benchmarks moeten gebruikt worden voor evaluatie. En ze moeten representatief en belegbaar zijn. Sommige delen van de MSCI World zijn bijvoorbeeld niet investeerbaar.’

‘De SDFR is geen heilige graal, want het is veel te makkelijk om het systeem te manipuleren. Ik zou graag een meer doordachte en gedetailleerde regelgeving op dit gebied zien.’

Rozemuller: ‘Voor beleggers is het niet altijd duidelijk of het om de bruto of netto benchmark gaat. Met andere woorden: of de dividendbelasting wel of niet wordt meegenomen in het rendement. Ik neem aan dat het voor geavanceerde, institutionele beleggers wel duidelijk is, maar ik zie regelmatig dat in ieder geval ETF-emittenten zich vergelijken met netto indices in plaats van bruto. Dat is volgens mij een beetje vals spelen.’

Winters: ‘Voor ons is het daarnaast ook heel belangrijk dat een benchmark een lage turnover heeft, omdat er anders veel transactiekosten binnen de passieve beleggingsoplossing moeten worden gemaakt om de benchmark te volgen. Natuurlijk is een hoge mate van diversificatie ook van belang.’

Lemans: ‘De keuze voor een benchmark heeft alles te maken met de vraag of het een goede proxy voor je onderliggende beleggingen is. Waar wil je je eigen beleggingen mee kunnen vergelijken? Die vergelijking moet wel representatief zijn voor je portefeuille.’

Jonk: ‘Een goede benchmark is liquide, toegankelijk, gespreid en sluit aan op de wensen van de belegger. En de governance moet op orde zijn. Je wilt als belegger niet voor verrassingen komen te staan voor wat betreft de samenstelling van de index.’

Rozemuller: ‘Voor elke benchmark is het echt belangrijk dat de aanbieder zijn data op orde heeft, met het grote universum begint en in staat is om onderscheid te maken tussen de verschillende elementen. Soms is er een groot verschil tussen aanbieders van indices, vooral wat betreft de kwaliteit van hun gegevens.’

Dunbar: ‘Wij laten klanten beslissen welke benchmark ze willen hebben. Die moet wel representatief zijn voor het belegbare uni- ➤

‘Ik denk dat engagement op ETF-niveau mogelijk is, maar wel in overleg en samenwerking met veel andere beleggers.’

versum. Wij houden niet echt van groei-benchmarks en sector-benchmarks, omdat de achterliggende methodologie voor ons meestal niet erg overtuigend is. Overigens, soms kijken we naar een passief equivalent.’

Welke benchmark is representatief genoeg voor het fonds en de portefeuille?

Jonk: ‘Wij proberen het simpel te houden met zo min mogelijk benchmarks voor onze portefeuille. Als we een actieve manager aanstellen, kijken we hoe hij presteert ten opzichte van de benchmark van het fonds,

mits wij die vergelijking acceptabel vinden uiteraard. Een mogelijke afwijking ten opzichte van onze benchmark is een risico dat we bewust willen nemen. Ik heb veel portefeuilles gezien met wel zes, zeven, misschien wel acht benchmarks. Dat maakt het nodeloos ingewikkeld voor de klant.’

Lemans: ‘In brede zin werken wij met de MSCI Global Stock Market Index en de Global Bond Index. In onze klantrapportage staan verschillende benchmarks die inzicht in het rendement geven. Maar onze ervaring leert dat klanten daar minder mee bezig zijn.’

Winters: ‘Voor elk fonds dat we in portefeuille hebben, hebben we één benchmark. Op totaal portefeuilleniveau aggregeren we dat met het strategisch portefeuillengewicht. Op die manier kan een klant in onze online rapportageomgeving zien hoe zijn specifieke portefeuille presteert ten opzichte van de samengestelde benchmark.’

Lute: ‘Het is volgens mij algemeen erkend dat de meest prominente aanbieders van benchmarkdiensten degenen zijn die je moet kiezen. Want als je naar meer op maat gemaakte en gedetailleerde instrumenten gaat, is het moeilijker uit te leggen waarom je dat doet en hoe dat tegemoetkomt aan je beleggingsbeginselen. Dus, als beleggings-overtuigingen nauwer gedefinieerd zijn, is een op maat gemaakte benchmark zinvol. Zo niet, dan ga je voor de alom gerespecteerde benchmarks.’

Lemans: ‘Als je het hebt over aandelen is de MSCI All Country de algemeen erkende benchmark. Maar is dat eigenlijk wel een goede benchmark? Is het juist om 65% te beleggen in de Verenigde Staten als de Amerikaanse economie slechts 25% uitmaakt van de wereldeconomie? En waarom zit China maar voor 5% in de MSCI All Country Index?’

Lute: ‘Er is niets mis mee om te zeggen: vergeet het gewicht van het land in de gebruikte benchmark, laten we kijken naar een GDP-gewogen benchmark.’

Winters: ‘Wat ons betreft is een van de grootste risico’s bij beleggen het concentratie-risico. Daarom hebben wij voor onze klanten voor een GDP-gewogen aandelenportefeuille gekozen. Ik heb begin mei de cijfers nog bekeken. Als je nu belegt in de MSCI World Index, heb je zelfs voor 68% exposure naar de Verenigde Staten. Wij stellen portefeuilles samen op basis van onze investment beliefs. Zelfs een passieve belegger, zoals wij, ontkomt er niet aan een aantal strategische actieve keuzes te maken en om die vervolgens rules-based uit te voeren. Onze GDP-benadering bij aandelen is daar een mooi voorbeeld van.’

Dunbar: ‘Het is gevaarlijk om een te subtiele benadering te hebben van veel verschillende benchmarks. Je geeft dan je manager een excuus om de verkeerde bedrijven te kiezen. Je kunt toch niet zeggen: ‘Sorry, onze prestatie was verschrikkelijk, maar we deden het beter dan de groei-index’. Op de korte termijn kan dat misschien zinvol zijn, maar op de lange termijn is dat niet zo. Het gevaar bestaat dat we een en ander ontleden in kleine stukjes die in feite de doelstelling op de lange termijn missen.’

Wordt de beleggingskennis van interne beleggingsteams door passief beleggen weggeleid van beleggingsfundamenten. En zo ja, brengt dit onvoorziene risico’s met zich mee?

Lute: ‘Passief beleggen houdt volgens mij in dat je als belegger op de langere termijn minder betrokken raakt bij de individuele bedrijven waaruit de benchmark is samengesteld. Dat schept op zichzelf een risico, want als je niet veel gevoel hebt voor wat een bedrijf eigenlijk doet, hoe kun je dan

zeggen dat de samenstelling van jouw portefeuille de beste is die je kunt bewerkstelligen? Er bestaat een intrigerend onderzoek van Bessembinder en anderen, waaruit blijkt dat slechts 1,5% van alle bedrijven in een benchmark voor het grootste deel van het rendement zorgde. Dat betekent dat 98,5% niet veel bijdroeg.’

Dunbar: ‘Wij sponsoren professor Bessembinder omdat we het fascinerend vinden wat hij doet. Per definitie is passief beleggen een vorm van proberen te profiteren van welke efficiëntie dan ook. Daar is niets mis mee en waarschijnlijk is het beter dan veel wat doorgaat voor actief beleggen. Het punt is wat je probeert te doen. Probeer je toekomstige mogelijkheden te identificeren om kapitaal op winstgevende manieren in te zetten? Of probeer je aan te haken bij de huidige economie, wat volgens mij nogal achterwaarts gericht is? Dan neem je deel aan enige groei van het bruto nationaal product, maar vind je dat genoeg?’

Lute: ‘Een beleggingsteam dat te veel gericht is op passief beleggen tegen lage kosten, kijkt waarschijnlijk te veel achterom in plaats van vooruit, waar zich nieuwe kansen voordoen en nieuwe bedrijven worden geboren. Ik zeg dit met een institutionele pet op en erken dat dit allemaal niet opgaat voor heel veel beleggers voor wie passief het beste is dat zij zich kunnen veroorloven.’

In de afgelopen twee jaar hebben we een groot aantal thematische ETFs op de markt zien komen. Hoe ziet de toekomst van deze ETFs eruit?

Rozemuller: ‘Er is niets nieuws aan thematisch beleggen, maar als het gaat om passief of indexbeleggen, is het relatief nieuw. Het stelt beleggers in staat om meer te diversifiëren en om exposure te krijgen naar een thema waar ze anders niet aan zouden worden blootgesteld. Als je in thematisch beleggen geïnteresseerd bent, moet je echt in het thema geloven en bereid zijn de belegging minstens drie tot vijf jaar te geven om zich te bewijzen. En je moet je ervan verzekeren dat het om bedrijven gaat die, laten we zeggen, 50% of meer van hun inkomsten uit het thema halen. Dat is nodig voor een echte diversificatie met een zuivere thematische benadering.’

‘De keuze voor een benchmark heeft alles te maken met de vraag of het een goede proxy voor je onderliggende beleggingen is. Waar wil je je eigen beleggingen mee kunnen vergelijken?’

Jonk: ‘Op de korte termijn kan thematisch beleggen absoluut interessant zijn. Maar veel thema’s bestaan over de echt lange termijn van 15 tot 20 jaar misschien niet meer. Thema’s die in 2020 explodeerden, kwamen in 2021 allemaal naar beneden.’

Dunbar: ‘Op een thema afgaan omdat iedereen het erover heeft, is niet noodzakelijkerwijs de beste manier om excellente bedrijven te vinden.’

Hoe integreer je ESG in een index? Eindbeleggers kunnen ESG-scores beoordelen, maar engagement is niet te meten in een index. Hoe pak je dit aan?

Winters: ‘Engagement is niet de plicht van een indexprovider, maar van de specifieke vermogensbeheerder. Die moet actief rapporteren aan de eindbelegger over de door hem aangegane engagements. Ik denk dat dit er te zijner tijd ook gaat komen met alle regelgeving met betrekking tot transparantie op het gebied van duurzaamheid.’

Van der Ent: ‘Ik denk dat engagement op ETF-niveau mogelijk is, maar wel in overleg en samenwerking met veel andere beleggers.’

Rozemuller: ‘De vraag is wat er gebeurt als je met een bedrijf een engagement bent aangegaan en na twee of drie jaar nog steeds niet tevreden bent over de ESG-score. Het is moeilijk zo’n bedrijf uit de ETF te gooien als het in de index staat. Dan moet je je afvragen wat belangrijker is: het tracking error-verschil of het ESG-perspectief. De beste manier om daarmee om te gaan, is, denk ik, op zijn minst een paar grote klanten benaderen om te weten >

te komen hoe zij daarover denken. Je moet je wel realiseren dat je nooit de perfecte beslissing kunt nemen. Daar moet je ook niet naar streven, want het is onmogelijk.’

Dunbar: ‘We moeten nadenken over ESG als een proces, niet als een meetoefening. Er is een reëel gevaar dat je zaken meet die bijvoorbeeld de klimaatverandering niet aanpakken en niet de dingen die er echt toe doen, zoals het vervangen van oude technologie. Ik kan een portefeuille samenstellen die een hele lage CO₂-footprint heeft, maar in feite niets doet om de klimaatverandering aan te pakken.’

Lute: ‘ESG-implementatie in benchmarks verkeert nog in een verkennend stadium. We zijn er nog niet en de vraag is hoe snel we er zullen zijn. Objectieve regels kunnen helpen om geëigende effecten te selecteren.’

Jonk: ‘Het valt op dat de interpretatie en implementatie van ESG tussen verschillende partijen erg uiteenloopt, dus hoe kunnen eindbeleggers deze ESG-scores dan eenvoudig beoordelen? Regels zijn gebaseerd op het verleden en ESG-implementatie moet juist toekomstgericht zijn.’

Wil een portefeuillemanager met ESG-ambities zich vergelijken met een benchmark met of zonder ESG erin?

Lute: ‘Ik zou zeggen met beide. Je wilt het effect meten van iets doen op ESG-gebied en dan heb je de oorspronkelijke benchmark als uitgangspunt. Daarnaast is een ESG-benchmark nuttig om je eigen vooruitgang op ESG-gebied te meten.’

Dunbar: ‘Ik ben het ermee eens dat je moet proberen het rendement van ESG te meten. Maar ik denk dat het moeilijk, bijna onmogelijk, is om een benchmark te creëren die op een zinvolle wijze een op ESG gebaseerde portefeuille weerspiegelt, omdat de meetgegevens niet beschikbaar zijn. Het is eerder kwalitatief dan kwantitatief. Wij gebruiken dus geen ESG-specifieke benchmarks.’

Is de SFDR, de regelgeving voor transparantie in duurzame beleggingsproducten, de ‘heilige graal’ waar de beleggingsindustrie

‘Wat ons betreft is een van de grootste risico’s bij beleggen het concentratierisico.’

op heeft gewacht, of heeft het zijn tekortkomingen?

Jonk: ‘Nee, de SFDR is nog niet de heilige graal, maar wordt dat misschien ooit. Op dit moment zijn de regels niet eenduidig. Vermogensbeheerders kunnen bijvoorbeeld de artikelen 6 en 8 naar believen ombuigen.’

Rozemuller: ‘Vanuit het perspectief van de emittent is het heel vervelend dat de regels niet erg duidelijk zijn en dat ze ruimte laten om te manoeuvreren. Eén kant van de markt wil zijn ESG-inspanningen echt opvoeren en zal manieren vinden om dat te doen. En je hebt de meer bewuste emittenten die niet betrappt willen worden op greenwashing en zelfs hun inspanningen kunnen downsell. Dat helpt beleggers natuurlijk niet om werkelijk te beslissen waar ze naartoe willen gaan, omdat ze bang zijn de verkeerde beslissing te zullen nemen als ze alleen naar de SFDR kijken. Dus moeten ze verder kijken en dat maakt het erg ingewikkeld. Het is goed dat we aan de SFDR-reis zijn begonnen, maar er moet nog veel gebeuren om dit adequaat te laten werken.’

Lute: ‘Voor beleggers kan het een nuttige opstap zijn, want het alternatief is niets doen. Na de eerste stap zijn meer stappen te verwachten.’

Dunbar: ‘De SFDR is geen heilige graal, want het is veel te makkelijk om het systeem te manipuleren. Ik zou graag een meer doordachte en gedetailleerde regelgeving op dit gebied zien, waarvan ik overigens denk dat die er mettertijd wel zal komen.’

Van der Ent: ‘De SFDR is geen heilige graal, want het geeft politici te veel invloed op wat duurzaam is in een beleggingsportefeuille. Duurzaamheid blijkt soms arbitrair. Positief is dat de SFDR wel een goede stap is richting meer transparantie ten aanzien van duurzaamheidsclaims.’ ■

IN HET KORT

Actief beleggen is niet op regels gebaseerd en passief beheer wel. Bij actief beheer komt een visie om de hoek kijken die de beheerder wil implementeren in de portefeuille.

Het onderscheid tussen actief en passief zal steeds minder duidelijk worden. Goed presterende actieve managers zijn structureel moeilijk te vinden.

Een goede benchmark is liquide, toegankelijk, gespreid en sluit aan op de wensen van de belegger. Soms is er een groot verschil tussen de aanbieders van indices, vooral wat betreft de kwaliteit van hun gegevens.

ESG-implementatie in benchmarks verkeert nog in een verkennend stadium.

Een nieuwe gereedschapskist voor de woningmarkt

Onze samenleving staat voor nieuwe en complexe uitdagingen. Dit vraagt van politici en beleidsmakers dat zij op een andere manier naar goede oplossingen moeten zoeken, ook voor de woningmarkt.

De inrichting van onze steden en wijken, de kwaliteit van het vastgoed en de wijze waarop vastgoed wordt gemanaged, zijn van directe invloed op de levens van miljoenen mensen in ons land. Het is begrijpelijk dat schaarste en misstanden op de woningmarkt het politieke debat domineren. De maatschappelijke druk die politici en beleidsmakers ervaren om snel met goed beleid te komen, is echter vaak (te) groot. Dit resulteert regelmatig in Pavlov-reacties die op de lange termijn minder goed uit kunnen pakken.

Pakkende oneliners domineren het politieke speelveld, maar die helpen niet bij het oplossen van de complexe vraagstukken die in toenemende mate onze aandacht vragen. Voor wie regelmatig debatten in de Tweede Kamer volgt, is deze tweestrijd voelbaar. Enerzijds ervaren politici en beleidsmakers de immense druk om hun achterbannen snel te bedienen, anderzijds wordt steeds meer ingezien dat uitdagingen ingewikkelder worden en meerdere beleidsterreinen omvatten. En dus om een genuanceerd antwoord vragen. De noodzaak wordt steeds nijpender om met een integrale langetermijnvisie te komen ten aanzien van betaalbaar wonen, leefbare steden, beschikbare energiebronnen en de polarisatie tussen arm en rijk.

Bepaalde trends zijn voorspelbaar. Denk aan demografische ontwikkelingen. Nederlanders blijven steeds vaker alleen wonen en worden steeds ouder. Dit betekent dat het woningaanbod hierop moet worden afgestemd. Vanuit hun maatschappelijke commitment willen institutionele beleggers ervoor zorgen dat deze doelgroepen in steden en de hun vertrouwde wijken kunnen (blijven) wonen. Ondanks het feit dat ruimte schaars is en dat de grondprijzen en de stapeling van gemeentelijke eisen vaak hoog zijn, wordt er innovatief nagedacht over toekomstbestendige woonvormen

waarbij sociale interactie wordt gestimuleerd en eenzaamheid bestreden. Dit kan bijvoorbeeld door gemeenschappelijke ruimten onderdeel uit te laten maken van nieuwe huurwoningcomplexen.

Ook voorspelbaar zijn onze gezamenlijke duurzaamheidsambities. Steeds meer zijn we ons bewust van de gevolgen van klimaatveranderingen, zoals hittestress. Door de oorlog in Oekraïne is de noodzaak om woningen te verduurzamen plotseling nog dringender geworden. Om wonen betaalbaar te houden, is het immers belangrijk dat de energierekening binnen de perken blijft.

Op dit moment is er in de politiek een belangrijke discussie gaande om het woningwaarderingstelsel (WWS) door te trekken naar de middenhuursector. Tot op heden heb ik politici niet de logische vraag horen stellen of het WWS nog wel bij de uitdagingen van de 21ste eeuw past. Het WWS stamt immers uit de jaren zestig van de vorige eeuw. Toen bestond de uitdaging uit het huisvesten van gezinnen. Gewenst waren woningen met veel kamers en grotere keukens, omdat er bijvoorbeeld nog geen vaatwasmachines bestonden. Nu moeten we bouwen voor ouderen, alleenstaanden en starters.

Anno 2022 hebben we dus een nieuwe gereedschapskist nodig, zowel in mentale als in praktische zin. Systemen die eerder hun nut hebben bewezen – zoals het WWS – moeten in deze nieuwe tijden worden vernieuwd of vervangen. Politieke voorstellen die erop gericht zijn de woningmarkt sterker te maken, moeten een langetermijnfocus in zich dragen en beantwoorden aan de uitdagingen van de huidige tijd. Maatschappelijk betrokken partijen, zoals institutionele beleggers, beschikken over de kennis en de (financiële) slagkracht om hun bijdrage te blijven leveren. Wat wij nodig hebben, zijn politici en beleidsmakers die zich ervan bewust zijn dat er in toenemende mate van hen wordt gevraagd om los te komen van oude denkpatronen en polariserende oneliners. Het is een worsteling om (extra) woningen haalbaar, betaalbaar en duurzaam te houden en dat is onze gezamenlijke uitdaging. ■



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

OUTLOOK TWEEDE HELFT 2022

Uit een enquête van Bank of America onder institutionele beleggers in mei van dit jaar blijkt dat het monetaire beleid en niet de geopolitieke ontwikkelingen als grootste risico voor de stabiliteit op de financiële markten wordt gezien. Wat staat beleggers de komende periode te wachten?

Door Harry Geels

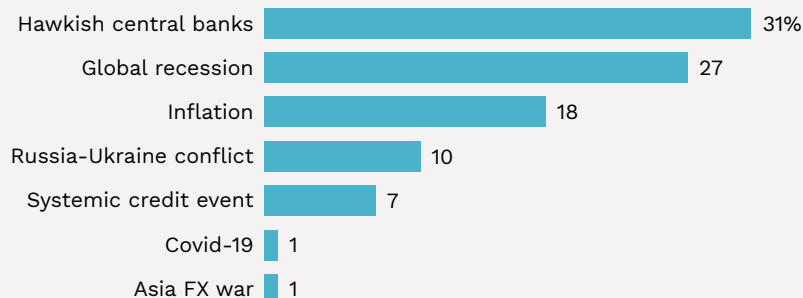
Volgens de mei-enquête van Bank of America (BofA) storten beleggers zich op contanten, nu de vooruitzichten voor de wereldwijde groei flink zijn gedaald en de bezorgdheid over stagflatie toeneemt. Het cashniveau onder beleggers bereikte het hoogste niveau sinds september 2001, zo bleek uit het rapport, waarbij BofA de resultaten omschreef als 'extreem bearish'. Het onderzoek onder beleggers met een gezamenlijk beheerd vermogen van \$ 72 miljard toonde ook aan dat het strakkere monetaire beleid wordt gezien als het grootste risico, gevolgd door een wereldwijde recessie, terwijl de vrees voor stagflatie gestegen is tot het hoogste niveau sinds 2008.

Het BofA-onderzoek liet nog een aantal andere interessante uitkomsten zien, namelijk dat er nu door actieve beleggers op technologieaandelen de groot-

ste shortpositie is opgebouwd en dat beleggers verder vooral negatief zijn over Europese aandelen en Emerging Markets. BofA benadrukt overigens dat extreme uitslagen als deze later vaak als contra-indicator kunnen worden gezien. Beleggers zijn aan de andere kant positiever over grondstoffen en defensieve aandelen. De respondenten verwachten verder nog 7,9 renteverhogingen door de Fed (dat was in de april-enquête nog 7,4). Tot slot is de Fed-put nog niet dood verklaard. Rond een S&P 500-niveau van 3.530 punten zou die weer geactiveerd kunnen worden, bijvoorbeeld door het monetair beleid tijdelijk te verruimen.

Wat vinden vier bekende beleggings-experts van de huidige stand van zaken op de financiële markten en hoe zien ze de tweede helft van dit jaar?

FIGUUR 1: GROOTSTE ANGSTEN BELEGGEN



Bron: BofA Global Fund Manager Survey, 288 beleggers met gezamenlijk \$ 72 miljard beheerd vermogen geïnterviewd tussen 6 en 12 mei.



Bob Homan

Hoofd, ING Investment Office

‘We achten de kans op een wereldwijde recessie op korte termijn niet groot.’

‘De grootste verrassing voor ons in 2022 tot nu toe is de snellere en sterker dan verwachte stijging van de rente, in reactie op de historisch hoge inflatie, een risicovolle ontwikkeling waarvoor we eind vorig jaar al waarschuwden en die zich nu sneller voltrekt dan gedacht. Dalende obligatiekoersen en een herprijsing van risicovolle beleggingscategorieën, waaronder aandelen, zijn het gevolg. Voor beleggers waren er buiten grondstoffen weinig plaatsen om te schuilen. We hebben onze wereldwijde economische groeiverwachtingen voor dit jaar verlaagd van 4,4% naar 3,4%. En hoewel we in sommige regio's en landen een stagflatiescenario zien, achten we de kans op een wereldwijde recessie op korte termijn niet groot.’

We verwachten dat de inflatiedruk in de tweede helft van dit jaar zal afnemen en dat centrale banken de beleidsrentes niet verder zullen verhogen dan wat markten reeds hebben ingeprijsd. Voor beleggers zien we na de herwaardering vooral kansen voor aandelen. Die zijn sinds eind

2021 namelijk 20% goedkoper geworden op basis van de opwaarts bijgestelde winstgroei- en de lagere koersen, terwijl de risicopremie nog bovengemiddeld is. Vergeet niet dat bedrijfswinsten in nominale termen zijn en de nominale economische groei zich, dankzij de inflatie, boven verwachting ontwikkelt. Onze voorspelling dat aandelen uit de sector Energie het dit jaar goed zouden doen, heeft nog beter uitgedaan dan verwacht. We zien hiervoor ook nog kansen voor de rest van dit jaar. Dat geldt ook voor onze voorkeur voor aandelen met ‘pricing power’ die we zowel vinden in waarde- als in redelijk geprijsde groeiaandelen.

Over (staats)obligaties zijn we ondanks de hogere rentes nog steeds weinig enthousiast en we houden voornamelijk vast aan een korte duration. We hebben binnen obligaties een voorkeur voor spreadcategorieën. Een economische teruggang die ontardt in een winststagnatie zien we als grootste bedreiging voor ons scenario.’

Michel Iglesias del Sol

Chief Investment Strategist, Van Lanschot Kempen



‘In de VS lijkt een zachte landing mogelijk nu de inflatie mogelijk al heeft gepiekt en de arbeidsmarkt sterk blijft.’

‘Ten opzichte van een half jaar geleden zijn wij behoorlijk somberder geworden over de economische vooruitzichten. We gingen het jaar in met een stevig momentum voor de wereldeconomie en de afbouw van monetaire en fiscale stimulering leek deze groei niet te gaan ontregelen. De toch al hoge inflatie is door de oorlog in Oekraïne echter nog verder gestegen en hoe langer deze situatie voortduurt, hoe breder de prijsstijgingen in de economie onderliggend doorsijpelen. Dit betekent dat centrale banken behoorlijk hard op de rem moeten gaan trappen om de economische groei te vertragen. Gecombineerd met de door de hoge inflatie teruglopende reële besteedbare inkomens zal de economische groei onvermijdelijk gaan vertragen. In Europa, waar de potentiële economische groei toch al laag

is, leidt dit dan al snel tot een, waarschijnlijk milde, recessie. In de VS, niet langer een netto-importeur van energie, lijkt een zachte landing mogelijk nu de inflatie mogelijk al heeft gepiekt en de arbeidsmarkt sterk blijft.

Afnemende groei zal neerwaartse druk op inflatie geven, al zal dit tijd kosten. Mocht de inflatie om andere redenen dalen, dan kan de situatie snel verbeteren. In de tussentijd biedt dit kansen om de energietransitie te versnellen. Op de lange termijn kan zeker Europa hier sterker uitkomen. Voor beleggers is dit een lastige omgeving. Aandelen staan onder druk door afnemende groei en obligaties door stijgende rentes. De focus op diversificatie, inflatiegevoeligheid en alternatieve beleggingen zal daarom aanhouden.’



Sander van Ginkel

Senior Investment Strategist, MN

‘De vraag is of stagflatie – als het al optreedt – lang kan aanhouden.’

‘Economisch gezien begon het jaar als verwacht. Onderliggende drijvers van de inflatie verloren wat aan kracht. Zo zagen we ontspanning in de mondiale aanbodketens door heropening van economieën. Bovendien daalde de gasprijs ten opzichte van de hoge piek in december. Tot Vladimir Poetin de wereld schokte met de invasie van Oekraïne. Grondstoffenprijzen schoten initieel omhoog en de verstoringen in de aanbodketens namen weer toe, zeker nadat ook delen van China in lockdown gingen. Geopolitieke verhoudingen zijn op scherp gezet, met een toegenomen risico op een bredere mondiale tweedeling. In onze scenario-analyse is de kans van het stagflatie-scenario dan ook significant verhoogd. Hogere grondstoffenprijzen drijven inflatie op en remmen – via koopkrachtverlies – economische groei. Potentiële de-globalisering herbergt theoretisch soortgelijke effecten. We hoeven slechts naar de jaren zeventig van de vorige eeuw te kijken, om te zien dat stagflatie voor financiële markten bepaald

geen positieve omgeving is. Recente koersbewegingen bevestigen dit beeld, hoewel dekkingsgraden nog profiteren van hogere rentes.

De vraag is echter hoe lang stagflatie – als het al optreedt – kan aanhouden. Een economische ‘stag’ ondermijnt de pijlers onder de hoge inflatie, via afnemende vraag naar grondstoffen, goederen, diensten en arbeidskrachten. Voor een meerjarige stagflatie-omgeving is ons inziens een stevige de-globaliseringstrend nodig. Daarvan zien we nog te weinig signalen. Op korte termijn zal de stagflatiezorg aanhouden en zijn we voorzichtig in ons portefeuille-advies. Later dit jaar zien we de inflatie echter dalen, als de prijsopdrijvende verstoringen van de pandemie en van de oorlog wegebben. De koopkracht herstelt dan en centrale banken kunnen hun monetaire verkrapping temporiseren. Daarmee ontstaat dan weer meer ruimte voor groei, van economieën en rendementen.’

Lukas Daalder

Chief Investment Strategist, BlackRock Nederland

‘Eind vorig jaar noemde ik de stijgende kapitaalmarktrente als grootste bedreiging voor de beurs, waarbij ik aantekende dat ik de kans daarop niet heel erg groot achtte. Achteraf gezien klopte het eerste deel van deze analyse prima, want de oplopende kapitaalmarktrente is zeker één van de hoofdthema’s in de financiële markten geweest. Het heeft niet alleen geresulteerd in een stevige correctie in (technologie)aandelen, maar ook tot een koersval in de obligatiemarkt geleid die zijn weerga niet kent. De verliezen in de brede Duitse en Amerikaanse obligatiemarkt liepen dit jaar op tot zelfs -10%, een correctie die we zelfs in de jaren zeventig niet hebben gezien.

Waarom achtte ik de kans op een dergelijke uitkomst dan toch klein? Om de simpele reden dat de uitgifte van nieuwe

schuld de afgelopen twee jaar weer records heeft gebroken, waarmee de rentegevoeligheid van de wereldeconomie verder is toegenomen. Kan de wereldeconomie een stijging van de kapitaalmarktrente wel aan? Daar ligt de grote onzekerheid voor de tweede helft van dit jaar: hoe weet de economie zich staande te houden in een omgeving van gestegen kapitaalmarktrentes, hoge inflatie, een verkrappend monetair beleid en een voortslepend internationaal conflict (Oekraïne)? Hierbij lijkt de consensusverwachting te zijn dat we op een negatief scenario afstevenen. Hoewel die kans – zeker in Europa – reëel is, zie ik toch ook lichtpuntjes. Niet alleen is een deel van het negatieve nieuws al ingeprijsd, in een recessiescenario lijkt de opmars van de kapitaalmarktrente bovendien weer achter de rug te zijn.’



‘In een recessiescenario lijkt de opmars van de kapitaalmarktrente weer achter de rug te zijn.’

Koude Oorlog met een twist

De huidige geopolitieke onrust is een voorbode voor verder oplopende mondiale spanningen.

De Oekraïne-oorlog past in het plaatje van een nieuwe Koude Oorlog, met de sterk oplopende spanningen tussen het Westen (inclusief onder andere Australië en Japan) en zijn tegenstrevers.

Er zijn echter wel de nodige verschillen met de situatie van vóór 1990:

- China en Rusland hebben stuivertje gewisseld als grootste uitdager en junior partner.
- Het centrum van de geopolitieke strijd en het zwaartepunt van de wereldeconomie zijn opgeschoven naar het Oosten.
- Voor het eerst in de geschiedenis zijn China en de Verenigde Staten gelijktijdig grootmachten.

Sommige experts leggen het belangrijkste naoorlogse geopolitieke kantelpunt niet bij 1989-1991, maar bij 1979 en stellen dat de Koude Oorlog nooit is weggeweest:

- China zette stappen richting een meer open en marktgestuurde economie.
- De politieke islam zette zichzelf op de kaart met de Iraanse revolutie.
- Het Westen betrad het Reagan-Thatcher-tijdperk, met grote economische hervormingen en het steeds verder doorvoeren van het marktdenken.

Na de val van de Sovjet-Unie probeerde Amerika het concept 'Westen' te verbreden tot 'liberale internationale orde' om zo ook Rusland en China plek te kunnen bieden, in de hoop dat dergelijke staten op den duur ook politiek zouden hervormen. Maar de drie grote Euraziatische beschavingen – China, Iran en Rusland – lieten zich niet inpalmen of omturnen.

De huidige geopolitieke turbulentie zal aanhouden door de volgende ontwikkelingen:

- De politieke islam heeft volgens sommi-

gen het eigen failliet aangetoond, maar daar denken ze in onder meer Teheran en Ankara anders over (en om het breder te trekken: hindoe-nationalisme is in India al jaren in opmars).

- De onstuimige opkomst van China loopt tegen grote obstakels aan in de vorm van ontwikkelingen als demografische beperkingen, de zogenaamde middle income trap en de naar persoonsverheerlijking neigende cultus rondom Xi Jinping. Tegelijk heeft China nu politiek, economisch en militair zo'n statuus bereikt, dat veel landen er erg zenuwachtig van worden.
- Het denken van Reagan en Thatcher en de daaruit voortkomende Derde Weg van Clinton, Blair en Kok hebben hun beste tijd gehad.
- Het Westen worstelt enorm met het nieuwe soort dictator. In het verleden zag je vooral zogenaamde fear dictators, die leunden op terreur, angst, geweld en het leger. Nu zie je steeds meer spin dictators, die camouflagekleding hebben omgeruild voor een pak en die op subtielere wijze de teugels strak in handen houden. Het gevaar is dat die nieuwe autocraten door ogenschijnlijke beschaafdheid en mildheid voor bepaalde delen van het westerse electoraat acceptabel lijken en dat ze van binnen-uit westerse samenlevingen uithollen.
- Amerika krijgt het moeilijker om de mondiale teugels in handen te houden. Al is het maar vanwege interne problemen. Het Amerikaanse politiek-economische model werkt voor steeds minder Amerikanen. De drie essentiële componenten voor een middenklasse-bestaan verdwijnen voor velen uit zicht, in het Engels aangeduid met de drie H's: Housing, Health Care & Higher Education. Dit maakt niet alleen dat Amerika moeilijker kan opstaan tegen andere grootmachten, maar ook dat de Amerikaanse samenleving voor andere landen steeds minder een ideaal is om na te streven. ■



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

Achtervolgd door de staatsmaffia

Door *Hans Amesz*

Bill Browder (1964) richtte kort na het uiteenvallen van de Sovjet-Unie het bedrijf Hermitage Capital Management op, dat tot 2005 de grootste buitenlandse investeringsmaatschappij in Rusland was. Browder besloot tot aandeelhoudersactivisme, waarbij hij zich richtte op corrupte praktijken in enkele van de grootste bedrijven, zoals Gazprom, en daarmee hun aandelenkoers de hoogte in dreef.

In 2006 werd Browder door de Russische regering op een zwarte lijst geplaatst. Hij werd gebrandmerkt als een gevaar voor de nationale veiligheid en hem werd de toegang tot Rusland verboden. Enkele ondernemingen van Hermitage Capital Management werden volgens de eigen advocaten op basis van valse voorwendselen aangepakt. In november 2008 werd een van Hermitage's advocaten, Sergej Magnitski, gearresteerd. Hij werd beschuldigd van de belastingontduiking die hij zelf in de openbaarheid had gebracht. Magnitski overleed in 2009, na elf maanden voorlopige hechtenis.

Die gebeurtenis veranderde het leven van Browder voorgoed. Hij liet zijn zakenleven achter zich en stortte zich volledig op de zoektocht naar gerechtigheid, waartoe invoering in zoveel mogelijk landen van de zogenoemde Magnitski-wet behoort. Door deze wet, die behalve door de Verenigde

Staten ook door de Europese Unie is ingevoerd, kunnen mensenrechtenschenders op een zwarte lijst worden gezet. Daardoor wordt het hen onmogelijk gemaakt de nodige visa te krijgen en kunnen ook hun banktegoeden worden bevroren.

Browder en zijn team reisden en reizen de hele wereld over om met name in de media en bij politici te pleiten voor eerherstel van Sergej Magnitski, dus voor invoering van de naar hem genoemde wet. Dat wordt indringend beschreven, waardoor 'Achtervolgd door de staatsmaffia' een fascinerend verslag van corruptieschandalen, Russische witwaspraktijken, louche moordaanslagen en bovenal de lange arm van Poetin is geworden. Volgens Browder schrikt de Russische president nergens voor terug om zijn rijkdom en macht te beschermen.

Nu Rusland oorlog voert in Oekraïne, is het duidelijk dat 'wij' – het Westen – er veel te lang over hebben gedaan om de ware aard van het Poetin-regime te erkennen. Browder stelt vast dat ook de Nederlandse premier Mark Rutte, die hij in 2015 bij Jinek ontmoette, Poetin destijds niet voor het hoofd wilde stoten door de Magnitski-wet in te voeren, omdat Nederlandse bedrijven onder andere grote belangen hadden bij de bouw van de miljarden dollars kostende gaspijpleiding Nord Stream 2.



Bill Browder
Achtervolgd door de staatsmaffia
Atlas Contact
ISBN: 9789045042572

Onder commissarissen

Door *Hans Amesz*

In 'Onder commissarissen' schrijft Marilieke Engbers dat toezichthouden opvallend vaak misgaat. Zij noemt het witwassen bij ING en ABN AMRO, de debacles bij Vestia en DSB, de teloorgang van Enron en het Wirecard-schandaal en vraagt zich af waarom de commissarissen en bestuurders van Shell besluiten om de strategie niet te wijzigen, ondanks de rechterlijke uitspraak inzake de klimaatcrisis. Is er sprake van incapabele of zelfs onbetrouwbare commissarissen of is er iets fundamenteel mis met het besluitvormingsproces van de raden van commissarissen?

Engbers, die meer dan twintig jaar ervaring heeft met leiderschap en verandermanagement en gepromoveerd is op 'Hoe het ongezegde de besluitvorming beïnvloedt', laat aan de hand van een parabel zien waar het echt misgaat: ambigue governanceregels zorgen ervoor dat de circa dertigduizend commissarissen in Nederland vaak zo druk met elkaar zijn en met het voldoen aan procedures en regels, dat ze nauwelijks toekomen aan reflectie op strategische en maatschappelijke uitdagingen.

Engbers pleit ervoor het toezicht menselijker te maken, opdat commissarissen zich volledig kunnen richten op de zaken die er werkelijk toe doen.



Marilieke Engbers
Onder commissarissen
Business Contact
ISBN: 9789047015017

The Age of the Strong Man

Door Joost van Mierlo

Enkele weken na de Russische inval in Oekraïne verscheen het laatste boek van Gideon Rachman, de ervaren politiek commentator van de Financial Times. Het boek behandelt de opkomst van potentaten wereldwijd. Het was een uitgelezen moment, want juist de Russische president Vladimir Poetin wordt door Rachman beschreven als de leest waarop de huidige generatie wereldwijde tirannen is geschoeid.

In de beschrijving van Rachman was Poetin de eerste van de nieuwe generatie 'Grote Mannen'. Net als de meeste andere dictatoren die Rachman beschrijft – van China's Xi Jinping tot de Braziliaanse president Jair Bolsonaro – zijn het individuen die veelal verstoken zijn van grootse ideeën en die met hun romantische nostalgische nostalgie naar een vermeend groots verleden hun land in een stevige greep houden.

Rachman legt een direct verband tussen de hevige gevolgen van de kredietcrisis en de opkomst van de potentaten. Waar de ervaring van landen als China, Rusland en bijvoorbeeld Saudi-Arabië verder teruggaat als het gaat om dictaturen, zijn in de afgelopen vijftien jaar ook landen als Turkije, India en inderdaad Brazilië toegevoegd.

En bijna zou dat ook het geval zijn geweest voor de Verenigde Staten, in ieder geval in de ogen van Rachman. Donald Trump heeft volgens Rachman veel van dezelfde eigenschappen als de andere tirannen. Naast een overdreven dunne huid heeft hij net als de andere geportretteerden de neiging om criticasters ongemeen hard aan te pakken. Met de vorige verkiezingen ging het nog net goed, aldus in ieder geval Rachman, maar het Trump-gevaar is volgens hem nog altijd niet geweken.



Gideon Rachman
The Age of the Strong Man
Bodley Head
ISBN: 9781847926418

The Chancellors

Door Joost van Mierlo

Een boek over de recente geschiedenis van het Britse ministerie van Financiën lijkt op het eerste gezicht niet al te interessant voor niet-Britse lezers. Maar het zijn roerige jaren geweest. En de beschreven karakters zijn bont. Vanwege alle politieke gevechten die de afgelopen vijftientig jaar hebben plaatsgevonden – tussen bijvoorbeeld Tony Blair en Gordon Brown tijdens de Labour-regeringen in de jaren rond de millennium-wisseling en tussen bijvoorbeeld Boris Johnson en Rishi Sunak nu – zijn het in ieder geval enerverende jaren geweest.

Het boek begint in 1997, wanneer de invloed van het ministerie van Financiën lijkt te tanen na het (eindelijk) politiek onafhankelijk worden van de Bank of England, de Britse centrale bank. Maar niets is minder waar. Onder de vuurvaste leiding van toenmalig minister Gordon Brown wordt het ministerie de spil binnen het kabinet, zonder wiens zegenende hand nergens anders beleid kan worden uitgevoerd.

Zo is het feitelijk gebleven totdat Boris Johnson, onder druk van zijn voormalige politieke adviseur Dominic Cummings, de invloed

van het ministerie probeert in te dammen. Het leidt begin 2020 tot het vertrek van toenmalig minister Sajid Javid. Diens opvolger Rishi Sunak heeft, als gevolg van succesvol pandemiebeleid, een deel van het verloren terrein inmiddels teruggewonnen.

Howard Davies is een begenadigd schrijver. Met zijn ervaring binnen het ministerie zelf, als adviseur van voormalig minister Nigel Lawson van de Conservative Party en later als plaatsvervangend Bank of England-gouverneur, eerste voorzitter van gedragstoezichthouder FSA en huidig president-commissaris van NatWest (het vroegere RBS), kan Davies voor een deel uit eigen ervaringen putten.

Zijn toon is licht, of zelfs roddelachtig, zoals voormalig Brown-rechterhand Ed Balls het benoemt. Vooral de Brexit-jaren lezen als een trein. Het ministerie bleek indertijd, onder aanvoering van Remainer George Osborne, flink te lobbyen tegen Brexit. Toen dat pleit werd verloren, werd het ministerie, zowel onder Theresa May als nu onder Boris Johnson, nauwelijks betrokken bij de onderhandelingen. Nu mag het ministerie proberen de schade van Brexit te beperken. Als we Davies mogen geloven, valt dat nog niet mee.



Howard Davies
The Chancellors
Polity
ISBN: 9781509549542

Wet open overheid: Sesam, open u!

Op 1 mei 2022 is de Wet open overheid in werking getreden. De vertrouwelijkheid van bij een toezichthouder aanwezige informatie inzake onder toezicht staande instellingen is daardoor minder zeker geworden.

De Wet open overheid (Woo) vervangt de Wet openbaarheid van bestuur (Wob). De Woo kent een bredere reikwijdte dan de Wob. Zo geldt zij ook voor de Algemene Rekenkamer, de Nationale Ombudsman en de Afdeling Advisering van de Raad van State. Verder is er sprake van een aanscherping van de actieve openbaarmakingsplicht. De Woo verplicht overheden onder meer tot het openbaar maken van (ontwerpen van) wet- en regelgeving, besluiten van algemene strekking en Woo-verzoeken zonder dat daarom is verzocht. Daarnaast kan eenieder, evenals onder de Wob, onder de Woo een verzoek indienen bij een bestuursorgaan om bepaalde bij dit bestuursorgaan aanwezige informatie openbaar te maken, zonder dat de verzoeker hierbij een belang hoeft te hebben.

Voor de financiële sector is van belang dat onder de Woo, anders dan onder de Wob, ook informatie kan worden opgevraagd bij DNB en AFM over de uitoefening van hun toezichthoudende taak. Dit kan leiden tot openbaarmaking van bij de toezichthouder aanwezige informatie over onder toezicht staande instellingen. Openbaarmaking van gegevens over de bedrijfsvoering van een financiële instelling of over haar bestuurders, debiteuren en crediteuren kan de concurrentiepositie van deze instelling schaden of inbreuk maken op de persoonlijke levenssfeer. Weliswaar kan informatie die vóór 1 mei 2022 door de toezichthouder is verkregen en die haar taakuitoefening betreft, pas vanaf 1 mei 2025 worden opgevraagd, maar voor informatie die op of na 1 mei 2022 door de toezichthouder is verkregen, geldt deze beperking niet.

De Woo bevat diverse waarborgen om te voorkomen dat bij DNB en AFM aanwezige toezichtinformatie openbaar moet worden gemaakt. Om te beginnen mag informatie die valt onder een wettelijke geheimhoudingsverplichting niet openbaar worden gemaakt. Het gaat daarbij bijvoorbeeld om geheimhoudingsverplichtingen op grond van de Bankwet en de Wet financieel toezicht. In het geval dat de opgevraagde informatie niet onder een van deze geheimhoudingsverplichtingen valt, moet de toezichthouder weigeren de informatie openbaar te maken als deze betrekking heeft op bedrijfs- en fabricagegegevens die vertrouwelijk aan haar zijn verstrekt. Betreft het informatie die niet onder het begrip 'bedrijfs- en fabricagegegevens' valt, maar die anderszins concurrentiegevoelig is, dan zal de toezichthouder moeten afwegen of het belang van openbaarmaking opweegt tegen dat van geheimhouding van deze gegevens en het eigen goede functioneren. Verder kunnen instellingen wier belangen door de openbaarmaking kunnen worden geschaad, onder de Woo hun zienswijze geven omtrent het openbaarmakingsverzoek.

De vraag is of de Woo hiermee evenveel bescherming biedt als de Wob. Volgens de toelichting is dat het geval. Mij lijkt dat minder zeker. De Woo geeft niet aan wanneer gegevens die niet onder een geheimhoudingsverplichting vallen, als vertrouwelijke bedrijfs- en fabricagegegevens kunnen worden aangemerkt. Dat is heikel, omdat het begrip bedrijfs- en fabricagegegevens in de jurisprudentie onder de Wob altijd heel beperkt is uitgelegd. Verder kan de toezichthouder in gevallen waarin geen sprake is van vertrouwelijke bedrijfs- en fabricagegegevens zijn eigen belangenafweging maken. Is de informatie ouder dan vijf jaar, dan geldt bij weigering een verzwaarde motiveringsplicht. Dan moet de toezichthouder dus bereid zijn om zich een extra inspanning te getroosten om de informatie binnenskamers te houden. ■



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

Bram van Els

Van zelfstandig gevestigd adviseurschap naar Sprenkels & Verschuren



1995

Sociologie, Universiteit van Amsterdam (niet afgerond)

1970

Geboren in Smallingerland

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

Goed! Het is even wennen na veertien jaar eenpitter te zijn geweest, maar het is buitengewoon inspirerend om weer met vaste collega's in allerlei verschillende disciplines te werken.

U begon uw carrière bij Syntrus Achmea. Wat waren uw werkzaamheden daar?

Na een paar jaar in de cultuursector was Syntrus Achmea (toen nog PVF) mijn eerste baan in de pensioensector. Ik werkte daar als Bestuurssecretaris voor PME, dat toen nog PMI heette, met onder meer communicatie in mijn portefeuille. Bij Achmea begon ik als tijdelijke invaller en enigszins tot mijn eigen verbazing vond ik de materie direct razend interessant.

Verder heeft u ook gewerkt bij de Stadsdeelraad De Baarsjes in Amsterdam en Pensioenfonds PME en was u als zelfstandig gevestigd adviseur voor diverse

pensioenfondsen werkzaam. Kunt u kort aangeven welke kennis u op deze werkplekken heeft opgedaan?

Op het bestuursbureau van PME heb ik als Woordvoerder en Manager Communicatie veel geleerd over alle dossiers: pensioenen én vermogensbeheer. Als zelfstandig adviseur heb ik jarenlang in de keuken kunnen kijken bij veel grote pensioenfondsen en uitvoerders. En als raadsvoorzitter in de Deelraad De Baarsjes heb ik vooral geleerd dat vrijwel alle vergaderingen écht korter kunnen.

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met Sprenkels & Verschuren?

Afgelopen winter werd ik benaderd door Sprenkels & Verschuren. In eerste instantie dacht ik aan een rol als externe, maar de klik bleek al in het eerste gesprek groot. Het is dus een vaste rol geworden.

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

De afgelopen 23 jaar heb ik in allerlei rollen en in vele organisaties gewerkt op het snijvlak van communicatie, positioneringsvraagstukken en reputatie-issues. In die tijd is er veel veranderd, zowel op het gebied van pensioenen en klantbediening als van vermogensbeheer en maatschappelijk verantwoord beleggen. Al die ervaring kan ik nu inzetten voor de opdrachtgevers van Sprenkels & Verschuren. En

dat in een mooie en spannende tijd van opnieuw grote veranderingen.

Vindt u het een uitdaging om opnieuw te beginnen?

Het is vooral een leuke uitdaging. De nieuwe omgeving en de nieuwe collega's inspireren. En als Partner van het bedrijf kan ik blijven ondernemen. Het beste van twee werelden dus!

Wat verwacht u als Partner bij Sprenkels & Verschuren te verwezenlijken?

Sprenkels & Verschuren is op allerlei disciplines actief, maar communicatie is relatief nieuw voor ons. Mijn discipline moet onderdeel worden van de integrale dienstverlening die we onze opdrachtgevers bieden. Ik hoop het bedrijf de komende jaren op de kaart te kunnen zetten als dé partner voor strategische communicatie in de financiële sector. En het mooie is: wij zijn een communicatiebureau met actuarissen, juristen, riskmanagers en beleggings-experts als collega's. Waar vind je dat?

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

De pensioensector staat voor enorme veranderingen, in een tijd dat het vertrouwen in maatschappelijke instituties, ook in pensioenfondsen, stevig onder druk staat. Ik wil samen met mijn team helpen bij het vormgeven van die veranderingen en tegelijkertijd bijdragen aan de versteviging van het vertrouwen. Communicatie en vooral een open dialoog met deelnemers – en de samenleving als geheel – is daarvoor cruciaal. En daarnaast is het mijn ambitie om dat werk met groot plezier te doen. Ik wil dus niet alleen bouwen aan een uitstekend communicatieteam, maar zeker ook aan het leukst denkbare team. ■

Angelique Palmen

is toegetreden tot de Raad van Toezicht van De Goudse. Daarnaast is zij Strategy Consultant bij Ruijters Vastgoed.

Martin van der Pot

is begonnen als Senior Investment Consultant Fiduciary Advice bij PGGM. Eerder was hij daar Senior Investment Risk Manager.

Walter Geurts

is aangesteld als Manager Actuarieel Advies & ALM bij PGGM. Hij komt over van MN.

Françoise Dings

is toegetreden tot de Raad van Commissarissen van PGGM.

Maureen Schlejen

is benoemd tot Chief Commercial Officer bij Cardano en ACTIAM. Zij komt over van NN Investment Partners, waar zij Hoofd Fiduciair Management Institutionnel Clients en Global Client Servicing was.

Karel Bunte

gaat als Financieel Manager a.i. aan de slag voor Stap Algemeen Pensioenfonds.

Alfred Slager

is toegetreden tot het algemeen bestuur van ABP als Niet-Uitvoerend Bestuurder.

Eva Schuring

neemt namens de gepensioneerden zitting in het bestuur van Pensioenfonds Particuliere Beveiliging.

Paul Voûte

is begonnen als Head of Distribution Europe & APAC bij Impax Asset Management. Hij werkte hiervoor bij Hermes Investment Management.

Mario Hooghiemstra

gaat aan de slag als Investment Manager MVB bij Media Pensioen Diensten. Hij verlaat Blue Sky Group, waar hij sinds 2013 werkzaam was.

Maria-Pia Kelly

is benoemd als Senior Business Manager bij Cardano Development.

Marjolein van Dongen

gaat aan de slag als Hoofd Retail Distribution & Wealth voor Amundi. Zij stapt over van NN IP.

Chris Sondervan

is aangesteld als Expert Centre Financial Risk bij de De Nederlandsche Bank.

Freek Verwoert

gaat met ingang van juli aan de slag als Managing Director van de afdeling Strategy & Business Development bij Van Lanschot Kempen. Hij vertrekt bij BCG.

Marjolein Sol

is aangetreden als Niet-Uitvoerend Bestuurder namens de gepensioneerden bij Pensioenfonds Rabobank.

Bas Lasseur

gaat aan de slag als Operations Manager bij Unovis Asset Management. Hij stapt over van PGGM.

Kornelis Buursma

is benoemd tot Director Business Development Benelux bij BlueBay AM. Hij werkte tot voor kort voor Kempen Capital Management als Director Institutional Relations Nederland.

Hanneke Moerman

is begonnen als Vermogensbeheerder Particulier bij Index People Vermogensbeheer. Zij stapt over van ING.

**Hanneke Veringa**

is aangesteld als Lead voor Business Development bij PGIM. Hiervoor was zij Country Head Netherlands voor AXA Investment Managers.

Louise Diepenhorst

is aangesteld als Relationship Manager Agency Securities Finance bij J.P. Morgan.

Rixt Hoekstra

is benoemd tot Investment Content Specialist bij Van Lanschot Kempen. Hiervoor werkte ze bij NN Investment Partners.

Bas Degelink

gaat aan de slag als Pensioenjurist bij De Nederlandsche Bank. Hij vertrekt bij DLA Piper.

Caroline Broekhuis-Hartog

is aangesteld als Director bij AF Advisors. Eerder werkte zij bij BNP Paribas als Head Depository and Fiduciary Services.

Ruben Beil

is aangesteld als Bestuurssecretaris bij Pensioenfonds Metaal & Techniek. Hij komt over van het Ministerie van Sociale Zaken.

Mark Boumans

is begonnen als Beleidsadviseur Governance & Compliance bij de Pensioenfederatie. Hij komt van Montae & Partners.

Bente Feldberg

is begonnen als Senior Pensioen Consultant bij Befrank. Zij werkte hiervoor in dezelfde functie bij a.s.r.

Sako Zeverijn

is benoemd tot Voorzitter van de Raad van Toezicht van Pensioenfonds Beton.

Patrick de Baat

vertrekt bij Royal HaskoningDHV en gaat als Manager Duurzaamheid bij ASR Real Estate aan de slag.

Mark Siezen

is aangesteld als Chief Executive Officer van Bouwinvest. Hij was daar al sinds 2020 in dienst als CCO.

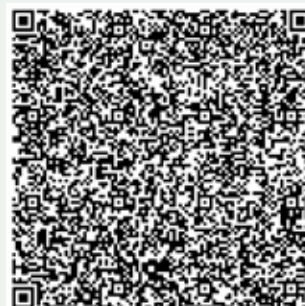
Marcel Hulsege

treedt namens de gepensioneerden toe tot het bestuur van bpf. Groothandel.

Marnix van den Berge

is door Carmignac benoemd tot hoofd van het verkoopteam voor de Benelux. Van den Berge werkte eerder voor Capital Group, CBP Quilvest, DWS Investments, Credit Suisse en Fidelity.

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



Seminar 'Beleggen in China en Emerging Markets'

Datum: 5 juli 2022 – 14.15-17.30 uur

Locatie: Triodos Investment Management, Driebergen-Rijsenburg

Waar liggen de kansen en risico's van beleggen in China? Wat zijn de drivers voor groei en performance in China, en in Emerging Markets in het algemeen?

Wat kunnen we verwachten van de plannen op het gebied van duurzaamheid in China en opkomende landen? Waarom zou je separaat alloceren naar Emerging Market equities of Emerging Market debt?

Op **dinsdagmiddag 5 juli** organiseert Financial Investigator van **14.15 tot 17.30 uur** een educatieve bijeenkomst over beleggen in China en Emerging Markets onder leiding van **Han Dieperink**, Chief Investment Strategist bij Auréus.

Dit seminar is exclusief voor beleggingsprofessionals die werkzaam zijn bij een Family Office.

Programma:

14.15-14.45 uur: Registratie & Koffie

14.45 uur: Welkomstwoord door Triodos

14.50 uur: Inleiding

Han Dieperink, Chief Investment Strategist, Auréus

14.55 uur: Sustainable alpha through ESG investing in Asia and Emerging Markets: Challenges and opportunities

David Smith, PhD, Senior Investment Director, Asian Equities, abrdn

15.25 uur: Chinese onshore convertible bonds, the hidden gem?

Nicolas Delrue, Head of Investment Specialists, Senior Investment Specialist - Convertible Bonds, UBP

15.55 uur: Koffiepauze

16.15 uur: Balancing risk and opportunity in Global Emerging Markets

Cristina Dondiuc, Equity Investment Director, Fidelity International

16.45 uur: Paneldiscussie 'The investment opportunities in China'

Met:

- **Marcos Räisänen**, Emerging Markets High Yield Credit Analyst, Muzinich & Co
- **Diana Choyleva**, Chief Economist, Enodo Economics
- **Louis-Vincent Gave**, Founding Partner & CEO, Gavekal
- **Jason Hsu**, Founder & CIO, Rayliant Global Advisors

17.30 uur: Einde seminar met aansluitend een hapje & drankje

In samenwerking met:



UNION BANCAIRE PRIVÉE

**Actual
investors
emphasise
what might
go right.**

Not wrong.