



# Hoe ESG-beleggen tot inkeer kwam

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

Door Harry Geels

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

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

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

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

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

## Greenwashing en oorlog

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

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

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

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

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

### Meer regelgeving

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

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

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

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

### Driegesprek met Nederlandse experts

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

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

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



**Jan Willem van Stuijvenberg**

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



**Hans de Ruiter**

Chief Investment Officer, Stichting Pensioenfondsen TNO



**Daan Spaargaren**

Senior Strateeg Verantwoord Beleggen, PME Pensioenfondsen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## IN HET KORT

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

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

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

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

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