

**VOORZITTER:**

Erik van Houwelingen, *Dimensional Fund Advisors*

**DEELNEMERS:**

Lloyd McAllister, *Newton Investment Management*  
(a BNY Mellon company)

Aela Cozic, *Fidelity International*

Valeria Dinershteyn, *Kempen Capital Management*

Jamie Govan, *Aberdeen Standard Investments*

Ana Harris, *State Street Global Advisors*

Nina Hodzic, *Allianz Global Investors*

Antony Marsden, *Janus Henderson Investors*

Ingo Speich, *Union Investment*

*Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Aberdeen Standard Investments, Achmea Investment Management, Allianz Global Investors, AXA Investment Managers, Fidelity International, Janus Henderson Investors, Kempen Capital Management, Newton Investment Management, State Street Global Advisors en Union Investment.*



# ESG-SCORES MAKEN BEDRIJVEN VERGELIJKBAAR

Door Hans Amesz

ESG (Environment, Social, Governance)-kwesties zijn over het algemeen te complex om weer te geven met één algemene ESG-score. De ESG-risico's en -kansen moeten in kaart worden gebracht om na te gaan hoe een bedrijf deze effectief beheert.



## Hoe komt een institutionele belegger tot de samenstelling van een actieve benchmark die past bij zijn ESG-criteria en op een passieve manier kan worden gemanaged?

**Ana Harris:** 'Institutionele beleggers willen in toenemende mate hun bestaande passieve of geïndexeerde portefeuilles kantelen in de richting van specifieke ESG-criteria die zij hebben gedefinieerd binnen hun beleggingsbeleid. Vandaag de dag kunnen we dat heel gemakkelijk doen. Wij integreren ESG-gegevens in toenemende mate in onze portfolio managementsystemen. Er zijn verschillende instrumenten, zoals risico-optimalisatoren, die kunnen worden gebruikt om de exposure naar bepaalde ESG-kenmerken te verhogen en tegelijkertijd ongewenste risico's te beheersen.'

**Jamie Govan:** 'De laatste jaren is er sprake van een exponentiële groei in factoring en ESG-tilt in passieve portefeuilles. De

verwachting is dat, als meer en meer bedrijven doorgaan met het verstrekken van metrische informatie, het makkelijker wordt om dit soort portefeuilles samen te stellen.'

**Valeria Dinershteyn:** 'Bij passieve oplossingen kijken wij steeds meer naar specifiek duurzaam beleid. Zelfs als we in passieve fondsen beleggen voor onze klanten, dan is er nog steeds een behoorlijke mate van actieve betrokkenheid.'

**Aela Cozic:** 'Onderzoeksmogelijkheden en toegang tot bedrijven zijn twee belangrijke onderdelen van actief management. Het zou interessant zijn te weten of we in de toekomst meer op maat gesneden benchmarks zullen zien, zoals op basis van intern ESG-onderzoek.'

**Harris:** 'Er is wel degelijk sprake van een actieve betrokkenheid bij passieve managers. We zijn meer uitgesproken over ons beleid en

> **Erik van Houwelingen** is werkzaam als Directeur Business Development Europa bij Dimensional Fund Advisors vanuit London, waar hij verantwoordelijk is voor de bediening en ontwikkeling van de Europese marktsegmenten. Tot medio dit jaar was Van Houwelingen bestuurslid bij ABP en voorzitter van de beleggingscommissie. Tevens was hij een aantal jaren voorzitter van de raad van commissarissen van Achmea Investment Management. In een verder verleden was Van Houwelingen actief als partner en adviseur bij Montae en was hij lange tijd werkzaam bij AEGON, onder andere als CEO van het internationale asset management bedrijf.





> **Aela Cozic** werkt sinds 2017 als ESG Analyst in het ESG-team van Fidelity International en houdt zich bezig met de integratie van ESG-analyses in alle activaklassen, bedrijfsbezoeken, stemmingen bij aandeelhoudersvergaderingen en interne initiatieven om de ESG-strategie en -processen verder te verbeteren. Voordat Cozic bij Fidelity kwam, werkte zij als Responsible Investment Analyst bij USS Investment Management en bij Novethic, dochteronderneming van Caisse des Dépôts. Cozic heeft niveau 2 CFA en een master in financieel management.

onze opvattingen. Sommige bedrijven gedragen zich op bepaalde gebieden beter dan andere. Daarom proberen we door middel van proactieve betrokkenheid de achterblijvers te helpen om de leiders en degenen die best practices laten zien, in te halen.'

**Antony Marsden:** 'Ik denk dat passieve betrokkenheid een echte uitdaging biedt, namelijk het in staat zijn een effectieve dialoog met bedrijven aan te gaan over moeilijke zaken.'

**Ingo Speich:** 'Als actieve belegger streven wij naar maatoplossingen. Veel van onze institutionele klanten hebben hun eigen preferenties die moeten worden geïntegreerd in duurzaamheidscriteria.'

**Nina Hodzic:** 'Expliciete opname van materiële ESG-aspecten in het bottom-up beleggingsproces, wat geen rules-based proces is, is iets dat alleen actieve managers kunnen doen. Maar passieve beleggers kunnen ook invloed uitoefenen via engagements en door bijvoorbeeld rekening te houden met ESG in hun stemgedrag (proxy voting). In de praktijk doen ze veel op het gebied van 'thematische' engagements, maar wat betreft proxy voting is er nog veel voor verbetering vatbaar.'

**Lloyd McAllister:** 'Het lijkt erop dat passief bezig is terug te gaan naar meer actieve benaderingen, die worden gekenmerkt door engagement en meer in detail naar de data kijken. Als actieve belegger richten wij ons op de laagst scorende bedrijven om te proberen hun prestaties te verbeteren en ze meer aan te laten sluiten bij de koplopers.'

### In welke mate kan de industrie fondsen (met een gemeenschappelijke ESG-noemer) gebruiken om tegemoet te komen aan de zeer uiteenlopende ESG-voorkeuren die door de asset owners worden ontwikkeld?

**McAllister:** 'Je moet een reeks producten hebben die voldoen aan de behoeften van verschillende klanten. Er zijn geen wereldwijde normen voor ESG en wat klanten wensen, is nogal verschillend. Sommige klanten zijn gericht op CO<sub>2</sub>, andere op gender of iets anders. Op dit moment is er geen alom aanvaarde definitie van duurzaamheid. Hopelijk zal een deel van het werk van de Europese Unie gericht zijn op standaardisatie van ESG-vereisten.'

**Speich:** 'Je moet duurzaamheid aan de ene kant combineren met het kapitaalmarktperspectief aan de andere kant. Als je bijvoorbeeld een portefeuille wilt samenstellen met een Europese dividendfocus, is het vrij moeilijk om tegelijkertijd een zeer strikt ESG-proces te hanteren. Ik geloof niet in het actieplan van de Europese Unie, omdat ik denk dat het om individuele voorkeuren gaat die niet alleen per land, maar ook per belegger verschillen. Er zal dus geen uniforme oplossing komen.'

**Dinershteyn:** 'Wij hebben dit jaar besloten niet meer in tabak te beleggen, maar daar is een lange discussie aan voorafgegaan. Dat neemt niet weg dat we duurzame fondsen aanbieden. Als je op dit gebied een assortiment creëert, zullen de klanten verschillende opties gaan overwegen, zonder de one-size-fits-all.'

**Harris:** 'Ik denk dat er meer discussies tussen de eigenaren van assets nodig zijn om een gemeenschappelijke basis te vinden. Als je impact wilt hebben en als je verandering wilt, moet je schaalgrootte hebben. Als elke asset owner iets anders doet, kunnen ze hun gezamenlijke grootte en schaal niet gebruiken om veranderingen teweeg te brengen.'

**Marsden:** 'Met name aan de consumentenkant bestaat veel verwarring over wat duurzame beleggingsfondsen zijn en waarin ze kunnen investeren. Het is een gevecht om informatie van betekenis te krijgen en bijvoorbeeld te weten te komen hoe ze gemanaged worden.'

**Govan:** 'Ik ben er niet echt zeker van dat we als industrie krachtig moeten streven naar een gemeenschappelijke noemer voor ESG. Het voordeel van uiteenlopende ESG-voorkeuren is dat het de volumes in de concurrerende markt opdrijft en dat vermogensbeheerders gestimuleerd worden met meer innovatieve oplossingen te komen om aan de verschillende behoeften te voldoen. Beleggers hebben daardoor meer keuzemogelijkheden en dat is uiteindelijk een goede zaak.'

**Cozic:** 'Vooral retailbeleggers zijn misschien niet geïnteresseerd in de details van het ESG-proces, maar wel in de impact op de eindportefeuille. Wellicht kunnen we een paar gemeenschappelijke noemers vinden om ESG-prestaties te meten en de impact aan te kunnen tonen.'

## Wat is het belang van de Sustainable Development Goals (SDG's) van de Verenigde Naties en hoe kunnen doelstellingen die daaruit zijn afgeleid in portefeuilles worden geïmplementeerd?

**Speich:** 'Vermogensbeheerders moeten druk uitoefenen op bedrijven om duurzaamheidsdoelstellingen te integreren in hun interne controlesystemen en om hun strategie af te stemmen op de SDG-doelstellingen. We kunnen ook een strategie voor portefeuillebeheer afstemmen op deze SDG-doelstellingen.'

**McAllister:** 'Het is heel nuttig om een gemeenschappelijk overeengekomen reeks einddoelen in de wereld te hebben waar iedereen naartoe kan werken. Ik denk dat iedereen een brug probeert te slaan tussen deze wereldwijde einddoelen en zijn eigen investeringsproces.'

**Cozic:** 'Zelfs vooraanstaande beleggers op dit gebied hebben moeite te bewijzen dat hun investeringen bijdragen aan de SDG's. We moeten voorzichtig zijn met nieuwere producten en om iets te claimen dat we niet kunnen leveren. De SDG's hebben nog steeds één groot voordeel, namelijk dat ze ervoor zorgen dat beleggers ook kijken naar de impact van producten op het milieu en de maatschappij, in plaats van alleen te focussen op praktijk en beleid.'

**Marsden:** 'Het in kaart brengen van de SDG's is een positieve stap, hoe moeilijk het ook is, omdat je hierdoor wel wordt aangemoedigd om te focussen op de impact en het bredere doel van bedrijven. Bedrijven met een duidelijk en belangrijk doel hebben meer kans op succes op de lange termijn.'

**Dinershteyn:** 'Ik denk dat een van de positieve aspecten van SDG's is dat de grotere spelers, de grotere eigenaren van activa, meer aandacht hebben voor het onderwerp 'impact' en in dit opzicht meer dezelfde taal spreken. Wij, als vermogensbeheerder, zien de belangstelling voor impactoplossingen toenemen en dat is de reden dat we dit jaar ook een impactfonds hebben gelanceerd.'

**Govan:** 'SDG's worden ingezet om de impact van bepaalde beleggingen tastbaar te maken voor beleggers. Het is echter van belang dat bedrijven SDG's niet als checklist gebruiken, maar dat zij

daadwerkelijk de intentie hebben om SDG's te integreren in de bedrijfsstrategie. Bedrijven moeten kunnen aantonen welke bijdrage zij leveren aan het bereiken van een bepaalde SDG en in staat zijn om deze bijdrage meetbaar te maken.'

## Hoe slaagt uw bedrijf erin ESG te integreren in uw dagelijkse werkzaamheden als portfoliomanager?

**Speich:** 'Er zijn drie stappen te maken in verband met ESG-integratie. De eerste stap is dat ESG-analisten een gemeenschappelijke basis en een gemeenschappelijke taal krijgen. De tweede stap is het bij elkaar brengen van kennis; vervolgens moeten de analisten hun kennis uitwisselen vanuit een financieel en een duurzaamheids-perspectief. De derde stap is om in de eerste plaats de juiste beleggingsbeslissing te nemen op basis van de verzamelde kennis. Het is ook belangrijk om druk uit te oefenen op ondernemingen om de goede kant op te gaan en de onderneming te laten zien dat ESG-integratie niet alleen een theoretisch onderwerp is, maar, om het zo te zeggen: een levend dier.'

**Hodzic:** 'Voor grote actieve asset managers, zoals voor ons, die beleggingsteams hebben over de hele wereld, is het een uitdaging om ESG-aspecten te integreren in het mainstream beleggingsproces. Wij beschikken over een digitaal platform, waarop al onze mainstream analisten, portfoliomanagers en het ESG-researchteam debatteren en informatie delen. Op het platform is ook alle informatie beschikbaar over de engagements met bedrijven. Bijna de helft van de engagements waar ESG besproken wordt, wordt bij ons gedaan door mainstream portfoliomanagers en analisten. Hieruit blijkt dat ESG echt geïntegreerd is in het beleggingsproces.'

**Cozic:** 'Portfoliomanagers wonen regelmatig bedrijfsvergaderingen bij die focussen op ESG-kwesties en kunnen ESG-gerelateerde opmerkingen van analisten bekijken in hun onderzoeksnotities. Door kwartaalgesprekken tussen de portefeuillebeheerders en hun CIO's weten de eersten heel goed hoe hun portfolio scoort op ESG-factoren, zoals de carbon footprint.'

**McAllister:** 'Met betrekking tot ons sustainable fund heeft het ESG-team een veto. Tot nu toe was het nooit nodig van dat vetorecht gebruik te maken, maar het is mogelijk dat het ESG-team tot de

> **Valeria Dinershteyn** is Analist Verantwoord Beleggen bij Kempen Capital Management. Haar focus ligt op milieuproblemen, in het bijzonder klimaat-issues en ze richt zich op 'engagement' en ESG-integratie. Dinershteyn heeft onder meer werkervaring opgedaan bij een Aziatisch bedrijf gevestigd in Rusland; hier ontwikkelde ze haar interesse in ethische en duurzaamheidskwesties. Haar bachelordiploma Taalwetenschap en Antropologie behaalde ze aan de St. Petersburg State Polytechnical University in Rusland. Aan Nyenrode Business Universiteit studeerde ze International Business en behaalde ze haar mastertitel.





> **Jamie Govan** is Senior ESG-analist in het ESG Investment & Stewardship-team van Aberdeen Standard Investments. De voornaamste verantwoordelijkheden van Govan zijn het analyseren en uitvoeren van engagement met internationale bedrijven vanuit een risicooogpunt op het gebied van ESG; het gezamenlijk vormgeven, adviseren en uittekenen van het ESG-beleid in verschillende activaklassen; het bepalen van opvattingen over actuele ESG-thema's; het intern communiceren van ESG-processen en de ESG-aanpak. Govan startte bij Aberdeen in 2008 in het Global Equities Investment-team.

conclusie komt dat de risico's te groot zijn om tot aankoop van de betreffende aandelen over te gaan.'

**Dinershteyn:** 'Onze portfoliomanagers worden geacht zelf op de ESG-aspecten van een belegging te letten. Het ESG-team wordt voor

overleg en advies ingeschakeld wanneer dat nodig is. De portfoliomanagers moeten met goede argumenten komen om het ESG-team en de CIO's te overtuigen van het belang van een bepaalde belegging.'

Financial Investigator stelde Lise Moret, Head of Climate Strategy and Sustainability Standards bij AXA Investment Managers een tweetal vragen over Implementing, Managing and Measuring ESG.

### **Wat zijn de uitdagingen bij het meten en rapporteren van de ESG-performance van een portefeuille?**

We zien verschillende uitdagingen in het meten en rapporteren van de ESG-performance. Er is vooral een gebrek aan algemeen erkende ESG-standaarden. Als gevolg hiervan is het soms moeilijk om ESG-indicatoren geloofwaardig en voor iedereen toepasbaar te maken. Wij doen actief mee aan het debat hierover en hebben richtlijnen opgesteld voor de ESG-standaarden die systematisch worden toegepast op het ESG-productaanbod.

Daarnaast zijn er andere belemmeringen waarmee beleggers te maken krijgen met betrekking tot de ESG-meting. Allereerst is dit de ESG-datakwaliteit en de volledigheid van de gegevens. Onder ESG KPI's zijn sociale maatstaven nog steeds moeilijk terug te vinden en te monitoren. Bovendien zijn binnen het beleggingsuniversum van bijvoorbeeld microcaps, opkomende markten en niet-beursgenoteerde ondernemingen weinig ESG-data voorhanden.

Een ander aandachtspunt is de tijdspanne waarin de ESG-data zijn verzameld. Historische tijdreeksen zijn nog steeds relatief kort, in het beste geval maximaal tien jaar. Hierdoor is een vergelijking in de tijd nog steeds niet volledig en is het moeilijk om over de geboekte vooruitgang te rapporteren.

Ten slotte verschuiven ESG-transparantievereisten geleidelijk van een ESG-prestatiebeoordeling naar een meting van de ESG-impact en de bijdrage aan de United Nations Sustainable Development Goals

(UNSDG's). Beleggers missen nog steeds de instrumenten die nodig zijn om beleggingen aan de hand van deze criteria te identificeren en erover te rapporteren.

Om deze data issues zo adequaat mogelijk te adresseren, werken wij voortdurend aan het versterken van de kwantitatieve capaciteit en het diversifiëren van de mix aan ESG-databronnen. Het ontwerpen van ESG-oplossingen om beleggingen in de richting van impact en UNSDG's te leiden, is een speerpunt van onze RI-strategie. Hierbij is het opzetten van duidelijke, geloofwaardige en wetenschappelijk onderbouwde kaders voor het meten van impact essentieel.

### **Wat is het risico van greenwashing vanuit een industrieperspectief?**

Greenwashing betekent het belichten van een aantal positieve 'groene effecten' van een beleggingsstrategie, terwijl andere negatieve ESG-uitkomsten ontbreken of worden verhuld. Wij zien veel risico's vanuit het oogpunt van de belegger, zoals het verlies aan geloofwaardigheid en vertrouwen van de begunstigden van de beleggers. En we zien reputatie- en materialiteitsrisico's die ontstaan wanneer men zich uitsluitend richt op groene communicatie en geen rekening houdt met andere bronnen van risico.



## Een onderneming kan zowel positieve als negatieve ESG-scores hebben, bijvoorbeeld positief op environment en negatief op social. Hoe weeg je dat in de eindscore en hoe komt dit in de portefeuille terecht?

**McAllister:** 'De manier waarop we dat proberen te doen, is door de negatieve externe effecten van een bedrijf af te wegen tegen de positieve. Idealiter kunnen we, door middel van milieu- en sociale economie, een eindscore bereiken die goed gewaardeerd en uitgelegd kan worden.'

**Marsden:** 'Persoonlijk houd ik niet van het hele concept van een ESG-bedrijfsscore. Ik denk zelfs dat een score toekennen aan governance nogal averechts werkt. Het is dus een echte uitdaging om te proberen een bedrijf een ESG-score, bijvoorbeeld in de vorm van een cijfer, te geven en vervolgens dit direct te gebruiken in het beleggingsproces.'

**Speich:** 'Ik geloof in cijfers en ook in ESG-scores, want het maakt bedrijven vergelijkbaar. In het algemeen ben ik van mening dat een kwantitatieve meting noodzakelijk is om aan te kunnen tonen dat aan bepaalde eisen wordt voldaan. Wij stemmen onze portefeuilles af op bepaalde ESG-doelstellingen: ESG-scores. Onze portfolio-manager moet beter presteren dan de onderliggende benchmark. Je kunt natuurlijk een bedrijf kopen dat een lage ESG-score heeft, maar dan moet je dat compenseren door een bedrijf met een hogere score te kopen. Verder moet duidelijk zijn wanneer je een bepaald aandeel uit je portefeuille dient te verwijderen, namelijk op basis van uitsluitingscriteria.'

**Govan:** 'Ik denk dat het absoluut cruciaal is om te kijken naar materialiteit als het gaat om ESG-vraagstukken waar een bedrijf tegenaan loopt of die het creëert. ESG-kwesties zijn te complex en veelzijdig om eenvoudigweg te worden bestempeld met een algemene ESG-score, waardoor fundamentele analyse van belang is. Vanuit een holistisch perspectief moeten de ESG-risico's en -kansen in kaart worden gebracht om te kunnen evalueren hoe een bedrijf deze effectief beheert. Bedrijven moeten duidelijk kunnen aantonen hoe zij ESG-risico's in hun bedrijfsstrategie integreren en welke strikte maar realistische doelen zij stellen die gekoppeld zijn aan KPI's (Key Performance Indicators) om effectief de voortgang te kunnen meten.'

**Harris:** 'Ik houd van getallen, maar ze vertellen je niet het hele verhaal. Als je denkt in termen van brede oplossingen als smart beta of indexportefeuilles, kun je waarschijnlijk aan de scoremethodologieën vasthouden. Echter, als je meer geconcentreerd bent in je portefeuille – dertig namen – moet je ook verder gaan, de ondernemingen in relatie tot hun sector bekijken en een meer kwalitatieve visie toevoegen.'

**Speich:** 'Puur focussen op ESG-scores is zeker de verkeerde aanpak, maar als een eerste stap heb je ESG-scores nodig om het globale universum terug te brengen tot een hanteerbare hoeveelheid.'

**Marsden:** 'ESG-scores zijn een middel om een doel te bereiken en geen doel op zichzelf. Ik maak me zorgen over oversimplificatie.'

**Hodzic:** 'Om te beginnen heb je in ieder geval de drie dimensies, dus een E-, een S- en een G-score nodig, want uit één totale ESG-score kan je niet veel afleiden. Het is heel goed mogelijk dat je een hoog risico mist aan bijvoorbeeld de milieukant als je alleen naar de totale ESG-score zou kijken, die er relatief goed uit kan zien doordat bijvoorbeeld de S-score heel hoog is. Je moet er dus goed op letten dat bepaalde risico's niet onontdekt blijven doordat het bedrijf goed gedrag toont op een ander gebied.'

## Wat zijn volgens jullie enkele van de uitdagingen bij het managen van ESG-portefeuilles en -fondsen?

**Govan:** 'Net als bij het beheer van een mainstream portfolio, waarbij je niet speciaal over ESG hoeft na te denken, is geduld een van de grote uitdagingen bij het managen van ESG-portefeuilles. Een belangrijk onderdeel van het beheren van deze portefeuilles is dan ook engagement.'

**Cozic:** 'We constateren vaak dat de tijdshorizon die onze analisten hanteren en de tijdshorizon van ESG-issues nogal verschillen. Dat is duidelijk een uitdaging bij het managen van een ESG-portefeuille. Dit is een van de redenen waarom we nog steeds een team van ESG-specialisten nodig hebben om naar deze kwesties te kijken.'

**Harris:** 'Een van de uitdagingen betreft de beschikbaarheid en vergelijkbaarheid van de data.'

> **Ana Harris**, Managing Director, begon in 2013 bij State Street Global Advisors als portefeuillestrategist en staat ondertussen aan het hoofd van de 'Equity Portfolio Strategists' voor EMEA, een team van experts inzake actieve, index- en smart beta-strategieën voor aandelen. Voordien werkte Harris bij Russell Investments, waar ze verantwoordelijk was voor het onderzoek naar actieve en passieve aandelenbeheerders. Ze begon er als portfoliomanager van multimanagerfondsen. Harris is een CFA-charterhouder en afgestudeerd aan de School of Economics and Management (Technische Universiteit van Lissabon).





> **Nina Hodzic** is ESG Integration Manager bij Allianz Global Investors sinds 2017. Zij leidt verschillende projecten op het gebied van ESG-integratie, ESG-strategie en ESG-marktpositionering. Ze heeft meer dan 15 jaar ervaring in de financiële sector en werkte eerder bij ING Group en NN Investment Partners. Hodzic is lid van de adviesraad van LeaderXXchange. Ze heeft een Master of Science in Financial Econometrics van de Erasmus Universiteit in Rotterdam.

**McAllister:** 'De uitdaging die ik nog steeds verrassend vind, is de bij velen levende gedachte dat ESG eerder afbreuk doet aan de performance dan dat het eraan bijdraagt.'

**Dinershteyn:** 'Bij het beheer van ESG-portefeuilles bestaat regelmatig onduidelijkheid over definities. Het zou bijvoorbeeld nuttig zijn om te weten wat precies onder de term duurzaamheid wordt verstaan.'

Financial Investigator stelde Annette van der Krogt, Hoofd Verantwoord beleggen bij Achmea Investment Management, een tweetal vragen over Implementing, Managing and Measuring ESG.

**Veel (institutionele) beleggers kiezen om goede redenen (lage kosten in vergelijking met actieve aandelen, eenvoud, et cetera) voor passieve beleggingen in aandelen. De integratie van ESG in passieve portefeuilles is echter een complexe puzzel. Hoe komt een institutionele belegger tot een samenstelling van een actieve benchmark die past bij zijn ESG-criteria en die op een passieve manier kan worden beheerd?**

Bij het samenstellen van een actieve benchmark is het voor een institutionele belegger van belang als eerste na te gaan waar zij voor staat als het gaat om verantwoord beleggen. Aan de hand van de strategische keuzes, drijfveren, normenkader, kosten, rendement, de mate van ESG-integratie en de bijbehorende ambities, worden de uitgangspunten bepaald voor de samenstelling van de actieve benchmark.

Ondernemingen die niet passen binnen het normenkader van een institutionele belegger kunnen bijvoorbeeld uitgesloten worden. Hierbij kan gedacht worden aan het uitsluiten van structurele VN Global Compact schenders, producenten van controversiële wapens en tabaksproducenten. Vanuit een risicoperspectief kan dit verder aangevuld worden met ondernemingen met een exposure naar steenkool. Aanvullend kan een ESG-integratiestrategie worden toegepast. Bijvoorbeeld in de vorm van een best-in-class benadering, waarbij de ondernemingen met de slechtste ESG-prestaties worden uitgesloten. De ESG-keuzes kunnen vertaald worden naar een belegbare en

onafhankelijk te monitoren actieve benchmark. Vervolgens kan tegen deze actieve benchmark passief worden belegd. Door een slimme keuze van de actieve benchmark en door efficiënt portefeuillebeheer kan de beta van de markt gevolgd worden met een beperkte tracking error terwijl er concreet invulling wordt gegeven aan de MVB-keuzes en maatschappelijke overtuigingen.

**Wat zijn de uitdagingen bij het meten van en rapporteren over de ESG-performance van een portefeuille?**

Het effectief meten van de portefeuille exposure naar ESG-factoren ten opzichte van een benchmark of het meten van een CO<sub>2</sub>-footprint kan voor een aandelenportefeuille relatief eenvoudig uitgevoerd worden. De grootste uitdaging zit in het duiden en begrijpen van de uitkomsten. Als de portefeuille een betere geaggregeerde ESG-score heeft dan de benchmark, betekent dit dan ook dat de financiële risico's lager zijn? Betekent een lagere CO<sub>2</sub>-intensiteit voor de portefeuille ook dat de portefeuille relatief minder blootgesteld is aan klimaatrisico's?

De ESG-performance is vooral een momentopname en kan een vertrekpunt zijn voor nadere analyses waarbij inzichten verkregen worden in potentiële risico's die van belang zijn voor bijvoorbeeld het engagementprogramma.



## Hoe meten we een succesvolle ESG-integratie? Wat betekent dat in de praktijk?

**Cozic:** 'Wij hebben verschillende tools geïntroduceerd om te kunnen volgen hoe ESG-kwesties worden meegenomen in de aantekeningen van onderzoeksanalisten. Analisten moeten reageren op ESG-praktijken van bedrijven met een slechte rating. Uiteindelijk betekent succesvolle integratie dat alle portfoliomanagers ESG-kwesties volledig omarmen en kunnen praten over de kansen, maar ook over de risico's in hun portefeuilles.'

**Marsden:** 'Het is van fundamenteel belang dat we overgaan naar de realiteit van het beleggingsproces en de fondsbeheerder ertoe bewegen te praten over de aandelen waarin hij heeft belegd en waarom hij dat heeft gedaan.'

**Hodzic:** 'Wij hanteren intern een streng proces voordat we een bepaalde beleggingsstrategie echt geïntegreerd noemen. De portfoliomanager moet bijvoorbeeld uitleg geven waarom bepaalde namen in de portefeuille zitten als ze hoge ESG-risico's hebben. Daar wordt ook transparantie over verschaft richting de klanten. Intern vinden regelmatig discussies met de portfoliomanagers plaats waarbij kritische vragen worden gesteld als: 'Zijn er voorbeelden van aandelen te noemen waarin niet is belegd vanwege ESG-redenen?'

**Harris:** 'Sommige van de ESG-metingen, met name op het gebied van CO<sub>2</sub>, zijn misschien niet perfect. Ze geven echter wel een aantal referenties waaruit kan worden afgeleid dat er actie kan worden ondernomen en dat bedrijven zichzelf kunnen beoordelen en kunnen bepalen of ze leidend of achterblijvend zijn.'

**Hodzic:** 'Er wordt op dit moment te veel aandacht besteed aan carbon footprinting. De focus ligt dan puur op het beleggen in bedrijven die een lage carbon footprint hebben. Echter, als we de overgang naar een koolstofarme economie echt mogelijk willen maken, moeten we juist ook beleggen in bedrijven die nu een relatief hoge carbon footprint hebben, maar deze snel aan het verlagen zijn. En in bedrijven die zelf een hoge carbon footprint hebben, maar oplossingen bieden aan andere bedrijven, waardoor die en hun eindklanten hun carbon footprint kunnen verlagen.'

**Speich:** 'Carbon footprinting is voor mij een interessant hulpmiddel als je een portfolio hebt en wilt zien waar zich het risico op carbon bevindt en of er een koolstof-bubble is. De grote vraag voor ons is wat we later in het engagementproces gaan doen, wat nauw is verbonden met TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures).'

## Wat zijn de belangrijkste ESG-onderwerpen die niet door gespecialiseerde ESG-onderzoekers worden behandeld?

**Marsden:** 'Als je wilt begrijpen wat er waarschijnlijk zal gaan gebeuren met betrekking tot de milieu-impact of sociale impact van een bedrijf, moet je proberen te begrijpen hoe het bedrijf wordt geleid en wat de waarden en het gedrag van de leidinggevenden zijn. Ik zou graag een veel betere analyse zien van het menselijk kapitaal en de cultuur.'

**Harris:** 'Diversiteit in haar verschillende gedaantes. Als je een grotere diversiteit hebt aan mensen, kun je betere beslissingen nemen. Als je betere zakelijke beslissingen kunt nemen, is je financiële performance op de langere termijn waarschijnlijk ook beter.'

**McAllister:** 'Duurzaamheid van landen. Hoe je overheden, olie- en gasmaatschappijen in staatsbezit, ertoe brengt te veranderen, is een vraag van groot belang. De focus op beursgenoteerde ondernemingen heeft immers slechts betrekking op een klein deel van het probleem.'

**Speich:** 'We hebben een wereldwijde standaard nodig voor duurzaamheid, want anders zijn we niet in staat gegevens met elkaar te vergelijken. Hoe zuidelijker je op de aardbol komt en hoe verder je naar het oosten gaat, hoe slechter de kwaliteit van data in het algemeen wordt. Als vermogensbeheerder moet je er voor de toekomst zeker van zijn dat je niet afhankelijk bent van één enkele dataleverancier. Dat gevaar is niet denkbeeldig, want er is sprake van een enorm concentratieproces, gepaard gaande met een prijszettingmacht. Bepaalde dataleveranciers kunnen zeer machtig worden en beleggers en vermogensbeheerders onder druk zetten.'

> **Antony Marsden** is Hoofd van Governance & Verantwoordelijk Beleggen bij Janus Henderson Investors, een titel die hij sinds 2014 heeft. In deze rol is hij verantwoordelijk voor de implementatie van het verantwoordelijk beleggingsbeleid en voor het ondersteunen van de integratie van milieu, sociale en corporate governance kwesties binnen de beleggingsteams. Marsden trad in 2005 in dienst bij Henderson als corporate governance manager. Voordat hij bij Henderson in dienst trad, werkte hij meer dan zes jaar in verschillende functies bij Pensions & Investment Research Consultants Ltd (PIRC), een adviesbureau voor corporate governance.







> **Lloyd McAllister** is een Responsible Investing Analyst bij Newton Investment Management. Zijn rol omvat het uitvoeren van research en company engagement met betrekking tot ESG. Hiervoor werkte McAllister bij KPMG, waar hij lid was van het sustainability consulting team en waar hij tevens zijn chartered accountant titel heeft behaald. Hij is lid van de Climate Disclosure Board's technologische werkgroep en tevens van het Institute of Chartered Accountant's of Scotland Sustainability panel. Hij is ook treasurer bij een UK charity en behaalde zijn BSc titel aan de Universiteit van Loughborough. Zijn MSc behaalde McAllister aan de London School of Economics en Political Science.

### Wat zijn de positieve en negatieve effecten van het toenemende belang van het verstrekken van ESG-informatie door derden aan eigenaren van assets en vermogensbeheerders?

**Govan:** 'Mede als gevolg van de groei van externe dienstverlening is er een grotere waardering en bewustwording met betrekking tot ESG-issues bij reguliere beleggers, asset owners en financiële instellingen. De toegenomen honger naar openbaarmaking van ESG-informatie heeft voor een domino-effect gezorgd, wat bedrijven ertoe aanzet meer informatie te verstrekken. Het gevaar bestaat dat data providers buitengewoon machtig en invloedrijk worden, wat tot andere problemen leidt.'

**Harris:** 'Als je duurzaamheidsnormen zou hebben, zou je tot op zekere hoogte het speelveld en het risico van dominantie van bepaalde dataleveranciers gelijk maken. Beter en meer algemeen aanvaarde normen voor openbaarmaking kunnen dat risico verminderen.'

### Wat vinden jullie van de TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosure) – aanbevelingen?

**Hodzic:** 'Wij vinden deze aanbevelingen om meerdere redenen echt een game changer. Bedrijven zullen niet alleen hun metrics en targets rapporteren, maar ook hoe klimaatfactoren geïntegreerd zijn in risicomanagement, strategie en governance. De nadruk ligt op forward looking methodologieën, zoals scenario-analyse. Dit zullen bedrijven allemaal in hun financiële rapportage moeten opnemen en niet in hun duurzaamheidsverslagen. Naast bedrijven dwingt TCFD ook asset owners en asset managers om te rapporteren en dat betekent dat ze bedrijven nog sneller gaan pushen om iets te doen. Dat is positief voor de hele keten.'

### Geduld is een van de grote uitdagingen bij het managen van ESG-portefeuilles.

**McAllister:** 'TCFD geeft een gemeenschappelijke taal en taxonomie om over klimaatverandering te praten, wat tot nu toe volledig ontbrak. Wat betreft de scenario-analyse zijn we ervan overtuigd dat die op dit moment nuttig is. We denken er hard over na wat de beste manier is om een scenario-analyse uit te voeren.'

**Dinershteyn:** 'Naast wat er al gezegd is over nieuwe standaarden, vergelijkbaarheid en een betere opleiding van portfoliomanagers, helpt TCFD ons om vergelijkbare discussies te voeren met verschillende portfoliomanagers die verantwoordelijk zijn voor verschillende sectoren.'

**Speich:** 'Scenario-analyse levert resultaten op die iets zeggen over wat er vermoedelijk in de toekomst zou kunnen gebeuren. Dat is beter dan niets. De grote vraag is hoeveel druk we kunnen uitoefenen op bedrijven met betrekking tot dergelijke scenario's om de uitstoot van koolstofdioxide te ontmoedigen.'

**McAllister:** 'Het is natuurlijk niet beter dan niets als het verkeerd is. Ik ben accountant en houd van cijfers, maar als de aannames verkeerd zijn en resulteren in een reeks resultaten die niet echt tot stand komen, heb je een groot probleem. Het kan erger dan nutteloos zijn als de analyse actie veroorzaakt die niet helpt bij het beperken van toekomstige risico's of het benutten van toekomstige kansen.'

**Harris:** 'Rond de tijd van TCFD en de conclusies die daaruit zijn voortgevloeid, hebben we een klimaatrisicokader voor bestuurders gecreëerd. Het gaat ons erom ons engagement en de gesprekken met betrekking tot ondernemingen te sturen als we met hen praten over de fysieke risico's, de risico's op het gebied van regelgeving en de economische risico's van klimaatverandering.'

**Govan:** 'De TCFD-aanbevelingen zijn zeer welkom en brengen ons een stap dichterbij het vaststellen van consistente normen voor klimaatgerelateerde informatieverschaffing. Als ze rigoureuus en breed ten uitvoer worden gelegd, bieden ze enige duidelijkheid en betrouwbaarheid voor de huidige rapportagepraktijken op het gebied van informatieverschaffing. Dat is van essentieel belang als de markten deze koolstofrisico's effectief willen proberen te waarderen, maar ik denk dat de aanbevelingen bestaande kaders niet geheel kunnen vervangen.'

> **Ingo Speich** is sinds augustus 2004 bij Union Investment actief voor portfoliomanagement. Als senior portfoliomanager en hoofd Sustainability & Engagement is hij verantwoordelijk voor duurzame investeringen en de thema's Corporate Governance en actieve betrokkenheid van aandeelhouders. Bovendien is hij auteur van talrijke artikelen en meerdere columns en is hij vaak spreker tijdens algemene vergaderingen. Na zijn opleiding tot bankemployé bij de Dresdner Bank studeerde Speich bedrijfsadministratie aan de Universiteit van Trier, aan de Boston University/VS, European Business School Oestrich-Winkel en Durham University/Engeland. Speich voltooide zijn opleidingen met de titels Diplom-Kaufmann en Master of Business Administration (MBA). Tevens voltooide hij met succes het programma Chartered Financial Analyst (CFA).



**Hodzic:** 'Wat heel belangrijk is, is dat bedrijven binnen een en dezelfde industrie samenkomen en nadenken over wat TCFD-aanbevelingen voor hun industrie betekenen en hoe ze tot een consistente aanpak kunnen komen. Wij als beleggingsindustrie zouden op dit gebied ook moeten engagen met bedrijven, want een consistente aanpak is cruciaal als het gaat om klimaatscenario-analyse op portefeuilleniveau.'

### Hoe zorgen jullie voor impact en daadwerkelijke verandering van gedrag?

**Harris:** 'Dat is uiteindelijk wat we willen van een ESG-belegging en -engagement. We doen veel aan engagement en het is de bedoeling dat dit op termijn vruchten afwerpt, omdat de meeste problemen pas na verloop van tijd kunnen worden aangepakt en opgelost.'

**Hodzic:** 'Wij maken duidelijk aan bedrijven (management en commissarissen) dat we graag continu in dialoog willen blijven en dat het niet een one-off aangelegenheid is. Als we op bepaalde punten tegen het management hebben gestemd, geven we ook feedback aan bedrijven zodat ze weten wat ze zouden moeten verbeteren.'

**Cozic:** 'Ik ben het ermee eens dat het engagement vergt, dat het tijd kost en dat het een paar jaar kan duren om gedrag te

veranderen. Openbaarmaking is misschien een gebied waar we op een relatief korte termijn impact kunnen hebben.'

**McAllister:** 'Als klanten iets van impact of duurzaamheid willen zien, hoef je ze alleen maar je stemgedrag op aandeelhoudersvergaderingen en je engagementrecord te tonen. Dat moet wel goed gedocumenteerd zijn.'

**Speich:** 'Wij gebruiken bijvoorbeeld media en het internet om druk op bedrijven uit te oefenen. Als wij in de Financial Times of een Duitse of Nederlandse krant aankondigen dat een bestuur of een CEO van een onderneming om bepaalde redenen moet vertrekken en als dat ook daadwerkelijk gebeurt, kun je zeggen dat je impact hebt gehad.'

**Marsden:** 'Je moet wel voorzichtig zijn, want het is heel goed mogelijk dat beleggers, in plaats van een positieve impact, een negatieve impact hebben. Dit zijn vaak ongelooflijk complexe situaties als het om governance en engagement gaat.'

**Dinershteyn:** 'Engagement is een zaak van de lange adem. Het duurt soms jaren om een goede engagementcase af te ronden. Engagement in het algemeen moet de hoeksteen blijven voor impactbeleggen. Wellicht nog ten overvloede: een passieve belegger kan nog steeds actief zijn in zijn ESG-aanpak.'

## CONCLUSIE

Institutionele beleggers willen in toenemende mate hun bestaande passieve of geïndexeerde portefeuilles kantelen in de richting van specifieke ESG-criteria. Er zijn geen wereldwijde normen voor ESG en wat klanten wensen is nogal verschillend. Met name aan de consumentenkant bestaat veel verwarring over wat duurzame beleggingsfondsen zijn en waarin ze kunnen investeren. Vermogensbeheerders moeten druk uitoefenen op bedrijven om duurzaamheidsdoelstellingen te integreren in hun interne controlesystemen en om hun strategie af te stemmen op de SDG-doelstellingen van de Verenigde Naties. Het is een

uitdaging om te proberen een bedrijf een ESG-score te geven en deze vervolgens te gebruiken in het beleggingsproces. Er moet wel rekening mee worden gehouden dat uit één totale ESG-score niet alles is af te leiden. Je moet er goed op letten dat bepaalde risico's niet onontdekt blijven doordat het betreffende bedrijf goed gedrag toont op een ander gebied van ESG. Bij het managen van ESG-portefeuilles is geduld vereist. Wat beleggers willen van een ESG-belegging is impact en daadwerkelijke verandering van gedrag. Je moet voorzichtig zijn, want in plaats van een positieve kunnen beleggers ook een negatieve impact hebben.