

# vba Journaal



TOEKOMST VAN ESG BELEGGEN: TRENDS,  
INNOVATIES EN UITDAGINGEN VOOR RENDEMENT  
EN VERANTWOORDING

JAARGANG 40 | NUMMER 159 | WINTER 2024

Impactintegratie: laten we  
beginnen?

9

Unintended Consequences:  
How ESG Preferences Can  
Potentially Bring Unexpected  
Style Exposure in Equity  
Indices

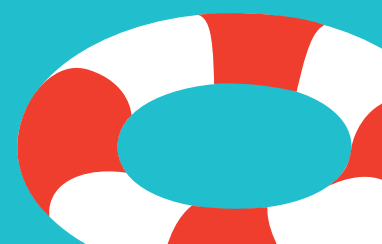
32

Sustainability as one of the  
centerpieces of investment  
decisions making

38

Knelpunten ESG-rapportage-  
verplichtingen vanuit  
juridisch perspectief

42



# Inhoud

## EDITORIAL

**Toekomst van ESG beleggen: Trends, innovaties en uitdagingen voor rendement en verantwoording 3**

Mark Geene, Dirk Gerritsen, Roy Hoevenaars en Rik Klerkx

## PRAKTIJK

**Impactintegratie: laten we beginnen! 9**

Yvonne Janssen en Jan Bertus Molenkamp

## ONDERZOEK

**The development of an ESG attribution model 15**

Robbert Lammers, Sam Radford and Vincent Verkerk

## PRAKTIJK

**Klimaatneutraal beleggen: Vijf gangbare misconcepties 25**

Guido Baltussen, Milan Vidojevic en Bart van Vliet

## ONDERZOEK

**Unintended Consequences: How ESG Preferences Can Potentially Bring Unexpected Style Exposure in Equity Indices 32**

Durga Shankar, Gaston Siegelaer and Hendro Sugandi

## COLUMN

**ESG als politieke Rorschach-test 37**

Anna Dijkman

## INTERVIEW

**Sustainability as one of the center-pieces of investment decision making 38**

Dirk Gerritsen and Mark Geene

## PRAKTIJK

**Knelpunten ESG-rapportageverplichtingen vanuit juridisch perspectief 42**

Alexandra Jurgens-Boot en Aron Knijnenberg

## PRAKTIJK

**De zin en onzin van betrokken aandeelhouderschap 48**

Colin Tissen

## COLUMN

**Klimaat: Risico's en Impact in Balans 55**

Rik Klerkx

## VERDER IN DIT NUMMER

### Uit de Vereniging

**ALM in een veranderende pensioenwereld 4**

Helmut Cardon

**Strategische diversiteit en de relatie tot de groeicurve van bedrijven 6**

Richard Robertson en Ronald Heijn

### Wetenschappelijk talent

**Do mutual funds walk the talk after ESG-renaming? 56**

Kayshani Gibbon

### Bookreview

**Investor lessons from FTX & 'Celebrity investing' 57**

Mark Geene

## CALL FOR PAPERS

### De impact van Technologische Veranderingen op de Beleggingswereld

De redactie van het VBA Journaal nodigt u uit om papers in te dienen voor onze aankomende zomereditie, met als thema "De impact van Technologische Veranderingen op de Beleggingswereld". Technologische ontwikkelingen leiden in de laatste jaren tot grote verschuivingen. Zo is Techniek een van de hoofdthema's binnen geopolitieke spanningen. Daarnaast voeren technologie-bedrijven inmiddels de grootste beurzen van de wereld aan en wordt technologie (AI, data-gebruik en intensiteit) almaar belangrijk bij de opzet en beheer van het beleggingsproces en vervolgens de verantwoording (rapportages). In deze editie, willen we onderzoeken hoe technologische ontwikkelingen de toekomst gaan bepalen en vormgeven. Vormen ze een kans of een bedreiging?

### Onderwerpen van interesse:

We nodigen bijdragen uit die ingaan op, maar niet beperkt zijn tot, de volgende onderwerpen:

- **Kunstmatige Intelligentie (AI):** De rol van AI en de impact op de beleggingssector. Bijvoorbeeld in de ontwikkeling van nieuwe beleggingsmethodes of -strategieën.

- **Cryptovaluta:** De impact van digitale valuta op nationale en internationale economieën.
- **Geopolitieke Verschuivingen:** Hoe technologie bijdraagt aan veranderingen in de wereldorde o.a. via importheffingen en handelsrestricties.
- **Beleggingsstrategieën:** Verandering van het beleggingslandschap als gevolg van technologische ontwikkelingen.
- **Risicomanagement in een veranderde wereld:** Vereisten aan risicomanagement in een snel veranderende wereld met geopolitieke verschuivingen.
- **China's Groei gedreven door Technologie:** De opkomst van China als technologisch leider en de (geopolitieke) gevolgen daarvan.
- **Technologie en Duurzaamheid:** De interactie tussen technologische innovatie en ESG.
- **Technologie en regelgeving:** Het toenemende belang van technologie leidt ook tot extra aandacht vanuit toezichhouders bijvoorbeeld op gebied van IT security (DORA), Data en IT voor de sector. Waar moeten asset managers de komende jaren rekening mee houden?
- **Quantum Computers:** Welke impact kan de opkomst van Quantum Computers hebben op de beleggingssector?
- **Het gevaar van Technologie en Data:** Wat zijn de gevaren van een te grote afhankelijkheid van

technologie en data? Zijn we zelf nog 'in control' of staan we teveel bloot aan impliciete en expliciete biases bij makers van AI-modellen?

We streven ernaar om een breed scala aan perspectieven en inzichten te verzamelen over technologische ontwikkelingen en de gevolgen daarvan op de beleggingspraktijk. Uw bijdrage kan helpen om een dieper begrip te ontwikkelen van hoe technologische innovaties niet alleen economische en sociale structuren, maar ook geopolitieke spanningen en samenwerkingen beïnvloeden.

We moedigen zowel academici als professionals uit de praktijk aan om bij te dragen.

Via deze call for papers roepen wij geïnteresseerde auteurs op voor 15 februari 2025 een samenvatting van hun bijdrage te sturen naar de redactie (irma.willemsen@cfasociety.nl). Het moet daarbij gaan om oorspronkelijk werk dat nog niet elders is gepubliceerd. Het artikel kan zowel in het Engels als Nederlands worden aangeboden.

Voor meer informatie over auteursinstructies en voorbeelden van eerdere publicaties, bezoek onze website <https://cfasociety.nl/en/vbajournaal>.

# Toekomst van ESG beleggen: Trends, innovaties en uitdagingen voor rendement en verantwoording

Wij kijken terug op een enerverend geopolitiek en beleggingsjaar. Ook 2025 lijkt weer een jaar te worden waarin interessante geopolitieke en economische ontwikkelingen een grote rol gaan spelen op de financiële markten. Dat begint al in januari als Donald Trump in het zadel komt in Washington. We zijn benieuwd wat hij voor de wereldburgers en specifiek voor beleggers in petto heeft, niet in de laatste plaats gerelateerd aan zijn beleidsvoornemens mbt ESG en vooral klimaat.

Dit themanummer focust zich op deze laatste onderwerpen. ESG is al jaren een belangrijk onderwerp voor financiële markten en beleggers. Nederlandse instellingen nemen daarin vaak het voortouw internationaal. Echter, er is ook steeds meer sprake van een tegenbeweging vanuit de politiek en het bedrijfsleven. Hoe beleggers omgaan met onderwerpen als klimaatrisico's, impactbeleggen en engagement komt aan bod in een aantal bijdragen in dit nummer.

De bijdrage van Yvonne Janssen en Jan Bertus Molenkamp (Impact Orange Partners) beschrijft hoe impact geïntegreerd kan worden in het beleggingsproces. Daarbij doorlopen ze de verschillende fases in het proces en geven ze concrete ideeën hoe impact in iedere fase een plek gegeven kan worden om zo te komen tot impactintegratie.

Robbert Lammers (MN), Sam Radford (Ortec Finance) en Vincent Verkerk (MN) belichten in hun bijdrage de ontwikkeling van een ESG-attributiemodel. Dit model biedt beleggers cruciale inzichten in de impact van hun keuzes op milieu, maatschappij en governance. Door ESG-data te integreren met financiële prestaties, wordt een stap gezet richting meer duurzame en verantwoorde beleggingsbeslissingen.

In hun bijdrage ontkrachten Guido Baltussen, Milan Vidojevic en Bart van Vliet (Northern Trust) vijf veelvoorkomende misvattingen over klimaatneutraliteit in beleggingsportefeuilles. Door empirische analyses tonen de auteurs hoe beleggers klimaatdoelstellingen rondom CO<sub>2</sub>-reducties kunnen realiseren zonder grote sectorrisico's of hoge actieve risico's, en dat klimaat- en rendementsdoelstellingen effectief hand in hand kunnen gaan.

Durga Shankar, Gaston Siegelaer en Hendro Sugand (APG AM) hebben de verschillen in rendement tussen ESG-aandelenstrategieën en traditionele benchmarks nader onderzocht. In hun analyse worden verschillende niveaus van ESG-integratie gekoppeld aan bekende stijlfactoren en macro-economische variabelen.

We hebben een interview gehouden met Jane Ambachtsheer (BNPP AM). Zij heeft decennialang ervaring met duurzaamheid. Zowel vanuit een rol als consultant voor institutionele beleggers als hoofd van de duurzaamheidsafdeling van een wereldwijde asset

manager. Met haar bespreken we allerlei ontwikkelingen. Conclusie is dat duurzaamheidsintegratie uitdagend is, maar ze is positief over de voortgang die is en kan worden gemaakt.

Jurgens-Boot en Arno Knijnenberg (Boot Advocaten) geven lezers inzicht in de onderlinge samenhang van verschillende duurzaamheidsregels en wijzen daarbij op belangrijke raakvlakken. Dit juridische perspectief wordt verder versterkt door recente gerechtelijke uitspraken te betrekken.

Colin Tissen (PGGM) laat zijn licht schijnen op de zin en onzin van betrokken aandeelhouderschap. Colin verwerkt zowel zijn ervaring in de praktijk als zijn academische affiniteit in zijn bijdrage, en hij komt tot vier aanbevelingen om de impact van betrokken aandeelhouderschap op duurzaamheid te vergroten.

In zijn column benadrukt redactielid Rik Klerkx opnieuw het belang van het onderscheiden van klimaatrisico's en klimaatimpact.

In de rubriek Wetenschappelijk Talent dit keer aandacht voor Kayshani Gibbon, promovendus aan de Universiteit Utrecht. Haar onderzoek is gedeeltelijk gesponsord door de CFA Society Netherlands. Haar bijdrage gaat over ESG-naamsveranderingen van beleggingsfondsen. Hiermee heeft ze eerder dit jaar de best-paper-award gewonnen bij de GRASFI-conferentie in Singapore, uitgereikt door Jane Ambachtsheer.

Redactielid Mark Geene heeft een kritische boekbespreking gemaakt van het laatste boek van Michael Lewis over de opkomst en neergang van FTX en Sam Bankman-Fried en de bredere lessen mbt 'celebrity investing' voor beleggers.

Daarnaast zijn we als redactie van het VBA Journaal ook trots en vereerd dat CFA Society Netherlands is uitgeroepen tot *Outstanding CFA Society* door CFA Institute. Deze prijs werd onlangs uitgereikt door Margaret Franklin, CFA, tijdens de *global Society Leadership Conference* in Montreal. Deze prestigieuze erkenning onderstreept de verschillende initiatieven van CFA Society Netherlands, waaronder ook de gepubliceerde bijdragen in het VBA Journaal, dat bijdraagt aan vooruitgang in de Nederlandse en internationale beleggingswereld.

Wij wensen u een goed 2025 en veel leesplezier toe!

Mark Geene  
Dirk Gerritsen  
Roy Hoevenaars  
Rik Klerkx

# ALM in een veranderende pensioenwereld

De eerste donderdag van november is traditioneel nationale ALM dag van CFA Society Netherlands en dit jaar verzamelden op 7 november ruim 100 deelnemers zich in Euronext voor een dag waarop ALM en alles dat ALM raakt centraal stond. De deelnemers waren voor ca. 40% afkomstig van pensioenfondsen, 30% vanuit asset managers, 15% verzekeraars en 15% consultants en andere groepen. Het voordeel van zo'n grote groep ALM-ers bij elkaar is natuurlijk wel dat de mogelijkheid voor netwerken ruim aanwezig was. De hoeveelheid participanten had ongetwijfeld te maken met de actualiteit waarin vrijwel alle pensioenfondsen, verzekeraars en asset managers erg intensief bezig zijn met alle veranderingen als gevolg van het Nederlandse wet pensioenen (Wtp), hetgeen het hoofdthema van dit 2024 ALM seminar vormde.

De ochtendsessies gingen in op praktische aspecten van de invoering van de Wtp zoals de ervaring van de "voorlopers", dynamisch beleggen en analyses van de solidariteitsreserve. De middagsessie behelsde de mogelijke LDI (Liability-driven Investing) impact, een overzicht van de introductie van CDC systemen in het Verenigd Koninkrijk en een algemene lange-termijn blik op de wereldeconomie.

De dagvoorzitter was ook dit jaar ALM-guru Martijn Vos (Ortec) die er een flink tempo inhield en continu de zaal aanspoorde tot, vaak prikkelende, vragen voor de sprekers.

Dick Boeijen (PGGM) was de eerste spreker. Als een van de 3 B's (Dick Boeijen, Jan Bonenkamp en Bas Werker) stond hij aan de wieg van de solidaire premieregeling (SPR) en deelde hij zijn enthousiasme daarover met de zaal terwijl hij ook de nodige kritische kanttekeningen plaatste, met name over onbedoelde technische complicaties die soms algemene discussies onnodig overschaduwden.

In de hieropvolgende panelsessie bespraken Chantal de Groot (Ortec), Cees Harm van den Berg (APG) en Rutger van Asselt (Sprekels) "Inzichten van de voorlopers (i.e. de fondsen die per 2025 gaan invaren)". Hierin kwam onder andere naar voren dat:

- De hele sector, al doende, nog veel moet leren over invaren
- Evenwichtigheidsanalyses lastig kunnen zijn, zeker indien er veel sensitiviteitsaspecten doorgerekend dienen te worden

- Structuren voor het beschermen van dekkingsgraden voor de periode tot aan de invaardatum interessant kunnen zijn, maar dat ingeval van swaption en put-opties de complexiteitsaspecten voor besturen niet onderschat mogen worden.

Gosse Alserda (Aegon AM) besprak de dynamiek van een optimale lifecycle met een solidariteitsreserve waarbij hij liet zien dat zelfs een kleine solidariteitsreserve al tot aanzienlijk lagere verlagingskansen leidt. Door het lagere risico kan meer beleggingsrisico worden genomen, wat helpt bij het koopkrachtig houden van de pensioenuitkering. Dynamisch beleid op basis van de vulling van de reserve levert echter niet zo veel op.

Roel Mehlkopf (Cardano & TIAS business school) kwam met de opzienbarende en tevens geruststellende mededeling dat er "geen lijken in de kast liggen" t.a.v. een mogelijk scheef waarde voor degenen die bijdragen aan de solidariteitsreserve en wie er waarschijnlijk profijt van zullen hebben. Roel kon dit concluderen aan de hand van zeer recentelijk uitgevoerd onderzoek aan TIAS onder zijn leiding.

Jeroen van Bezooijen (PIMCO) presenteerde een uitgebreide studie naar de mogelijke impact van Wtp op de staatsobligatie- en swapmarkt. Alles is uiteraard onzeker, maar de mogelijke veranderingen in het hedgegedrag van Nederlandse pensioenfondsen worden door PIMCO in een base case

scenario ingeschat op het equivalent van zo'n EUR 200mrd 30-jaar equivalent notional, waartegenover typisch zo'n jaarlijkse EUR 600mrd kortere-duratie staat (in alle EUR landen tezamen). Oftewel, de impact van de Nederlandse transitie kan zeer materieel zijn en pensioenfondsen doen er goed aan te denken over de timing van hun aanpassingen van hun hedge profielen.

Ronald Heijn (Pensioenfonds PGB) benadrukte sterk dat pensioenfondsen anders moeten nadenken over hun communicatie met hun stakeholders. Met name de communicatie vanuit het perspectief "als u het niet begrijpt, leggen we het nog een keer uit" zou vervangen moeten worden door een beter luisteren naar de klant. Hierdoor kan men meer intrinsiek redeneren vanuit de klant. Tevens dient, daar waar mogelijk, het reduceren van complexiteit bewerkstelligd te worden.

Het ALM congres probeert vaak een spreker uit het buitenland aan te trekken om een beter begrip te krijgen voor buitenlandse pensioenfondsontwikkelingen. Hierbij dient overigens aangemerkt te worden dat hoewel de doelstelling internationaal dezelfde is – het verzorgen van goede pensioenen tegen acceptabele kosten, per land toch fors verschillende systemen bestaan. Professor David Pitt-Watson (Cambridge Judge Business School) gaf een historisch overzicht van de ontwikkelingen in het Verenigde Koninkrijk (VK) waarbij ook



de VK regeringsval in 2022 mede als gevolg van een snel verslechterende liquiditeitspositie van de VK pensioenfondsen aan de orde kwam. Vervolgens lichtte hij het project toe dat hij op verzoek van de VK regering had uitgevoerd waarbij met name de voordelen van CDC naar voren kwamen – mede door ook "lessons learned" vanuit de Nederlandse Pensioenfondsensector mee te nemen. Onlangs werd in de VK ook het eerste CDC pensioenfonds, dat van Royal Mail, opgericht.

Als afsluitende spreker gaf Nick Kounis (ABN AMRO) zijn lange-termijn inschattingen voor de economie. Hij concentreerde zich hierbij op 3 hoofdthema's: demografische, klimaat- en technologische ontwikkelingen en lichtte de verschillen hierin toe uitgesplitst in de belangrijkste regio's ter wereld. Hierdoor hadden alle deelnemers naast nogal wat Wtp ontwikkelingen en zorgen ook behoorlijk wat andere invalshoekinzichten om te overwegen ten aanzien van hoe de wereld mogelijk kan veranderen.

*Helmut Cardon, namens de ALM commissie*

## Afscheid Eric Mathijssen als voorzitter van de ALM commissie van CFA Society Netherlands

Op het einde van het seminar werd door Jori Arts (als nieuwe voorzitter) en Helmut Cardon (secretaris) een uitgebreid dankwoord gericht tot Eric Mathijssen. Eric is sinds 2006 lid van de commissie en is de afgelopen 13 jaar voorzitter geweest. Eric nam het stokje over van Niels Kortleve die op zijn beurt de op het congres aanwezige eerste voorzitter van de commissie, Dick Wenting, opvolgde. Er werd stilgestaan bij de vele verdiensten van Eric, met name zijn verbindende rol gecombineerd met diepe ALM kennis in de sector en zijn veelzijdige rol als co-organisator van ALM congressen. Omdat hij nu meer tijd kan besteden aan een andere passie, extreem duurlopen, kreeg hij daar literatuur voor aangeboden door de commissieleden.



## In Memoriam

### Jaap Koelewijn

Hoewel niet onverwacht, zijn wij geraakt door het overlijden van Jaap Koelewijn afgelopen oktober.

Jaap was gedurende 8 jaar hoofdredacteur van het VBA Journaal. Onder zijn leiding is het VBA Journaal verder geprofessionaliseerd. Belangrijker nog is dat hij zijn rol met toewijding en een flinke dosis humor vervulde. Wij koesteren warme herinneringen aan de vergaderingen met hem.

Jaap heeft een indrukwekkende carrière doorlopen, zowel op wetenschappelijk gebied als binnen de financiële sector. Hij heeft meerdere boeken op zijn naam staan, was enkele jaren de vaste columnist bij een Nederlandse krant en trad regelmatig op als commentator in de media of als spreker op evenementen.

Zowel professioneel als privé was Jaap een sprankelende en bevlogen persoonlijkheid, die een discussie over economische ontwikkelingen of gedrag niet schuwde, maar daarbij altijd respectvol optrad.

*Leden van de redactie VBA Journaal*

## AGENDA

22 januari 2025  
Nieuwjaarsreceptie

# Strategische diversiteit en de relatie tot de groeicurve van bedrijven

*Richard Robertson en Ronald Heijn*

If you are not aggressive, you are not going to make money, and if you are not defensive, you are not going to keep money.

*Ray Dalio*

"Goed inzetten van diversiteit kan de collectieve intelligentie van een organisatie vergroten."

Rond de relatie tussen de menselijke bijdrage en het strategische resultaat van bedrijven zijn de laatste tientallen jaren realistische stappen voorwaarts gemaakt. In de wetenschap wordt tegenwoordig veel gesproken over "Strategische Diversiteit."

Nu zijn er diverse vormen van diversiteit, denk bijvoorbeeld aan: gender, leeftijd, ras, cultuur, competenties, etc. De strategische diversiteit van mensen staat geheel los van deze hiervoor genoemde verschillen en kan daarmee tegenstellingen overbruggen.

Strategische diversiteit kijkt naar welke denkstijlen mensen inbrengen. Strategische diversiteit bevat 3 paradoxen: Inhoudsgerichte mensen tot aan mensgerichte mensen; Mensen gericht op innovatie tot aan mensen gericht op beheersing en optimalisatie en niet te vergeten het derde element van strategische diversiteit: Specialisten tot aan mensen die meer holistisch kijken. Een organisatie heeft al deze diversiteiten nodig.

De ontwikkeling van het concept strategische diversiteit begon praktisch in het midden van de jaren negentig met steun uit de USA, de UK, Denemarken en Nederland door HP, KPMG, Novo Nordisk en KPN. De research

baseerde zich op het werk van Nobel Prijs winnaars Lorenz en Tinbergen, Asbhy, Bowlby, en van de Spinozaprijs winnaar IJzendoorn. De research van David Thomson (Nortel Networks, HP, from McKinsey & Company) naar 1700 IPO's, gepubliceerd in de best-seller *Blueprint to a Billion*, liet zien dat bij een groei naar méér dan een miljard omzet of meer, één van de kritische succesfactoren was matchen van teamleden aan de fase van de levenscyclus van producten en bedrijven (groeicurve, S-curve).

De inmiddels tachtigjarige periode van research laat zien dat drie, statistisch onafhankelijke aspecten van de groeicurve (S-curve) kritisch bijdragen hoe mensen en

**Richard Robertson**  
Human Insight



**Ronald Heijn**  
Nyenrode Behavioral Governance Program



teams van nature hun keuzes bepalen en acties vormgeven: in welke fase(n) draagt iemand, in hoeveel fasen, en tenslotte aan welke groeicurve een teamlid bijdraagt.

### Het eerste aspect is in welke fase van een groeicurve iemand bijdraagt aan deze groeicurve

Dit aspect is geïllustreerd door Dalio's citaat, namelijk hoe en in welke mate mensen geneigd zijn vooruitstrevende of defensieve keuzes te maken. Meer formeel gaat dit over het aspect of mensen exploratief, operationeel of optimaliserend gericht zijn.

### Het tweede aspect is in hoeveel fasen van een groeicurve iemand bijdraagt

Deze vraag gaat over hoe diep iemand zich van nature specialiseert om iets heel goed te kunnen of meer als generalist functioneert. Wetenschappelijk gaat het dan over het managen van complexiteit door diep de materie in te gaan of meer breed en holistisch te gaan.

### Het derde aspect is in welke groeicurve iemand bijdraagt

Dit aspect gaat over de vraag in welke mate iemand meer mens gericht, of meer materie gericht is.

---

## GOED INZETTEN VAN DIVERSITEIT KAN DE COLLECTIEVE INTELLIGENTIE VAN EEN ORGANISATIE VERGROTEN

---

Een doorbraak in de bovengenoemde research is de ontdekking dat mensen zich emotioneel kunnen hechten aan inhoud en anderen zich op eenzelfde manier emotioneel kunnen hechten aan mensen. Het Engelse woord "attachment" verwijst hier naar een natuurlijke voorkeur voor relationele en emotionele aspecten aan de ene kant versus een natuurlijke voorkeur voor feitelijke en inhoudelijke aspecten aan de andere kant.

### Strategische diversiteit, een oefening

Om voor jezelf even te voelen hoe je kijkt naar een vraagstuk; stel jezelf eens een paar vragen:

- Haal je je energie uit verdiepen in de inhoud, of haal je je energie uit spreken met mensen?
- Hou je meer van veranderen, hou je meer van doen, of hou je meer van optimaliseren?
- Krijg je energie van specialisme of kijk je liever meer op afstand naar het gehele vraagstuk van een organisatie?

Met andere woorden: hoe kijk jezelf en van nature tegen de Groeicurve aan en hoe dragen de mensen om je heen hier optimaal aan bij?

De groeicurve kent altijd een vast patroon: zij begint met langzame groei, gaat dan versnellen en uiteindelijk weer vertragen. Aanvankelijk vraagt groei veel investeringen, testen en flexibiliteit, terwijl tastbare resultaten uitblijven. Zodra de eerste successen zichtbaar worden, verschuift de focus van exploratie naar operatie met meetbare resultaten. Dit leidt tot structurele groei en verdere versnelling. Uiteindelijk gaat de organisatie over naar optimalisatie, gericht op maximale winst, kwaliteit en efficiëntie. Exploratie maakt plaats voor verfijning en routine, maar groei vertraagt door marktverzadiging, veranderende klantwensen, meer regelgeving naarmate bedrijven groter zijn en veranderingen in concurrentie. Vaak zijn de meest gebruikte woorden aan het einde van de levenscyclus: efficiency, effectiviteit, schaalvergroting en er is intern sprake van een machtsstrijd. De uitdaging is om binnen deze rigide structuur een transformatie in te zetten en een nieuwe groeicurve te starten; op organisatieniveau of voor een specifiek product of dienst. Vergeet hierbij niet dat een nieuwe groeicurve altijd met een droom begint; het einde van een groeicurve lijkt meer op een bureaucratie. Was het oude adagium niet: om te groeien, moet je in die laatste situatie gaan snoeien?

### Beleggen met behulp van strategische diversiteit

Tot zover een kort stukje theorie; laten we het nu eens vertalen naar de wereld van beleggen in zakelijke waarden. Specifiek doelen we hier op het actief selecteren van aandelen. Ook hier kijken we vaak naar de

Groei-Curves van bedrijven. De levenscyclus van bedrijven beweegt zich van start-ups in de richting van groeiaandelen tot waarde-aandelen en uiteindelijk tot beleggingen in bedrijven die zich niet meer kunnen aanpassen aan de veranderingen in de buitenwereld.

Het beoordelen van beleggingen in zakelijke waarden is in de kern een strategisch vraagstuk rondom groeicurve management, en wat jouw visie hierop is zal mede ingegeven worden door *jouw* natuurlijke strategische diversiteit.

In de research van Thomson komt naar voren dat de waarde proposities die leidden tot de grote successen in Silicon Valley komen van mensen die in de regel extreem sterk attached zijn aan de inhoud en materie en niet tot nauwelijks aan mensen.

---

## HET BEOORDELEN VAN BELEGGINGEN IN ZAKELIJKE WAARDEN IS IN DE KERN EEN STRATEGISCH VRAAGSTUK RONDOM GROEICURVE MANAGEMENT

---

Als belegger kunt u drie vragen stellen om het bovenstaande in de praktijk te brengen:

- Wat is mijn natuurlijke strategische bijdrage aan de groeicurve, hoe beïnvloedt deze mijn manier van analyseren en samenwerken en wat voor mensen heb ik nodig om mij veilig te laten voelen en om mij uit te dagen en aan te vullen?
- Wat is mijn natuurlijke manier van tegen organisaties aankijken; waar zal mijn focus naartoe gaan en wat zie ik mogelijk over het hoofd?
- Hoe ziet de strategische diversiteit in mijn team of mijn organisatie eruit, wat voor bijdragen hebben wij momenteel en waar liggen nog gaten en wat zijn de krachten en uitdagingen voor ons team waar het gaat om het bespreken en managen van onze portefeuille?

Het samenstellen en managen van een succesvolle investeringsportefeuille zal altijd een uiterst complexe uitdaging blijven

maar deze vragen kunnen een aanzet geven om te reflecteren op jouw natuurlijke strategische bijdrage en de (volledige) strategische diversiteit in jouw team of in je organisatie.

### Een praktijkvoorbeeld van strategisch kijken naar een beleggingsvraagstuk

Eén van de meest controversiële aandelen van de laatste jaren is zondermeer het aandeel Tesla; de taxaties die analisten het aandeel meegeven ligt op moment van schrijven tussen de 20 en 2.600 dollar. Is Tesla nu een autofabrikant die mogelijk al over de top heen is en zich vooral moet focussen op efficiëntie? Of is het een tech-bedrijf dat haar ware potentie nog moet ontsluiten met een mogelijke waarde die 10x zo groot als die vandaag de dag? Met andere woorden, moet de koerswaarde bepaald worden aan de hand van hoeveel auto's zij levert en nieuwe modellen zij produceert of door, bijvoorbeeld, hun potentiële impact rondom AI? Tesla is begonnen als autofabrikant; dit is haar huidige groeicurve. Waar Tesla echter de nadruk op legt is het bouwen van de volgende groeicurve. Tesla stelt dat de autoproduktie slechts het begin is van het verhaal en dat de echte meerwaarde ligt in de technologie; de zelfrijdende auto, de Optimus robot, de energie-opslag, de batterij innovatie, et cetera.

Investeerders als Cathie Wood juichen dit toe: zij stellen dat de huidige groeicurve louter dient om de volgende te bekostigen.

---

## ALLEEN MET EEN OPTIMALE STRATEGISCHE DIVERSITEIT KAN EEN DIALOOG EN EEN SAMENWERKING ONTSTAAN DIE DE COMPLEXITEIT VAN BELEGGINGS VRAAGSTUKKEN VAN ALLE KANTEN BELICHT

---

Als individuele belegger met onze eigen unieke denkstijl met alle biases en blinde vlekken die daarbij horen is het onmogelijk om alle inzicht te krijgen in bovenstaande vragen rondom het Aandeel Tesla; alleen met een optimale strategische diversiteit kan een dialoog en een samenwerking ontstaan die deze complexiteit van alle kanten belicht en alle betrokkenen op een constructieve manier uitdaagt en aanvult.

Vragen die bij de diversiteit van een beleggingshuis horen zijn net als bij iedere andere relevante professionele industrie noodzakelijk: Hoe ziet onze diversiteit eruit? Hoe zal deze diversiteit onze dialoog beïnvloeden? Wat zal onze dynamiek zijn? Waar letten wij van nature op en waar leggen wij (te) weinig nadruk op? Wat zien we niet? Welke bijdrage missen wij in ons team? En natuurlijk; hoe kunnen wij onze diversiteit zo optimaal mogelijk inzetten?

De strategische diversiteit vaststellen van een bedrijf, of een team is vandaag de dag heel eenvoudig.

Inmiddels wordt dit ondersteund door software en AI en is op het moment van schrijven beschikbaar in zestien talen. Wij zijn van mening dat het zinvol kan zijn om hieraan te werken. Bedenk dat hechten aan inhoud emotioneel net zo sterk kan zijn als het hechten aan mensen, en dit fenomeen maakt het niet alleen in teams, maar ook tot een essentieel HR-vraagstuk om de organisatie een goede balans te laten houden tussen een competitieve inhoudelijke en een competitief marktgerichte strategie.



# Impactintegratie: laten we beginnen!

Yvonne Janssen en Jan Bertus Molenkamp

## INLEIDING

**Lao Tzu:** "If you do not change direction, you might end up where you are heading."

De vraag is niet óf onze investeringsbeslissingen impact hebben, maar of ze de gewenste impact hebben. Een totale portefeuille benadering zien we nog weinig, omdat onduidelijk is wat impactbeleggingen doen met het risk-return profiel van de portefeuille. En hoe meet je impact dan? Dit leidt vaak tot een voorzichtig begin met impactbeleggen via een specifiek 'bakje' of binnen bepaalde asset categorieën.

De vraag is, hoe komen we tot een proces waarbij we impact een bewuste plek geven in onze beleggingscyclus, het governance model en verantwoording op basis van KPI's? Met andere woorden, hoe komen we tot impactintegratie – een logische stap na ESG-integratie? Dat vereist een weloverwogen beleggingsstrategie, waarin impact samen met rendement, risico en kosten meegewogen wordt. Zo is impact niet langer een afzonderlijk, maar strategisch geïntegreerd element van de beleggingsfilosofie van de institutionele belegger.

In een recent rapport van de GIIN (Global Impact Investing Network)<sup>1</sup> wordt de huidige, verkennende aanpak van impact bij Institutionele Asset Owners (IAO's) onderschreven. Volgens de GIIN kan het creëren van een geïsoleerde impactportefeuille

('bakje') binnen een grote pensioen- of verzekeringsportefeuille een eenvoudig uitgangspunt bieden, maar brengt een meer geïntegreerde aanpak met behulp van een 'impactlens' voordelen met zich mee, omdat zo:

- kapitaal binnen en tussen alle relevante beleggingscategorieën gebruikt kan worden om meer mogelijkheden voor impact na te streven dan het geval is met een beperkt mandaat;
- een hogere mate van diversificatie binnen impactstrategieën bereikt kan worden; en
- een grotere impact gerealiseerd kan worden naast financieel rendement, in het belang van de deelnemers.

In dit artikel betogen wij dat impact geïntegreerd kan worden in het beleggingsproces. Om deze claim te onderbouwen doorlopen we de verschillende fases in het beleggingsproces en presenteren we concrete ideeën hoe impact in iedere fase een plek gegeven kan worden om zo te komen tot impactintegratie.

## IMPACT: REAL WORLD CHANGE

Waar hebben we het eigenlijk over als we het hebben over impact? Waar het bij ESG gaat om in het beleggingsproces meewegen van risico's op het gebied van milieu, maatschappij en goed bestuur, gaat het volgens de Global Impact Investing Network (GIIN) bij impact om beleggingen die worden gedaan met de intentie om naast financieel rendement ook een positieve, meetbare sociale en/of milieu-impact te genereren.<sup>2</sup> Wij denken dat het bij impactbeleggen gaat om het beschikbaar maken van

**Yvonne Janssen**  
Senior impact adviseur bij Impact Orange Partners met meer dan 15 jaar ervaring in duurzaamheid- en impactstrategie in het bedrijfsleven, onderwijs en de financiële sector

**Jan Bertus Molenkamp**  
Partner bij Impact Orange Partners met meer dan 30 jaar ervaring in asset management bij o.a. Van Lanschot Kempen en MN



kapitaal voor de maatschappelijke veranderingen die het hardst nodig/het meest belangrijk zijn.<sup>3</sup> De GIIN schat dat op dit moment USD 1.571 triljoen impact Assets under Management (AuM) beheerd worden door meer dan 3.907 organisaties wereldwijd en dat die markt, met name onder grotere institutionele beleggers, de komende jaren zal groeien.<sup>4</sup>

Impact gaat over *real world change*; veranderingen in de echte wereld, die meetbaar en materieel bijdragen aan de oplossing van de maatschappelijke uitdagingen van deze tijd. Dat zou de beleggingsdoelstelling van impactbeleggen moeten zijn. Het bouwen van ‘groene’ portefeuilles, die niet bijdragen aan veranderingen in de echte wereld, is voor impactbeleggen dan ook niet toereikend. Evenmin is het een goede impactbelegging als er real world change wordt gerealiseerd zonder tegelijkertijd een goed financieel rendement te waarborgen.

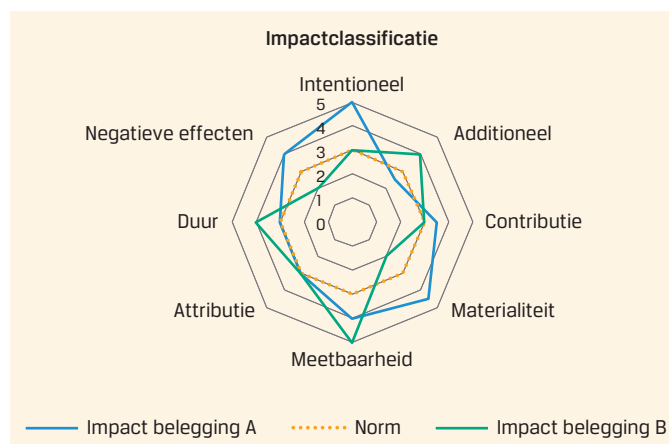
### DE VRAAG IS NIET ÓF ONZE INVESTERINGS-BESLISSINGEN IMPACT HEBBEN, MAAR OF ZE DE GEWENSTE IMPACT HEBBEN

De *theory of change* brengt de beoogde real world change van de impact beleggingen in beeld en geeft de relatie weer tussen activiteiten, impactdoelstellingen en behaalde outcomes/resultaten. De *theory of change* is het uitgangspunt voor de impactverantwoording op basis van heldere KPI's en gemeten door een *impact measurement and management* (IMM) systeem.

Bij het beoordelen van de schaal van de impact van de belegging zijn de volgende 8 dimensies (van weinig naar veel) van belang, zoals weergegeven in onderstaande figuur:

- Bij intentionaliteit gaat het erom dat er een *theory of change* is geformuleerd. Er moet zowel intentie zijn van impact als van financiële return (anders is het geen impactbelegging).
- Additionaliteit stelt dat de impact behaald met de impactbelegging groter moet zijn dan de resultaten die met ‘normale beleggingen’ sowieso gerealiseerd zouden worden.
- Bij contributie gaat het er om in welke mate je als belegger een actieve maatschappelijke bijdrage levert (bijvoorbeeld engagement, signalering).<sup>5</sup>
- Waar het om gaat bij materialiteit is: wat telt, voor wie, wat moet er worden gerapporteerd en in welke mate?
- De volgende relevante vraag is in hoeverre het beoogde impacteffect (onafhankelijk) meetbaar is.
- Bij attributie wordt inzichtelijk gemaakt aan wie of wat de impact kan worden toegerekend rekening houdend met effecten die anderen ook realiseren (*alternative attribution*).
- Duur geeft weer in welke mate impact tijdelijk of langdurig is, eenmalig of continu.
- Hoewel het doel van impactbeleggen positieve impact is, moeten ook de (eventuele) negatieve effecten van de impact-investering in beeld worden gebracht.

Figuur 1  
Impactclassificatie<sup>6</sup>



### PAST IMPACTBELEGGEN BIJ DE DOELSTELLING VAN EEN PENSIOENFONDS?

**Benjamin Graham:** "To be an investor you must be a believer in a better tomorrow."

Lange termijnisme is de opvatting dat het positief beïnvloeden van de toekomst op de lange termijn een belangrijke morele prioriteit is.<sup>7</sup> En het positief beïnvloeden van de toekomst op de lange termijn is precies waar het bij impactbeleggen om gaat.

Impactbeleggen past bij een op lange termijn gerichte, integrale beleggingsfilosofie van een institutionele vermogensbeheerder. Het sluit namelijk feilloos aan bij de lange termijnbeleggingshorizon van onder andere pensioenfondsen. Deelnemers geven in steeds meer deelnemersonderzoeken aan het belangrijk te vinden dat beleggingen zijn gericht op de lange termijn en bijdragen aan het oplossen van onze maatschappelijke uitdagingen.<sup>8</sup> Bij sommige pensioenfondsen mag dit van deelnemers zelfs ten koste gaan van het financiële rendement of ertoe leiden dat het rendement zich over een langere horizon manifesteert.

Wanneer een pensioenfonds besluit om met impactbeleggen te starten, bijvoorbeeld met een allocatie naar impactbeleggingen, dan is zonder impact te integreren in de beleggingsaanpak het risico zeer groot dat er inconsistentie en willekeur ontstaat in de beoordeling van risico's, kosten, rendement én (positieve en negatieve) impact. Het is dan namelijk geen weloverwogen impactstrategie waarbij bedoelde en onbedoelde effecten van beleggingen worden meegewogen in beleggingsbeslissingen, waardoor de behaalde positieve én negatieve resultaten meer geluk (of pech) dan wijsheid zijn.

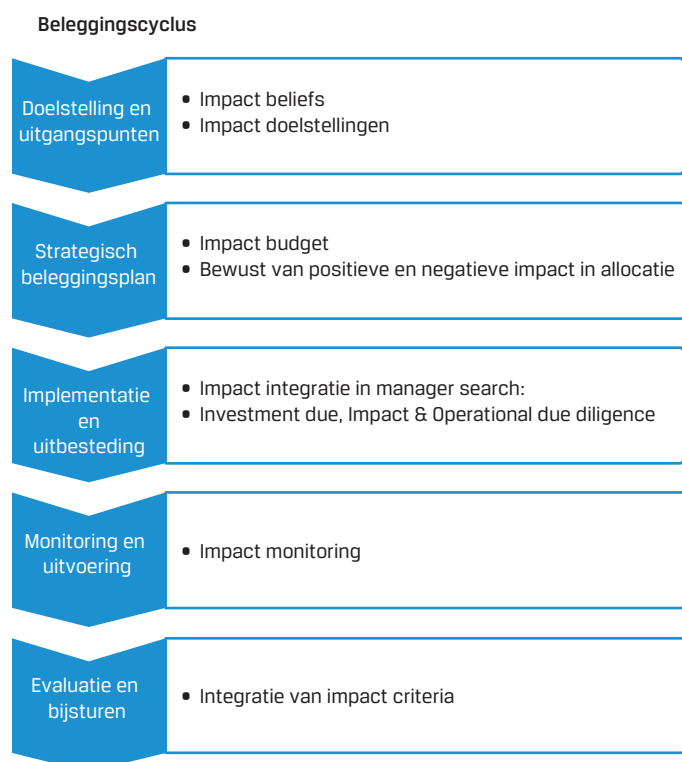
Om impact te integreren in het governance model, het beleggingsproces en de verantwoording op basis van concrete KPI's, is het van belang het een plek te geven in de *investment beliefs*, ofwel *impact beliefs* van de institutionele belegger. *Impact beliefs* zijn een geïntegreerd onderdeel van de *investment beliefs* en geven aan hoe een investeerder omgaat met positieve en negatieve impact van beleggingen op mens, milieu/het klimaat/de natuur en de planeet.

Een mooi voorbeeld van hoe *impact beliefs* eruit zouden kunnen zien, komt van *On Impact*.<sup>9</sup> Weliswaar geen institutionele belegger, maar de geest van de volgende 5 van hun 8 *impact beliefs* zouden weldegelijk naar de context van een institutionele belegger vertaald kunnen worden:

2. When weighing business and investment decisions, we must adopt a new paradigm of risk-return-impact.
3. It is possible to do well and do good at the same time. In fact, we can deliver better returns because of impact, rather than in spite of it.
4. Impact can be measured and compared. We need to standardize measurement and fold it into decision-making across our society to amplify results.
5. We must come together to adopt pay-for-success impact models, to prevent social problems from arising. This improves lives, while governments and philanthropy save money.
6. We must shift to measuring outcomes, not activities. Instead of measuring an organization's time and dollars spent, and countries and people reached, let's measure the actual improvement made to lives and the environment.

De volgende stap is het vaststellen van een impactbudget en een methode om de impact te meten en er verantwoording over af te leggen in de verschillende rapportages. In het beleggingsproces moet bij iedere beleggingsbeslissing standaard een afweging gemaakt worden tussen risico, rendement, kosten én impact. Op deze manier wordt impact een integraal onderdeel van de beleggingsstrategie en komen we tot impactintegratie.

Figuur 2  
Beleggingscyclus; vrij naar de DNB<sup>10</sup>



## IMPACT: VAN ASSET-LIABILITY MANAGEMENT (ALM) TOT EVALUATIE

Het beleggingsbeleid zal worden gebaseerd op de doelstellingen en uitgangspunten, waaronder we ook *investment* en *impact beliefs* scharen. Dit geeft een handelingsperspectief voor beleids- en implementatiestappen. In figuur 2 worden de impactelementen gekoppeld aan de stappen in de beleggingscyclus. Deze zullen hieronder worden besproken.

### ALM

In de huidige ALM-modellen wordt ten aanzien van beleggingen vooral gebruik gemaakt van langjarige economische en rendementreeksen. Hiermee worden verbanden geschat tussen rendementen (lineaire en niet-lineaire correlaties) en risico's (volatiliteit, drawdowns etc.). Als belangrijke input worden verwachtingen ten aanzien van groei, inflatie en risicopremies geformuleerd. Impact is hier nog geen onderdeel van en er zijn ook geen impactmaatstaven; behalve als je impact definieert als het rendement voor je deelnemers.

## IMPACT GAAT OVER *REAL WORLD CHANGE*; VERANDERINGEN IN DE ECHE WERELD, DIE MEETBAAR EN MATERIEEL BIJDAGEN AAN DE OPLOSSING VAN DE MAATSCHAPPELIJKE UITDAGINGEN VAN DEZE TIJD

Over het wel of niet meenemen van impact in ALM valt te discussiëren. In een aantal benaderingen wordt ALM niet meegenomen (bijvoorbeeld Lomborg, 2023).<sup>11</sup> Echter, als we zeggen dat impact thuishoort in een integrale beleggingsstrategie, dan lijkt het logisch om impact ook te integreren in de ALM-studie. Voornamelijk vanwege het belang van ALM in het algemeen bij het beoordelen van nieuwe beleggingsmogelijkheden (procesvereiste).

Nu al vindt het thema klimaat zijn weg naar de ALM-studie, vaak als een scenario-analyse. Dit is mogelijk omdat er een vertaling is gemaakt van klimaatrisico's naar financiële consequenties. Zou dit ook mogelijk zijn met andere impact onderwerpen, zoals biodiversiteit en sociale gelijkheid? Voor biodiversiteit lijkt een financiële vertaling mogelijk, maar voor sociale gelijkheid blijkt het vooralsnog minder duidelijk hoe deze vertaling eruit zou kunnen zien.

Stel nou dat we zinvolle impactmaatstaven mee zouden kunnen nemen in de ALM-studie, dan nog stuiten we op de 'grofheid' van de inputs en het ontbreken van historische lange termijnreeksen op impact, om verbanden te kunnen leggen tussen impact, rendement en risico. Als we nog niet zover zijn om impact maatstaven in een ALM studie te integreren, dan zouden we ons in de ALM nu al wél de prognosevraag kunnen stellen: hoe zou het rendement/risico-profiel van een categorie wijzigen als impact hierin meegenomen zou worden? Hieruit zouden

rendement/risico-reeksen kunnen komen die een ander risico (hoger of lager) en een verwacht extra rendement (positief of negatief) zouden kunnen hebben ten opzichte van de traditionele ALM-reeksen. Deze uitkomsten zouden per beleggingscategorie kunnen verschillen. Als de afwijkingen binnen een beperkte *range* liggen, wat waarschijnlijk binnen de onzekerheidsmarge van de originele reeksen ligt, dan zouden ALM-conclusies niet meteen geraakt worden en zou het impactvraagstuk op het strategische of implementatieniveau behandeld worden.

Een noot ten aanzien van de verwachte rendementen en risico's, die in de klassieke ALM-studie worden meegenomen; bij analyses van portefeuilles op biodiversiteitsrisico's valt op hoe groot de negatieve impact van ons menselijk handelen is.<sup>12</sup> Aan deze negatieve impact worden tot op heden niet tot nauwelijks kosten toegekend, die mee worden genomen in de rendementsverwachting. Oftewel in jargon: negatieve externaliteiten worden nu niet of nauwelijks geprijsd.<sup>13</sup> Als je dit combineert met het fenomeen dat verwachte rendementen vaak positief gecorreleerd zijn met de historische rendementen (Andonov 2022),<sup>14</sup> dan zou je kunnen stellen dat de verwachte rendementen in ALM-studies op zijn minst 'flawed' zijn. Dit betekent niet meer en niet minder dan dat, nog los van het meenemen van impact, ALM-uitkomsten met de nodige voorzichtigheid en ruimte geïnterpreteerd dienen te worden. Mogelijk positief nieuws, waarmee we in de toekomst wellicht betere inschattingen kunnen maken, is dat we steeds meer informatie krijgen over de impact van ons handelen vanuit de marktprijzen, via onder andere carbon credits en de in ontwikkeling zijnde biodiversity credits.

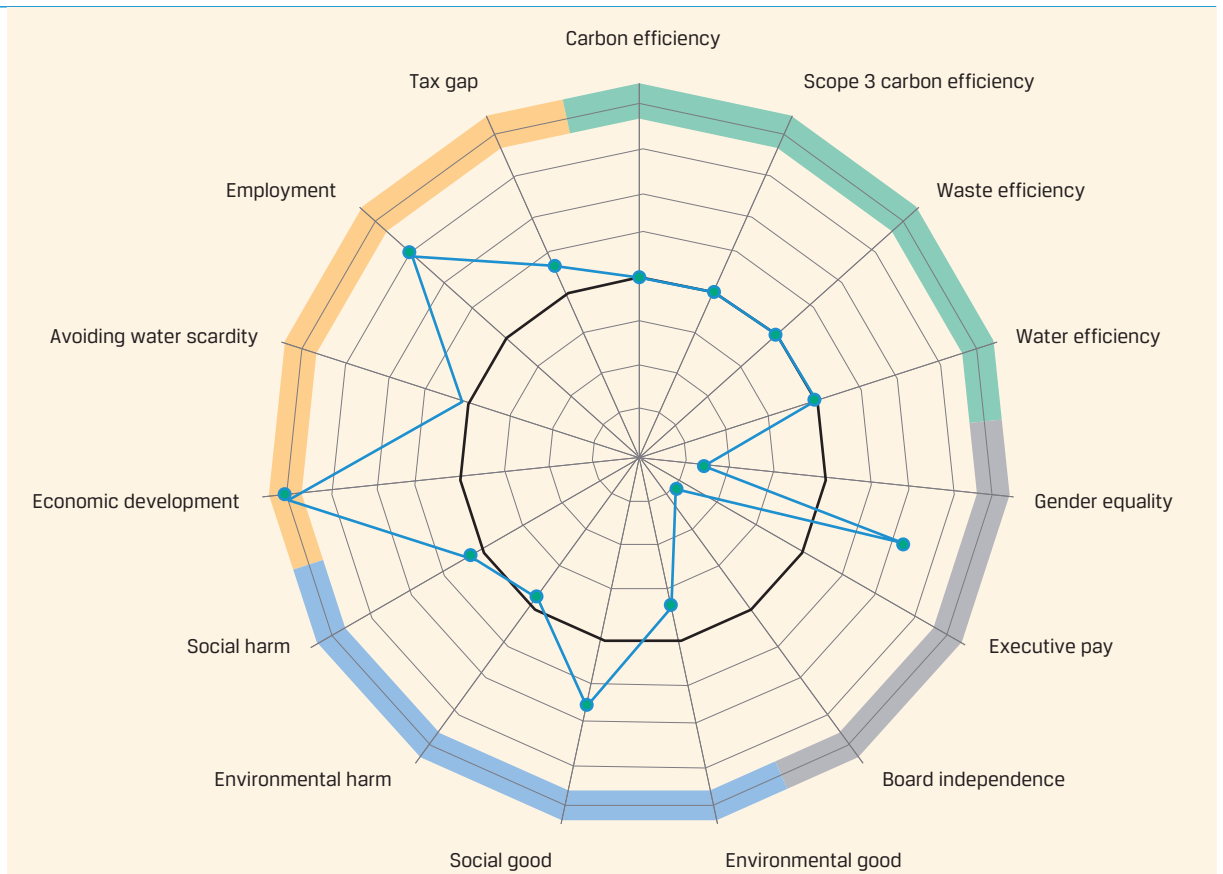
**SAA**

De uitkomsten van een (klassieke) ALM-studie geven aan hoe de *asset mix* er op hoofdlijnen uit zou moeten zien om gegeven de doelstellingen het gewenste rendements-risico profiel te hebben. Eigenlijk geeft de ALM-uitkomst je een soort risicobudget-kader waar binnen je een optimale portefeuille (op basis van risico-rendementverhouding) probeert te realiseren.

**IMPACTBELEGGEN PAST BIJ EEN OP LANGE TERMIJN GERICHTE, INTEGRALE BELEGGINGSFILOSOFIE VAN EEN INSTITUTIONELE VERMOGENSBEHEERDER**

De *impact beliefs* dienen door middel van de portefeuilleconstructie concreet te worden ingevuld. Dat gebeurt in de strategische asset allocatie (SAA). Dit heeft invloed op de impact van de portefeuille. Op het niveau van concrete portefeuilles kunnen we steeds beter de impact meten. Zodra impact wordt meegenomen, naast risico en rendement, kun je, analoog aan het risicobudget, ook denken aan het impactbudget, of, in andere termen, een minimaal impact normenkader wat je meeneemt bij de portefeuille-optimalisatie. Zo'n normenkader zou er uit kunnen zien als in figuur 3, waarbij je op de verschillende impactthema's je norm stelt (binnenste cirkel; zwart) en de portefeuillewaarden daartegen worden afgezet (buitenste figuur; blauw).

Figuur 3  
Impact dimensies  
t.b.v. normstelling<sup>15</sup>



Belangrijk is dat de impact zo consistent mogelijk over beleggingscategoriën gemeten wordt (zie ook paragraaf evaluatie).

Op strategisch niveau kun je met name meten wat het effect is van de verschillende *asset classes* en de keuze voor strategische benchmarks. Bij de implementatie kunnen hier de feitelijke portefeuilles aan toegevoegd worden.

In een eerder VBA-artikel hebben we laten zien hoe impact conceptueel kan worden geïntegreerd in beleggingsbeslissingen door middel van het zogenaamde 3D-beleggen.<sup>16</sup> Binnen de context van traditionele portfolio-optimalisatiemodellen streven investeerders ernaar een portefeuille te vinden met een zo hoog mogelijk verwacht rendement bij een bepaald risiconiveau (of een minimaal risico bij een bepaald verwacht rendement). Dit staat bekend als 2D-beleggen. Door dit probleem op te lossen voor verschillende risiconiveaus, kunnen we een efficiënte grenslijn identificeren. Hetzelfde principe kan ook in een 3D-context worden toegepast, waar je uitkomt op efficiënte grensvlakken, waarin de uitruil tussen risico, rendement en impact plaats kan vinden. Dit blijkt in de praktijk vooral nuttig als een cognitief model, omdat, net als bij een 2D-optimalisatie, 3D-beleggen meestal een te simpele manier is om een portefeuille samen te stellen; daarmee wordt de dynamiek van en tussen de verschillende factoren namelijk niet meegenomen.

## IMPLEMENTATIE

Hierbij gaat het om manager-selectie/mandaatinvulling. Impact moet ook meegenomen worden in de *due diligence* (DD), net als dat gebeurt bij ESG-integratie (bijvoorbeeld conform de uitwerking van het IMVB-convenant). Immers, het feit dat je ervoor kiest om een deel van je AuM te laten beheren door een externe manager, ontslaat je niet van de verantwoordelijkheid erop toe te zien dat de *investment beliefs*, waaronder de *impact beliefs*, en het beleggingsbeleid, inclusief het duurzaam beleggings- en impactbeleid, over de gehele portefeuille wordt toegepast. Dit betekent concreet het formuleren van extra vragen op het gebied van impactintentie, meting, monitoring, rapportage, governance etc. De *Sustainable Finance Disclosure Regulation* schrijft bijvoorbeeld al voor welke negatieve effecten gerapporteerd moeten worden.

Het meenemen van impact als hoofdstuk in de DD leidt niet per definitie tot de selectie van *dedicated* impactmanagers, maar laat zien dat je van je managers verwacht dat zij bij hun beleggingsbeslissingen een aantoonbare afweging maken tussen de dimensies rendement, risico, kosten en impact en hier verantwoording over afleggen in hun rapportage. Ook verwacht je van managers dat zij beschikken over professionals die expertise hebben op het gebied van impact. Het is duidelijk dat deze stappen bij de reguliere managers op dit moment nog niet (volledig) zijn genomen en dat het een proces is om aan deze nieuwe vereisten te voldoen.

Het opnemen van impact in de DD heeft een belangrijke signaleringsfunctie, omdat je managers op deze manier wijst op het toenemende belang in de industrie van het integreren van impactoverwegingen in alle beleggingsbeslissingen. Zo kan de DD een startpunt vormen voor een engagementtraject met

de geselecteerde manager, om die op het gewenste niveau van impactintegratie te krijgen. Zo draag je bij aan het verhogen van de impactstandaard in de *investment industry*. Ook dat is impact.

## EVALUATIE EN BIJSTUREN

De ontwikkeling van de impact van de portefeuille wordt in de standaardrapportages geïntegreerd. Er zal meer en andersoortige data nodig zijn om een en ander goed in kaart te brengen. Op het vlak van ESG-data hebben we, mede dankzij implementatie van en compliance met SFDR, CSRD en CSDDD, een snelle ontwikkeling waargenomen in de beschikbaarheid, kwaliteit en scope van data. Door een toenemende vraag naar *impact measurement and management* (IMM) in de industrie is een vergelijkbare ontwikkeling te verwachten op het vlak van impactdata, waardoor er een steeds beter beeld zal ontstaan van de impact in de totale portefeuille, die getoetst kan worden aan het impactbudget of de impactnorm.

Als het gaat om impactdata, zijn bij niet-beurgenoteerde beleggingen wereldwijd geaccepteerde impactstandaarden zoals IRIS+ (database op basis van *impact metrics*) *state of the art*. Deze data worden vaak *bottom-up* geleverd door impactmanagers en zijn niet altijd geaudit. Bij beursgenoteerde beleggingen zijn de leveranciers van impactdata vaak de ‘usual suspects’ onder de ESG-leveranciers, die een extra impactfilter toevoegen (of ontwikkelen) aan hun reeds bestaande data. Ook hier geldt dat niet alle data aanwezig is en ook niet geaudit hoeft te zijn (ook al wordt dat steeds beter door het toenemende aantal institutionele beleggers dat hun duurzaam beleggingsjaarverslagen van een onafhankelijke *assurance* laat voorzien).

---

**IMPACT BELIEFS ZIJN EEN GEÏNTEGREERD ONDERDEEL VAN DE INVESTMENT BELIEFS EN GEVEN AAN HOE EEN INVESTEERDER OMGAAT MET POSITIEVE EN NEGATIEVE IMPACT VAN BELEGGINGEN OP MENS, MILIEU/ HET KLIMAAT/DE NATUUR EN DE PLANEET**

---

Het bij elkaar brengen van de impactdata van de gehele portefeuille is, gegeven de verschillende aanleverroutes en het gebruik van de verschillende standaarden, voorlopig nog een complexe en bewerkelijke klus. De eerste stap is het in kaart brengen van de huidige impact (het nemen van een foto); daarna volgt de aandacht voor de ontwikkeling (het afspelen van de video) en het vergelijken met doelstellingen die daarop zijn geformuleerd. Specifiek ten aanzien van impactmeting kun je, net als bij performancemeting, een attributie maken: wat is het impactgevolg van andere keuzes in de beleggingen (impactallocatie-effect)?; en wat is het gevolg van de impactontwikkeling van de onderliggende beleggingen (impactselectie-effect)? Tevens wil je stilstaan bij de behaalde resultaten van engagementtrajecten op impactdoelstellingen, net zoals dat gebeurt in de huidige ESG-rapportages.

Zoals uitschieters in rendement en risico in de klassieke *performance*-evaluatie moeten leiden tot bijsturing van de portefeuille op onderdelen, zo kan ook worden omgegaan met impactevaluatie. Bijvoorbeeld: als uit de impactevaluatie blijkt dat we veel minder impact bereiken dan onze doelstelling of dat we onder onze impactnorm schieten, welke verbeteringen moeten we dan doorvoeren?

## CONCLUSIE

**Antony Bugg-Levine:** *"The current of impact investing is washing along the shores of a bifurcated world still organized to separate profit making from social and environmental problem solving. For now, this bifurcated world channels the energy of impact investors into the hidden pools and underground rivers on the margins of mainstream investment and philanthropic activity. But water has a powerful ability to reshape the world it flows through. The gathering weight of impact investment activity is wearing away the bedrock of seemingly immovable institutions and investment practices."*

We staan aan de vooravond van een belangrijke verandering in ons bewustzijn over de gewenste en ongewenste impact van onze beleggingen.

We hebben geleerd dat alle beleggingen impact hebben, zowel positief als negatief. En dat het bij impactbeleggen gaat over *real world change*, en dan wel positief, mét behoud van een goed financieel rendement.

Om inconsistentie en willekeur te voorkomen is impactintegratie noodzakelijk; het integreren van impact in de beleggingsstrategie, het governance model, het beleggingsproces en de verantwoording op basis van KPI's. Het is namelijk de bedoeling om de gewenste impact te bereiken tegen de beoogde financiële rendement/risico-verhouding.

Impactintegratie past, gegeven de langetermijnvisie van deze partijen, uitstekend binnen de beleggingsfilosofie van pensioenfondsen, maar natuurlijk ook van levensverzekeraars en family offices.

We hebben in dit artikel de verschillende fasen van het beleggingsproces doorlopen en concrete ideeën gegeven hoe impact per fase geïntegreerd kan worden in het gehele beleggingsproces. Ook is duidelijk geworden dat het integreren van impact niet voor iedere fase van het beleggingsproces even eenvoudig is, maar zeker niet onmogelijk.

De GIIN geeft in haar rapport een aantal voorbeelden;<sup>17</sup> hoe kun je:

- een duidelijke *theory of change* ontwerpen, zodanig dat die het belegbaar universum verbreedt met behoud van impact-integriteit;
- impactmogelijkheden nastreven die de diversificatie van de portefeuille ondersteunen; en
- de portefeuille financieel nog robuuster en veerkrachtiger te maken voor mogelijke systemische schokken.

Er zijn zeker nog voldoende uitdagingen. Om impactintegratie in de sector naar een hoger niveau te tillen, zijn zowel een breed gedragen ambitie, immers dit vereist samenwerking, als ook verdere ontwikkeling, bijvoorbeeld op het gebied van impactdata, nodig. Echter, we hopen dat dit artikel laat zien dat alle ingrediënten aanwezig zijn om impact te integreren in het beleggingsproces. Daarmee hebben we een startpunt voor impactintegratie, dus laten we gewoon beginnen!

## Noten

- 1 GIIN (17 oktober 2024). *Pursuing Impact Within a Portfolio: Insights from Institutional Asset Owners*. Zie: file:///C:/Users/ywb\_j/OneDrive/Bureaublad/TUKO%20PAMOJA/Impact%20Orange%20Partners/Artikelen/giin-iaos-insights-2024.pdf.
- 2 GIIN. *What are impact investments?* Zie: <https://thegiin.org/publication/post/about-impact-investing/#what-is-impact-investing>.
- 3 Voor een interessant inzicht in de priorisering van het aanpakken van wereldwijde problemen is het waarde om bijvoorbeeld "Best Things First" van Bjorn Lomborg (2023) te lezen.
- 4 GIIN (23 oktober 2024). *Sizing the Impact Investing Market 2024*. Zie: <https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/giin/assets/publication/giin-sizingtheimpactinvestingmarket-2024.pdf>.
- 5 Impact Management Platform. "Investment classifications." Zie: <https://impactmanagementplatform.org/investment-classifications/>
- 6 Impact Orange Partners (3 maart 2023). "Scoren van Impact Dimensies toegelicht...praktisch gebruik". Zie: <https://impactorangepartners.nl/scoren-van-impact-dimensies-toegelicht/>.
- 7 Omkijken naar de toekomst, William Macaskill, 2022.
- 8 Netspar Rob Bauer, Reinout van Tuyl van Serooskerken, Eric Veldpaus (april 2022). *Hoe betrekken pensioenfondsen deelnemers bij hun maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid?* Zie: [https://www.netspar.nl/wp-content/uploads/P20220711\\_OCC\\_04\\_2022\\_WEB.pdf](https://www.netspar.nl/wp-content/uploads/P20220711_OCC_04_2022_WEB.pdf).
- 9 On Impact. "A guide to the impact revolution." Zie: <https://www.onimpactnow.org/our-8-beliefs>
- 10 DNB (17 april 2019). "Beleggingen pensioenfondsen". Zie: <https://www.dnb.nl/voor-de-sector/open-boek-toezicht/sectoren/pensioenfondsen/prudentieel-toezicht/beleggingen-pensioenfondsen/>
- 11 Zie eindnoot iii.
- 12 Bijvoorbeeld bij de meting van de biodiversiteitsrisico's van een Europese aandelenportefeuille met een behoorlijk aandeel in industrieën blijkt vooral vervuiling bijzonder negatief voor de biodiversiteit. Dit is ondermeer te zien met analyses met de data van Impact Cubed.
- 13 Dit geldt in mindere mate voor het thema klimaat.
- 14 Andonov, Aleksandar & Joshua D. Rauh. "The Return Expectations of Public Pension Funds". *The Review of financial studies* 35, 2022.
- 15 Impact Cubed. Zie: [www.impactcubed.com](http://www.impactcubed.com)
- 16 Zie eerder VBA artikel Iglesias del Sol, M. et al., "De toekomst van 3D beleggen is vandaag". *VBA jaarnaal*, 154, najaar 2023. Zie: <https://cfasociety.nl/nl/publicaties/de-toekomst-van-3d-beleggen-is-vandaag/f76696cd-6f83-11ee-9d27-005056b303d3>
- 17 Zie eindnoot i.

# The development of an ESG attribution model

*Robbert Lammers, Sam Radford and Vincent Verkerk*

## ABSTRACT

Environmental, social, and governance (ESG) considerations have become crucial in the investment landscape, as sustainable practices and responsible corporate behavior increasingly influence financial performance. Despite this growing importance, there is a lack of comprehensive models that integrate and attribute ESG performance, such as CO<sub>2</sub> emissions, leaving a gap in understanding the impact of investment decisions on ESG outcomes.

This article describes the development of an ESG attribution model. The model quantifies the influence of investment decisions on ESG factors and seeks to close the feedback loop in the investment decision-making process by combining ESG data with traditional financial metrics, enabling a holistic analysis of both financial and non-financial outcomes.

The methodology involves expanding the Brinson-Fachler method (Brinson & Fachler, 1985) and the Investment Decision Process (IDP) model (Geenen et al., 2021) to include non-financial elements such as carbon emissions and ESG scores. Case studies demonstrate the model's practical application, highlighting its potential to enhance investment decision-making and promote sustainable investing practices.

The main takeaway is that incorporating ESG factors into the investment decision-making process is essential for aligning investments with broader societal goals and improve decision-making.

## INTRODUCTION

In recent years, environmental, social, and governance (ESG) considerations have gained significant prominence in the investment landscape. Investors now recognize that sustainable practices and responsible corporate behavior can impact financial performance. Consequently, integrating ESG factors into investment decisions has become a critical aspect of portfolio management (Steehouwer, 2023).

At the same time, financial institutions, once primarily focused on maximizing returns, now acknowledge that their investment choices affect the environment, society, and communities. Whether it's carbon emissions, labor practices, or board diversity, their investments wield influence.

## CLOSING THE FEEDBACK LOOP: INCLUDING ESG ATTRIBUTION INTO THE INVESTMENT DECISION-MAKING PROCESS

To navigate this evolving landscape, financial institutions must gain deeper insights into the effects of the investment decisions they make. Traditionally, the investment decision-making process starts with ex-ante expectations of the future, shaping asset allocation and security selection. Performance attribution aims to complete a feedback loop by showing the ex-post realization of the portfolio's performance, allowing investors to analyze their decisions and identify missing variables.

Whilst traditional performance attribution has sought to explain portfolio outperformance in terms of returns and/or risk, investors increasingly consider factors beyond financial return (Global Sustainable Investment Alliance, 2022). For example, investors may seek to limit the carbon emissions of their portfolio, choose not to invest in regions with poor human rights

**Robbert Lammers**

Advisor Responsible Investment, MN



**Sam Radford**

Performance Consultant, Ortec Finance



**Vincent Verkerk**

Performance Analyst, MN



records, or avoid investing in companies which engage in child labor or have a low representation of women amongst the board.

If a portfolio is managed with the aim to keep financed emissions below the financed emissions of the benchmark, investors must analyze the impact their decisions have on both financial performance and emissions. This ensures that the feedback loop between ex-ante expectations and ex-post realization continues to enhance the investment decision-making process.

**ENHANCING INVESTOR ACCOUNTABILITY: THE ROLE OF ESG ATTRIBUTION IN REGULATORY COMPLIANCE**

Alongside the need for an attribution model to help improve investor decision making, regulators increasingly monitor the claims of investors relating to ESG; the EU’s Sustainable Finance Disclosure Regulation mandates ESG disclosure for funds claiming to include ESG into their investment decision-making process. A robust attribution model allows investors to prove the positive impact of their decisions on targeted metrics, helping meet regulatory requirements.

**EXPANDING THE MODEL: ADDING NON-FINANCIAL ELEMENTS TO AN EXISTING ATTRIBUTION MODEL**

The classic Brinson-Fachler method dissects the total excess return of the portfolio relative to the benchmark into allocation and selection (and interaction) effects. This model was expanded on to create the Investment Decision Process (IDP) model, which “stacks” several Brinson-Fachler schemes. Each decision within the investment decision process should be included in the attribution and collectively explain the total excess performance of the portfolio against its primary benchmark.

**INTEGRATING ESG FACTORS HAS BECOME A CRITICAL ASPECT OF PORTFOLIO MANAGEMENT**

Recognizing the need to understand how ESG factors interact with investment decisions, we developed an early stage ESG attribution model. This model expands upon the existing IDP attribution model by adding a non-financial element to the model. The model can be applied to a variety of different metrics, including carbon emissions, environmental, social and governance scores, biodiversity or water usage scores.

**METHODOLOGY**

The proposed model serves various use cases; one is discussed in detail here whilst other use cases are discussed briefly in the Future Extensions section. The first use case involves comparing a single mandate against a benchmark, considering different decisions made within the portfolio.

**A MULTI-BENCHMARK APPROACH WITH THE IDP MODEL**

Consider a straightforward equity portfolio that is compared against a regional equity benchmark; the **Manager Portfolio**. The portfolio manager receives an exclusion list with benchmark securities they cannot invest in and a mandate not to allocate more than x% to any single security. The exclusions are predominantly ESG driven, while the x% cap aims to increase diversification and reduce risk.

In the IDP model approach, we treat this as three distinct decisions, each associated with a different benchmark:

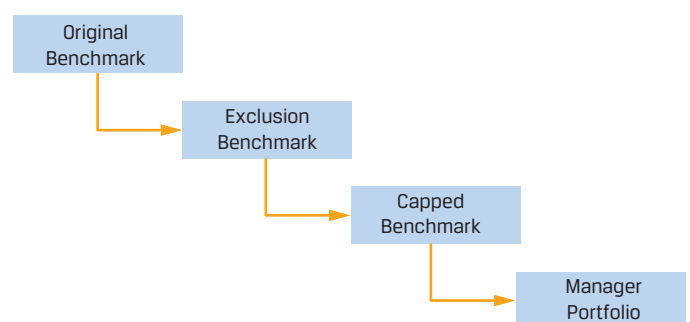
- **Original Benchmark:** The original client mandated benchmark
- **Exclusion Benchmark:** Derived from the Original Benchmark, applying predominantly ESG driven exclusions reallocating weight on a pro-rated basis across other securities in the benchmark
- **Capped Benchmark:** Based on the Exclusion Benchmark, capping the maximum weight of each security at x% and reallocating excess weight on a pro-rated basis across other securities in the benchmark

For attribution analysis:

- We compare the Original Benchmark to the Exclusion Benchmark, isolating the impact of the decision to exclude the securities within the exclusion list; this can be considered a pure allocation effect.
- Next, we compare the Capped Benchmark to the Exclusion Benchmark, revealing the impact of the x% weight cap.
- Finally, we assess the Manager Portfolio against the Capped Benchmark, capturing both the allocation and selection effect resulting from the manager’s decisions.

This approach allows us to disentangle the impact of the mandated exclusion while ensuring a “fair” comparison between the manager and a similarly constrained benchmark. The IDP model’s flexibility even allows for variations in decision order (e.g., swapping the Capped Benchmark and Exclusion Benchmark).

Figure 1  
Hierarchy for comparing Manager Portfolio against Original Benchmark with multiple decisions





Whilst classic performance attribution explains excess financial returns, this article suggests expanding the model to also include the impact of decisions on non-financial metrics. Portfolios are often constructed considering both financial and non-financial factors, such as selecting companies with the lowest carbon emissions or excluding companies that produce products that are principally undesirable, like tobacco.

Given that investment decisions rely on both financial and non-financial factors, it is crucial to understand their effects in both domains. Measuring the impact of decisions on the intended metrics is essential to improve the decision-making process.

### AGGREGATING NON-FINANCIAL METRICS

To compare aggregate non-financial factors for each of the benchmarks and the manager portfolio, various non-financial metrics were calculated by aggregating security-level data, using asset weights. This article uses five non-financial metrics:

- **Absolute financed emissions** (based on the enterprise value including cash; EVIC): the greenhouse gas emissions associated with the companies in an investor’s portfolio, proportionally based on how much of these companies’ activities are financed by the investor.
- **Emissions intensity** (based on revenue): the volume of greenhouse gas emissions produced per unit of revenue.
- **Environmental score**: a composite score derived from assessing companies’ performance across various environmental issues, including carbon emissions, land use, and toxic waste.
- **Social score**: a composite score derived from assessing companies’ performance across various social issue, including supply-chain labour standards, community relations, and workplace safety.
- **Governance score**: a composite score derived from assessing companies’ performance across various governance issues, including board independence, remuneration, and shareholder rights.

## WE SUGGEST EXPANDING ATTRIBUTION TO INCLUDE NON-FINANCIAL METRICS

Each security in the portfolio and benchmark receives a score for each of these metrics (some data was unavailable, which is discussed further in the methodology under “The Data Problem”). By combining security level weights and metrics, a total metric is calculated for each benchmark and the portfolio.

The remainder of the methodology section refers specifically to absolute financed emissions for ease, but the same methodology was applied to all other metrics. The formula used to calculate the financed emissions of the portfolio is displayed in equation one whilst the financed emissions of the Original Benchmark is shown in equation two.

Equation 1  
Financed emissions of the Manager Portfolio

$$\epsilon^P := \sum_{i=1}^n w_i^P \times \epsilon_i$$

Equation 2  
Financed emissions of the Original Benchmark

$$\epsilon^{OB} := \sum_{i=1}^n w_i^{OB} \times \epsilon_i$$

Where:

- $\epsilon^P$  is the financed emissions of the Manager Portfolio
- $\epsilon^{OB}$  is the financed emissions of the Original Benchmark
- $w_i^P$  is the weight of security i in the Manager Portfolio
- $w_i^{OB}$  is the weight of security i in the Original Benchmark
- $\epsilon_i$  is the financed emissions of a security i
- $n$  is the total number of securities in the portfolio or benchmark, respectively

The financed emissions of the Exclusion Benchmark ( $\epsilon^{EB}$ ) and of the Capped Benchmark ( $\epsilon^{CB}$ ) are calculated using the same formula as equation two but adjusted to use the weight of securities in the respective benchmark. The analysis is done annually and for  $w_i^P$  and  $w_i^{OB}$  the average weight of the security throughout the year is used. Average weights are used because ideally, we would prefer to use daily emissions data combined with daily weights, however, emissions data is currently only available on an annual basis and therefore using the annual average weight is the closest methodology available.

The total outperformance in terms of financed emissions can then be shown using equation three, whilst this can also be split into smaller parts as shown in equations four to seven.

Equation 3  
Total financed emissions excess performance

$$\epsilon^{XS} := \epsilon^P - \epsilon^{OB}$$

Equation four represents the total impact of exclusions, calculated as the difference in absolute financed emissions between the Exclusion Benchmark and the Original Benchmark (in the Results section this is shown as “Due to exclusions”).

Equation 4  
Excess financed emissions attributable to the Exclusion Decision

$$\epsilon_{Excl}^{XS} := \epsilon^{EB} - \epsilon^{OB}$$

Equation five represents the total impact of the security level weight cap, calculated as the difference in absolute financed emissions between the Capped Benchmark and the Exclusion Benchmark (in the results section this is shown as “Due to cap”).

Equation 5  
Excess financed emissions attributable to the Cap Decision

$$\varepsilon_{Man}^{XS} := \varepsilon^P - \varepsilon^{CB}$$

Equation six represents the total impact of manager decisions, calculated as the difference in absolute financed emissions between the Manager Portfolio and the Capped Benchmark (in the results section this is shown as “Due to manager choices”).

Equation 6  
Excess financed emissions attributable to the Manager’s Decisions

$$\varepsilon_{Man}^{XS} := \varepsilon^P - \varepsilon^{CB}$$

Equation 7  
Financed emissions Excess Performance Decision Decomposition

$$\varepsilon^{XS} := \varepsilon_{Excl}^{XS} + \varepsilon_{Cap}^{XS} + \varepsilon_{Man}^{XS}$$

## MEASURING THE IMPACT OF EXCLUSION FOR DIFFERENT REASONS

Within the Exclusion Benchmark, securities can be excluded for various reasons. Besides assessing the overall portfolio-level and security-level impacts of each exclusion, it’s valuable to understand the impact at the exclusion reason level. For example, excluding companies that derive a high percentage of revenue from energy production using thermal coal is expected to reduce the portfolio’s financed emissions. In evaluating an investment decision, it is desirable to understand the actual impact of the decision on the metrics that were intended to be impacted.

**IT IS DESIRABLE TO UNDERSTAND THE IMPACT OF DECISIONS ON METRICS THEY WERE INTENDED TO IMPACT.**

To understand each exclusion’s impact, each security is assigned a single exclusion reason. While this prevents considering a security as excluded for multiple reasons, it ensures that contributions sum up appropriately. One methodology considered was to create a series of exclusion benchmarks, with each benchmark excluding more securities than the previous one. For example, moving from the Original Benchmark to the Exclusion Benchmark could be split into several decisions:

- Original Benchmark
  - Original Benchmark ex Coal
  - Original Benchmark ex Coal and Oil & Gas
  - Original Benchmark ex Coal and Oil & Gas and Low % of Women on the board
- Exclusion Benchmark

However, this methodology was tested and found to exaggerate the effects of the later decisions due to the re-scaling of weights within each benchmark.

Therefore, if it is desirable to be able to show the impact of each reason for exclusion (rather than just a total exclusion effect) it is required to use a different methodology than creating a series of benchmarks. Instead, a single Exclusion Benchmark containing all exclusions (where exclusions are mutually exclusive, and a security can only be excluded for one reason) is constructed and compared against the Manager Benchmark.

Each security in the exclusion list is tagged with a specific exclusion reason. The weight of each exclusion reason in the exclusion list can then be calculated using the formula in equation eight.

Equation 8  
The total weight of Exclusion Reason y in the Original Benchmark

$$w_y^{OB} := \sum_{i=1}^n w_{y_i}^{OB}$$

Where:

- $w_y^{OB}$  is the weight of the securities excluded for reason y in Exclusion Benchmark relative to the Original Benchmark
- $w_{y_i}^{OB}$  is the weight of a security i which is excluded for reason y from the Exclusion Benchmark relative to the Original Benchmark

The total contribution to Original Benchmark of securities excluded for each reason can then be calculated using the formula in Equation nine.

Equation 9  
The contribution of an exclusion reason to the Original Benchmark’s financed emissions

$$CB_y^{OB} := \sum_{i=1}^n w_{y_i}^{OB} \times \varepsilon_i$$

Where:

- $CB_y^{OB}$  is the contribution to the Original Benchmark’s financed emissions of all securities excluded for a specific reason

Due to the re-scaling of weights in the Exclusion benchmark, the attribution effect of excluding each set of securities cannot simply be equal to the contribution to the Original Benchmark. In other words, the non-excluded securities have their weights increased (as the weight of excluded securities is assigned to the allowed securities on a pro-rated basis) and so the Exclusion Benchmark financed emissions is not simply equal to the contribution of non-excluded securities in the Original Benchmark but will be

increased by an amount equal to the impact of assigning this weight to the allowed securities.

Equation 10  
The financed emissions contribution in the Original Benchmark of all securities that are not excluded from the Exclusion Benchmark

$$CB_{NonExc}^{OB} := \sum_{i=1}^n w_{NonExc}^{OB} \times \varepsilon_i$$

Where:

- $CB_{NonExc}^{OB}$  is the contribution to the Original Benchmark’s financed emissions of all securities that are not excluded for any reason

Therefore, to calculate the attribution effect of each exclusion reason, the formula shown in equation eleven is used:

Equation 11  
The attribution effect in the IDP model for excluding securities for a given reason

$$\varepsilon_y^{XS} := w_y^{OB} \times CB_{NonExc}^{OB} - CB_y^{OB}$$

Where:

- $\varepsilon_y^{XS}$  is the attributable change in financed emissions due to excluding securities for reason y

### THE DATA PROBLEM

Data for traditional performance attribution (holdings, transactions, exchange rates etc.) is readily available and verifiable, allowing reliable performance attributions. However, non-financial data needed for our proposed model often lacks completeness and quality. For example, company level emissions data is not always reported, and when it is, it may lack reliability or consistency. New regulations, like the EU’s Corporate Sustainability Reporting Directive, will compel companies to produce more and better data. Over time, we expect both the completeness and quality of this data to improve. In the meantime, we must use of “low quality” data and in some cases use proxies to estimate metrics for some companies.

Non-financial data is also often subjective and measured relative to peers. This means that if all securities improve equally, their scores may remain unchanged due to the relativistic methodology.

### USING A PROXY FOR MISSING DATA

We propose a solution to the problem of data coverage, while acknowledging the availability of other options. For the purposes of this article, when data was missing for a security, a proxy was constructed using the following hierarchy:

1. Average score of other companies in the same sector
2. Average score of other companies in the universe (benchmark)

Using imperfect estimates may skew results, as especially poor performers have an incentive not to report this data. A data quality score has been calculated as part of the result to inform on the reliability of the underlying data. The reported score combines a quality score for available data (scored 0-100) with a score for estimated data (always scored 0). Excluding companies that do not report the necessary data, results in a portfolio with higher data quality score and more reliable results.

Ultimately, the results convey the correct story. They should however be interpreted as estimates rather than precise results. One possible extension, that this article does not discuss further, is to build confidence intervals around the results based on the data quality of the input data to each calculation.

## RESULTS

Data for two global equity portfolios was used over a three-year period (2021-2023), benchmarked against a standard developed markets equity index. Both portfolios had an ESG driven exclusion list, and a financially driven x% security weight cap as explained in the methodology. While sharing the same Original Benchmark, each portfolio had its own separate Exclusions Benchmark and Capped Benchmark based on their own exclusion list. All non-financial data (carbon emissions, environmental/social/governance scores etc.) are sourced from major global ESG data providers.

Both portfolios are constructed by applying a series of exclusions to the benchmark and imposing a weight cap on individual securities. The key divergence lies in the details of the investment philosophy of the two portfolios; Portfolio One includes more extensive exclusion rules, whilst Portfolio Two emphasizes engagement. This results in different sets of excluded securities. This can be noted in the results as we see larger contributions from exclusions in Portfolio One versus Portfolio Two.

### ATTRIBUTING ABSOLUTE FINANCED EMISSIONS

Table 3 presents the 2021 results for Portfolio One. The top row shows the results for Original Benchmark (in this case a Global Equity Benchmark) whilst each of the columns show:

- **Return:** The annual return of the global equity benchmark
- **Scope 1 tCO<sub>2</sub>e/EVIC:** Total absolute financed scope 1 carbon emissions attributable to the benchmark. Scope 1 emissions are the direct emissions caused by a company’s own activities. For example, the emissions of a company’s fleet of trucks. Both the scope 1 and 2 emissions include the CO<sub>2</sub> equivalents methane, nitrogen oxides, hydrofluorocarbons, perfluorocarbons and sulphur hexafluoride. This scope 1 tCO<sub>2</sub>e/EVIC is calculated by first calculating a benchmark “absolute financed scope 1 emissions” (where financed emissions are based on enterprise value including cash) using the formula shown in equation two. This is then multiplied by the total market value of the portfolio to calculate the total tonnes of carbon attributable assuming all money was invested in the Original Benchmark.
- **Scope 2 tCO<sub>2</sub>e/EVIC:** The same as above but using scope 2 emissions instead of scope 1 emissions. Scope 2 emissions

are the indirect emissions, for example from electricity purchased by a company. They occur at distant power plants but are company’s responsibility.

- **Scope 1+2 tCO<sub>2</sub>e/EVIC:** The sum of the previous two columns.

Table 2  
Absolute financed emissions attribution for Portfolio One in 2021

	Return	Scope 1 tCO <sub>2</sub> e/EV	Scope 2 tCO <sub>2</sub> e/EV	Scope 1 & 2 CO <sub>2</sub> e/EV
<b>Global Equity Benchmark</b>	<b>31.07%</b>	<b>536,341</b>	<b>129,526</b>	<b>665,867</b>
Regulatory	-0.07%	-29,480	-2,575	-32,054
Inappropriate activities	0.32%	12,022	-4,377	7,645
ESG score	0.17%	-19,469	712	-18,757
Environmental Score	-0.01%	-68,192	-5,126	-73,319
Operational Exclusions	0.06%	19,092	4,072	23,164
Financial score	1.13%	-41,947	-8,272	-50,218
Exclusion Benchmark	32.65%	408,368	113,959	522,327
Capped Benchmark	29.83%	482,994	132,720	615,714
<b>Portfolio One</b>	<b>29.34%</b>	<b>406,909</b>	<b>138,933</b>	<b>545,842</b>
<b>Total Outperformance</b>	<b>-1.72%</b>	<b>-129,432</b>	<b>9,407</b>	<b>-120,024</b>
<b>Due to exclusions</b>	<b>1.59%</b>	<b>-127,973</b>	<b>-15,567</b>	<b>-143,539</b>
<b>Due to cap</b>	<b>-2.83%</b>	<b>74,626</b>	<b>18,761</b>	<b>93,387</b>
<b>Due to manager choices</b>	<b>-0.48%</b>	<b>-76,085</b>	<b>6,213</b>	<b>-69,872</b>

The Exclusion Benchmark, Capped Benchmark and Portfolio rows display identical metrics, but calculated using the constituents of each benchmark or portfolio, as outlined in the methodology section. The rows between Original Benchmark and Exclusion Benchmark show the contribution of each exclusion reason. The sum of these figures explains the difference between the Original Benchmark and Exclusion Benchmark, as described in Equation nine.

Additionally, the lower three rows of the table show the total contribution of each major decision, as shown in Equation seven.

**FINANCIAL RETURNS**

In terms of financial returns the calculated figures show the following:

- The Portfolio underperformed the Original Benchmark in financial terms by 1.72%
- The exclusions contributed positively, increasing returns by 1.59%
- The cap on the maximum weight of individual securities and allocation decisions made by the manager reduced returns by 2.83% and 0.48%, respectively.

**ABSOLUTE FINANCED EMISSIONS**

Interestingly, the Portfolio achieved significantly lower emissions than the benchmark. The exclusion related to the “Environmental Score” was crucial in achieving these lower emissions. This exclusion method screens companies based on their performance on certain environmental metrics and is

applied to sectors with the largest climate impact. This result aligns with our expectations regarding the implications of this investment decision.

What was less expected, however, is the impact of capping the weight of individual securities on total financed emissions. The calculation reveals that capping the weight of individual stocks offsets 65% of the emissions reduction from exclusions. This outcome can be attributed to the underweighting of technology stocks compared to the benchmark. Technology companies tend to have relatively low scope 1 and 2 emissions compared to other sectors.

**ATTRIBUTING EMISSIONS INTENSITY**

Similar calculations can be made for attributing the emissions intensity. Table 3 shows the same analysis, but this time emissions intensity (tons CO<sub>2</sub> per million Euros of revenue) is used instead of absolute financed emissions. Unlike the data in table 2, this output is a relative measure instead of absolute, making it useful for comparing different portfolios. The Scope 1 & 2 emissions intensity comparison provides insight in the short-term difference between the two investment strategies.

Table 3  
Emissions intensity attribution for Portfolio One and Two in 2022

	Portfolio One Scope 1 & 2 tCO <sub>2</sub> e intensity	Portfolio Two Scope 1 & 2 tCO <sub>2</sub> e intensity	Difference Scope 1 & 2 tCO <sub>2</sub> e intensity
<b>Global Equity Benchmark</b>	<b>143.52</b>	<b>143.52</b>	<b>0.00</b>
Regulatory	-3.42	-2.88	-0.54
Inappropriate activities	1.78	2.07	-0.29
ESG score	0.48	1.83	-1.35
Environmental Score	-23.74	-20.32	-3.42
Operational Exclusions	5.34	2.51	2.83
Financial score	-11.00	-6.57	-4.43
Exclusion Benchmark	112.95	120.15	-7.20
Capped Benchmark	134.87	141.22	-6.35
<b>Portfolio</b>	<b>134.79</b>	<b>140.26</b>	<b>-5.47</b>
<b>Total Outperformance</b>	<b>-8.73</b>	<b>-3.26</b>	<b>-5.47</b>
<b>Due to exclusions</b>	<b>-30.57</b>	<b>-23.36</b>	<b>-7.21</b>
<b>Due to cap</b>	<b>21.92</b>	<b>21.06</b>	<b>0.86</b>
<b>Due to manager choices</b>	<b>-0.08</b>	<b>-0.96</b>	<b>0.88</b>

Interestingly, table 3 reveals that one of the most significant individual differences in emission intensity between Portfolio One and Two results from excluding companies based on their financial score. In Portfolio One, this exclusion reduces the weighted average CO<sub>2</sub>e intensity by 11.00, while, in Portfolio Two, it declines by 6.57 tCO<sub>2</sub>e intensity. This 4.43 tCO<sub>2</sub>e intensity difference between the two portfolios, accounts for approximately two-thirds of the total discrepancy (7.20 tCO<sub>2</sub>e intensity) between the Global Equity Benchmark and the Exclusion Benchmark.

Notably, financial score-based exclusions have a greater impact than environmental score-based exclusions. This underscores the importance of integrating ESG performance attribution in the investment decision-making process, as seemingly unrelated decisions can significantly affect the portfolio's overall ESG performance.

### ATTRIBUTING DATA QUALITY

Data quality is estimated by combining the reported trust of each data point with the total amount of missing data. Data was missing for 2.80% of the weight in the Original Benchmark but only for 0.84% of Portfolio One. Alongside this, the Data Quality Score reflects the estimated trust in the data for each row, considering factors like the amount of missing data and the source reliability (with estimates or unreliable sources reducing the trust score).

Table 4  
Data quality attribution for Portfolio One in 2022

	Scope 1 & 2 tCO <sub>2</sub> e/EV	Data Quality Score	Total weight missing data
<b>Global Equity Benchmark</b>	<b>665,867</b>	<b>75.35%</b>	<b>2.80%</b>
Regulatory	-32,054	-0.07%	0.01%
Inappropriate activities	7,645	0.38%	0.01%
ESG score	-18,757	3.81%	-0.72%
Environmental Score	-73,319	0.03%	-0.01%
Operational Exclusions	23,164	0.85%	-1.15%
Financial score	-50,218	0.68%	-0.08%
<b>Exclusion Benchmark</b>	<b>522,327</b>	<b>81.04%</b>	<b>0.85%</b>
<b>Capped Benchmark</b>	<b>615,714</b>	<b>78.97%</b>	<b>1.01%</b>
<b>Portfolio</b>	<b>545,842</b>	<b>78.94%</b>	<b>0.84%</b>

### ATTRIBUTING ESG SCORES

Similar to emissions data, the methodology can be applied to ESG scores as well. Table 5 shows the impact of the exclusion policies on ESG-scores in the portfolio.

Table 5  
ESG score attribution for Portfolio One in 2022

	Environment	Social	Governance
<b>Global Equity Benchmark</b>	<b>6.52</b>	<b>5.38</b>	<b>4.74</b>
Regulatory	0.01	0.01	0.00
Inappropriate activities	0.04	-0.01	0.07
ESG score	-0.01	0.10	0.16
Environmental Score	0.02	-0.01	-0.01
Operational Exclusions	-0.05	0.01	0.02
Financial score	0.03	0.03	0.04
<b>Exclusion Benchmark</b>	<b>6.56</b>	<b>5.51</b>	<b>5.00</b>
<b>Capped Benchmark</b>	<b>6.57</b>	<b>5.69</b>	<b>4.96</b>
<b>Portfolio</b>	<b>7.03</b>	<b>6.09</b>	<b>5.32</b>
<b>Total Outperformance</b>	<b>0.51</b>	<b>0.71</b>	<b>0.58</b>
<b>Due to exclusions</b>	<b>0.04</b>	<b>0.13</b>	<b>0.26</b>
<b>Due to cap</b>	<b>0.01</b>	<b>0.18</b>	<b>-0.04</b>
<b>Due to manager choices</b>	<b>0.46</b>	<b>0.40</b>	<b>0.36</b>

This table shows that the ESG score-based exclusions mainly improve the Social and Governance score of the exclusion benchmark but have less impact on the Environment score. This may be because companies with poor environmental scores were excluded under Inappropriate activities. Ultimately, the choices made by the manager have had a more positive effect on the ESG scores than the exclusion policies during this period.

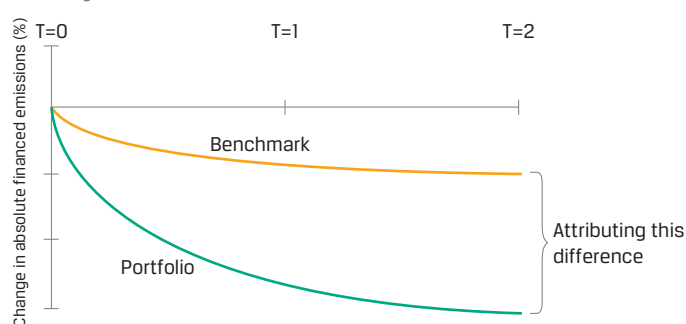
### FUTURE EXTENSIONS

#### DECOMPOSING CHANGES IN NON-FINANCIAL METRICS OVER TIME

The attribution calculations in this article focus on the impact of investment decisions on an annual basis. However, comparing results across different years would be a valuable addition to investor's toolkit.

For the calculations in this article, daily portfolio data was used to determine the weights of securities in both the benchmark and portfolio. An average weight for the year was then used to aggregate emissions data annually, with only the yearly totals shown in the data tables of the previous chapter. Increasing the frequency and extending the time period of these calculations would allow for a more detailed analysis of trends, as illustrated in figure 2.

Figure 2  
Attributing financed emissions over time



Whilst we can calculate these effects, annual calculations are not frequent enough for quality trend analysis. Using a fully automated and systemized solution and more regular data points (e.g. monthly or quarterly) would provide higher quality results for the discussed decomposition.

Conducting such an analysis over multiple years involves several challenges. Firstly, when decomposing changes in ESG metrics over time, additional factors such as the changes in data quality, as well as the effects of inflation, must be considered. The next paragraphs explore a few of these additional considerations in more detail.

Finally, as more periods and factors like inflation adjustments are included, the complexity of the calculation increases. To ensure these calculations are robust and efficient, specialised software will need to be developed, enabling investors to perform these calculations with relative ease.

**DATA QUALITY AND DATA COVERAGE EFFECTS**

This article made use of various data proxies in order to address the problem of data coverage, while acknowledging the availability of other options. Over time, it is expected that the availability as well as the quality of ESG data will improve. When comparing the total absolute financed emissions of a portfolio from one year to the next, three important considerations arise:

- If more companies publish data, the calculation will rely less on estimated data. All other things being equal, the total financed emissions of the portfolio will change purely as a result of the increased use of published data instead of proxied or estimated data.
- As more data becomes available, the overall data coverage (both published and estimated) will increase. All other things being equal, this will result in an increase of the total financed emissions.
- The methodology used to measure emissions may change over time as technology improves.

**INFLATIONARY IMPACTS**

When combining ESG metrics with financial measures, it is essential to account for the impact of inflation to ensure a fair comparison over time. Emissions metrics, for example, are calculated by dividing the total emissions attributable to a company by a financial denominator, such as enterprise value or revenue. Metrics like enterprise value and revenue are used to approximate the emissions produced per unit of productivity by the company. Using revenue or enterprise value as a proxy enables the measurement of productivity consistently across different sectors.

In high inflationary environments, it is crucial to recognize that emissions metrics may decrease solely due to inflation. Therefore, adjusting for inflation is essential to accurately assess changes in metrics like financed emissions or emissions intensity.

Table 6 illustrates an extreme example of inflation effecting the emissions intensity of a company. Consider a scenario where a company’s total emissions remain constant at ten thousand tons CO<sub>2</sub>e over five years, whilst revenue fluctuates during the same period. Nominally, the emissions intensity (measured as emissions per unit of revenue) appears to decline from twenty in 2019 to just over fifteen in 2023.

However, it is important to recognize this revenue growth is partly due to inflation. The inflationary growth figure shows the expected growth in revenue based on the inflation rate; if inflationary growth is stripped out and the emissions intensity is calculated on a real basis, the company’s emissions intensity does not decrease to fifteen. Instead, it consistently hovers around nineteen throughout the entire period.

If a decomposition is done over time, inflationary increases in revenue could appear as a fall in a company’s emissions intensity (tCO<sub>2</sub>e/EV). In the most extreme cases, as demonstrated in table 6, total emissions (tCO<sub>2</sub>e) could remain static whilst inflation-driven revenue growth significantly reduces the emission intensity. Stripping out inflation shows that the “real” emissions intensity only decreases slightly. This example, although extreme and hypothetical, underscores the importance of adjusting for inflation to avoid falsely reporting reductions in emissions intensity during high inflation periods.

**OVERALL DECOMPOSITION**

Once data coverage and inflation effects are separated, a more granular decomposition of changes over time is possible. This article proposes four major effects, with two further subdivided. The list of effects is likely to evolve over time and vary depending on the metric being used for the analysis.

Trading impacts emissions intensity over time. Selling high-emissions intensity companies and buying low-emissions intensity ones will naturally reduce emissions intensity over time. Weights also change based on the financial performance of each company. These effects can be decomposed as one large trading or allocation effect, or broken down into a new investments effect, divestments effect and weight/allocation change effect.

Security level metrics also change over time. Changes in emissions intensity can result from changes in absolute emissions (numerator) or revenue/enterprise value (denominator). Revenue changes can be driven by local revenue changes, exchange rates, or both. For example, a company may have both stable absolute emissions and revenue in terms of USD, leading to flat emissions intensity in USD terms, but have a rising or falling emissions intensity in EUR terms. These effects can once again be represented as a single effect or broken down into more granular effects.

Year	Total Emissions (tCO <sub>2</sub> e)	Revenue (\$m)	Emissions Intensity (tCO <sub>2</sub> e/€100)	Inflation	Inflationary Revenue Growth	"Real" Emissions Intensity (tCO <sub>2</sub> e/€100)
2019	10000	500	20.00			
2020	10000	525	19.05	2.00%	10.00	19.42
2021	10000	575	17.39	5.00%	26.25	18.56
2022	10000	600	16.67	10.00%	57.50	19.75
2023	10000	650	15.38	6.00%	36.00	19.22

Table 6  
Example of the potential impact of inflation on a stock's emissions intensity

To gain a clear understanding of this change over time it is therefore necessary to calculate (at least) four major effects, two of which can be broken down further:

- Data coverage effect
- Inflation effect
- Trading effects
  - New investments
  - Complete divestments
  - Changes in weights/allocation
- Security level effects
  - Changes in absolute emissions
  - Changes in revenue/enterprise value due to exchange rate changes
  - Changes in revenue/enterprise value (after stripping out inflation)

This decomposition would allow a deeper level of analysis when comparing the strategies of exclusion and engagement. For an investor employing mostly exclusion rules, it would be expected that the trading effect is dominant, whilst investors who opt for active engagement would expect to see the security level effects increase over time.

#### CONSIDERING EXTRA DECISIONS AND METRICS

This article focuses on a single portfolio use case, where the excess carbon emissions of one portfolio compared to the benchmark are broken down into three primary effects:

- ESG driven exclusions
- The capping of the maximum weight of individual securities
- Allocation and selection decisions made by the portfolio manager

The IDP approach (Geenen et al., 2021) considers various top-down investment decisions inherent in institutional investors' investment process. While many are primarily financially driven, they also impact non-financial metrics. A logical extension of the proposed model is to consider all decisions, financial or non-financial, and assess their impact on both performance aspects.

Consider an institutional investor with a strategic asset allocation (SAA) updated annually and a tactical asset allocation (TAA) updated quarterly. Within each asset class in the SAA and TAA, further allocation decisions taking place – for instance, allocating between developed markets and emerging markets equities. Additionally, exclusions are applied within each asset class (potentially with different exclusion rules), each targeting different objectives. For example, one would expect a different effect from the exclusion of oil and gas producers than from excluding companies with high water usage or high impact to biodiversity.

To comprehensively evaluate the performance of portfolios and benchmarks, non-financial metrics should be included in performance measurement especially when institutional clients aim to integrate ESG in their investment decisions. Combining financial and non-financial data give insights into how the client's fund overall performance compares not only in financial terms

but also in non-financial aspects relative to the SAA (the primary fund benchmark). If a decision is taken to increase an allocation towards Equity, it is important to understand the impact of this decision not just on financial performance but also on carbon emissions as a decision taken for one reason may often had an adverse impact on another objective of the portfolio.

#### POSSIBLE FURTHER IMPROVEMENTS RELATED TO DATA QUALITY AND COMPLETENESS

Another additional improvement could involve combining country- and sector-specific data, considering that different regulations apply across countries and sectors. For instance, Europe tends to have stricter environmental laws than the United States, making a US-based coal company an imperfect proxy for a European-based one.

When evaluating results over time, it's essential to consider data quality and completeness, the estimation of data quality can be seen in the Results section under "Attributing Data Quality". Improved data completeness reduces reliance on proxied/estimated data. All other things being equal, this change in data coverage impacts the financed emissions of the portfolio. To address this, it is required to split out this impact into a separate "data coverage effect". The calculation of this effect is further discussed in the future extensions section under "Data Quality and Data Coverage Effects".

#### CONCLUSION

Integrating ESG factors into investment decision-making is increasingly important from both regulatory and responsible investing perspectives. As this trend is likely to continue, tools have to be developed to gain deeper insights into the effects of investment decision beyond traditional performance metrics. In this article, we propose an ESG attribution model as a tool to offer a more holistic overview of the effects of investment decisions, whether driven by financial or ESG considerations.

We demonstrate that a standard performance attribution model can be used to attribute ESG metrics to specific investment-decisions. Initially, the model is used to show the effects of decision within one year. This enables investors to, for example, see how decisions can have unintended consequences to ESG metrics, such as financed emissions. This underscores the importance of including these types of attribution calculations within the investment decision-making process.

An important next step for an ESG attribution calculation is to analyze the ESG performance of the portfolio over time and attribute the performance compared to the benchmark to different investment decisions. Expanding the calculation over a longer period introduces new challenges, such as the need to account for inflation. As these calculations become increasingly complex, specialized systems are needed to perform them. However, as with financial performance we believe that the ability to analyze the impacts of decisions over a long period of time is vital. For emissions related goals in particular, the decisions made now are often made with the view to having

a positive impact a decade or more into the future. Tracking the impact over a long period is therefore vital to gain a full understanding of the impact of our investment decisions.

Furthermore, this article acknowledges issues regarding data quality and coverage, meaning the results should be viewed as estimates. These data issues become increasingly relevant when expanding the model to attribute over longer periods. The article discusses several possible extensions to account for the impact of changes in data quality and coverage over time. As more investors analyze ESG decisions, the demand for complete and high quality data will increase, ultimately improving overall data quality and coverage.

## NOTES

The methodology discussed on pages 19 and 20 for Absolute Financed Emissions aligns with the approach for calculating financed emissions as prescribed by the Partnership for Carbon Accounting Financials (PCAF). It is based on the ownership principle, where an investor's ownership percentage in a company corresponds to the percentage of emissions they have financed.

## Literature

- Brinson, G.P., and N. Fachler, 1985, Measuring Non-US Equity Portfolio Performance, *Journal of Portfolio Management*, Spring, pp. 73-76
- Geenen, J., E. van de Burgt, M. Heemskerk, and M. Heerema, 2021, Decision-Based Evaluation of the Performance of a Hierarchically Structured Investment Process, *Journal of Performance Measurement*, Spring, pp. 47-62
- Global Sustainable Investment Alliance, 2022, Global Sustainable Investment Review, Report on <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2023/12/GSIA-Report-2022.pdf>
- Steehouwer, H., 2023, From climate risk analysis to investment decision making, Report on <https://www.ortecfinance.com/en/insights/whitepaper-and-report/from-climate-risk-analysis-to-investment-decision-making>



# Klimaatneutraal beleggen: Vijf gangbare misconcepties

*Guido Baltussen, Milan Vidojevic en Bart van Vliet*

De doelstellingen van het Parijs-akkoord en de route naar klimaatneutrale koolstofdioxide-emissies (CO<sub>2</sub>) zijn een belangrijk thema voor Nederlandse pensioenfondsen en andere beleggingsinstellingen. Voor beleggers vormt het behalen van deze doelstellingen – gericht op klimaatneutraliteit in 2050 – een belangrijke uitdaging. Hoe kan men duurzaam investeren combineren met rendementsdoelstellingen en het beheersen van risico's in de portefeuille? In dit artikel bespreken we deze vraag aan de hand van vijf belangrijke misvattingen rondom de implementatie van een klimaatneutraal beleggingsbeleid, en geven daarmee pensioenfondsen en andere beleggers een handvat voor klimaatneutraal beleggen.

Klimaatneutraal beleggen en hoe dit te verenigen met traditionele rendement en risico doelstellingen vormt een van de meest voorkomende en belangrijkste vraagstukken in de beleggerswereld. Vanuit een fiduciaire wens, regelgeving, en andere motivaties zoals het beperken van de lange termijn risico's komend van klimaatverandering, committeren vele beleggers zich aan het Parijs-akkoord om tegen 2050 – of sommige zelfs tegen 2030 – klimaatneutraal te beleggen. Wat betekent dit voor beleggingsportefeuilles, en hoe kan men deze doelstellingen het beste realiseren?

Om inzicht te geven in deze vraag richten we ons in dit artikel op vijf belangrijke, maar wijdverbreide, misvattingen rondom een klimaatneutrale beleggingsstrategie. De vijf misvattingen zijn:

1. Klimaatneutraalbeleggen zou hoge actieve risico's met zich meebrengen.
2. Klimaatneutraal beleggen zou grote actieve sectorposities vereisen.
3. Factorbeleggen zou moeilijk samengaan met klimaatneutraal beleggen.
4. Reducties in de CO<sub>2</sub>-emissies van een portefeuille zouden leiden tot reducties in vooruitkijkende, klimaattransitie-risico maatstaven.
5. Klimaatneutraal beleggen zou veel moeilijker realiseerbaar zijn in opkomende markten.

Deze misvattingen komen wij veel tegen in de beleggingsindustrie, grotendeels gebaseerd op intuïtie en ervaringen van beleggers die beginnen na te denken over het meenemen van ambitieuze

## Guido Baltussen

Head of Quantitative Strategies – International bij Northern Trust Asset Management & Professor in Financial Markets op de Erasmus University Rotterdam



## Milan Vidojevic

Director Quantitative Solutions bij Northern Trust Asset Management



## Bart Van Vliet

Quantitative Researcher bij Northern Trust Asset Management & PhD kandidaat op Erasmus University



klimaatdoelstellingen in hun beleggingsportefeuilles. Zo kunnen de klimaatdoelstellingen zeer ambitieus overkomen, en daarmee de perceptie wekken dat grote veranderingen in beleggingsportefeuilles benodigd zijn. Verder denken veel beleggers die aan de slag willen met net-zero dat het meenemen van een duurzaamheidsdimensie automatisch ook andere duurzaamheidsdimensie ten goede komt. Ook worden de misvattingen gevoed door de praktijk waar bijvoorbeeld bekende klimaatneutrale aandelenindices met substantieel actief risico komen. In dit artikel evalueren we elk van deze misvattingen door middel van een empirisch analyse in aandelenportefeuilles, en laten zien hoe rendementsdoelstellingen, risico-bewust beleggen, en duurzaamheidsdoelstellingen goed verenigbaar zijn.

## HET PROBLEEM KADEREN: WAT BETEKENT KLIMAATNEUTRAAL BELEGGEN?

Vermogensbezitters die zich committeren aan een klimaatneutrale impact hebben als doelstelling het niveau van CO<sub>2</sub>-emissies van hun beleggingsportefeuille geleidelijk te reduceren om zodoende tegen 2050 netto nul emissies op aarde te bereiken. Deze aanpak sluit in grote lijnen aan bij de doelen van het Parijs-akkoord van 2015, dat ernaar streeft de wereldwijde temperatuurstijging onder de 2°C te houden, met inspanningen om de temperatuur niet meer dan 1,5°C te laten stijgen. Klimaatneutraal beleggen vergt derhalve het reduceren van huidige, korte termijn, en lange termijn CO<sub>2</sub>-emissies geproduceerd door ondernemingen en landen waarin belegd wordt.<sup>1</sup>

## KLIMAATNEUTRAAL BELEGGEN IS OMVAT DOOR GANGBARE MISCONCEPTIES

CO<sub>2</sub>-emissies gecreëerd door de mens hebben geleid tot de structurele opwarming van de aarde, wat heeft geleid tot klimaatgerelateerde gevolgen zoals extreme weersomstandigheden, verlies van biodiversiteit en sociale ongelijkheden. Historisch hebben CO<sub>2</sub>-emissies gefungeerd als een extern gemaakte kostenpost voor de samenleving, aangezien de instanties die emissies hebben gecreëerd er niet voor hoefden te betalen. Hierdoor hebben de minst CO<sub>2</sub>-efficiënte bedrijven (impliciet) enorme subsidies ontvangen voor hun activiteiten en eindproducten.<sup>2</sup> Om klimaatneutraal te worden pakken beleidsmakers dit “free rider”-probleem van CO<sub>2</sub> aan door middel van een wereldwijd CO<sub>2</sub>-beprijzingsbeleid (om zodoende de kosten van CO<sub>2</sub>-emissies expliciet te maken), stimulansen voor hernieuwbare energie, en ook doelstellingen voor schone energie. De klimaattransformatie zal naar verwachting decennia duren, en brengt voor bedrijven “fysieke” en “transitie” risico’s mee.

Fysieke risico's worden gedefinieerd als ofwel acuut (d.w.z. een specifieke gebeurtenis als een overstroming of bosbrand), ofwel chronisch, waarbij het gaat om veranderingen in het milieu die voortvloeien uit lange termijn verschuivingen in klimaatpatronen. De cumulatieve effecten van een opwarmende planeet zijn niet-lineair van aard, waardoor fysieke risico's moeilijk te voorspellen zijn. Historische gegevens over verzekerde verliezen geven enig inzicht, en deze signaleren een grote impact. Zo zijn de verzekerde verliezen veroorzaakt door klimaatrampen de afgelopen 4 decennia gestegen van enkele miljarden wereldwijd naar meer dan \$100 miljard in 2021.<sup>3</sup>

Transitierisico's vangen hoe bedrijven hun bedrijfsmodellen moeten beheren en aanpassen als gevolg van het verminderen van CO<sub>2</sub>-emissies. Deze risico's worden onderverdeeld in vier subcategorieën: 1) beleid en juridisch, 2) technologie, 3) markt, en 4) reputatie. Elke subcategorie vertegenwoordigt een uniek risico voor een bedrijf, zoals bijvoorbeeld klimaat gerelateerde rechtszaken, expliciete CO<sub>2</sub>-prijzen, de impact van nieuwe energietechnologieën, en grondstoffenprijzen. Een recente studie in het prominente wetenschappelijke tijdschrift Nature schat in dat elke ton koolstofdioxide uitstoot de maatschappij – en indien correct expliciet gemaakt de uitstoter – \$185 kost.<sup>4</sup>

Het implementeren van een klimaatneutrale beleggingsstrategie vergt een inschatting over hoe het beste een reductie in *huidige* en *toekomstige* CO<sub>2</sub>-emissies te bereiken, maar ook over hoe de CO<sub>2</sub> absorptiecapaciteit van de aarde behouden kan blijven of zelfs vergroot kan worden. In de industrie bestaan er verschillende richtlijnen voor beleggers met criteria over het ontwerp en implementatie van een klimaatneutrale beleggingsstrategie. Zo bieden bijvoorbeeld groepen zoals de Paris Aligned Asset Owners, de Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC), en de Principles for Responsible Investment (PRI) kaders over wat men in overweging moet nemen. De Technische Standaarden van de Europese Commissie gaan nog verder, door specifiekere te zijn over de minimale vereisten voor Europese klimaatneutrale beleggingsbenchmarks. Zo stipuleren zij dat een Paris-Aligned Benchmark (“PAB”) onder andere: (i) een minimale reductie van 50% in de CO<sub>2</sub>-emissies van een portefeuille moet behalen op zowel bron 1, 2 (d.w.z. directe) & 3 (d.w.z. indirecte) emissies, (ii) verschillende vervuilende sectoren moet uitsluiten, (iii) elk jaar met een verdere 7% moet decarboniseren, maar ook (iv) bedrijven die bijdragen aan de klimaattransitie moet overwegen.

Hoewel dergelijke richtlijnen van onschatbare waarde zijn voor de markt, blijven de uiteindelijke implementatiebeslissingen bij beleggers zelf liggen. Dit heeft geleid tot een verscheidenheid aan benaderingen – typisch gedreven door de uiteenlopende opvattingen over de kwaliteit van verschillende typen klimaatdata en benaderingen. In tegenstelling tot gecontroleerde financiële rapporten worden CO<sub>2</sub>-emissies en andere klimaatdata ofwel vrijwillig openbaar gemaakt door bedrijven of geschat door externe dataproviders.

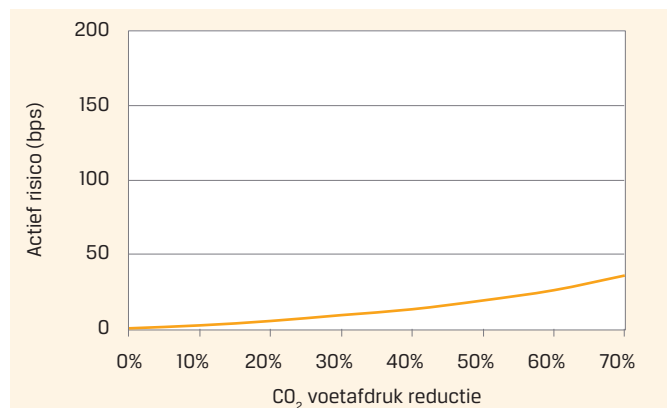
In dit artikel gebruiken we empirische analyses klimaatneutrale beleggingsbenaderingen te analyseren en de vijf gangbare misvattingen te ontcrachten. De meeste van de analyses in dit artikel zijn gebaseerd op optimalisaties per eind 2023 omdat recente data in ons geval het meest representatief zijn voor de huidige situatie. We willen graag benadrukken dat we ook gekeken hebben naar optimalisaties op andere tijdstippen en we over het algemeen kleine verschillen zien in uitkomsten. Daarom, geloven we dat de uitkomsten representatief zijn voor de huidige problematiek die beleggers ervaren. Daarnaast zijn de analyses afhankelijk van gedeeltelijk incomplete en gemodelleerde data. Deze data wijzigen zo nu en dan doordat data bedrijven hun methodologieën en modellen aanpassen. De absolute getallen in de analyses kunnen derhalve als indicatief worden gezien, maar niet als puntschattingen worden geïnterpreteerd.

### MISCONCEPTIE 1: KLIMAATNEUTRAAL BELEGGEN VERGT HOGE ACTIEVE RISICO'S

Van de voorgestelde misconcepties is de opvatting dat een klimaatneutraal beleggingsbeleid een significant actief risico – in dit artikel gedefinieerd als tracking error – vereist de meest diepgewortelde in de industrie. Dit is begrijpelijk, aangezien veel bekende “duurzame” producten in de markt relatief hoge niveaus van actief risico vertonen. Zo vertoont de MSCI World Climate Paris Aligned Index een tracking error van 1.54% ten opzichte van MSCI World per Oktober 2024. Dit kunnen we meestal toeschrijven aan suboptimale portefeuillesamenstellingen. Veel prominente klimaatindices, zoals de MSCI World Climate Paris Aligned Index<sup>5</sup>, hebben bijvoorbeeld grote onderwegingen in sectoren zoals energie, nutsbedrijven en materialen. Aangezien sectorvolatiliteit berucht hoog is (sectoren zijn zeer gevoelig voor macro-economische gebeurtenissen), is de tracking error van deze indices dienovereenkomstig verhoogd ten opzichte van een bredere index zoals de MSCI World Index. In andere gevallen blijkt dat een klein aantal criteria (meestal één of twee) verantwoordelijk is voor een buitenproportionele bijdrage aan het actieve risico.

We beginnen onze empirische analyses met het evalueren van het actieve risico benodigd voor het reduceren van de huidige CO<sub>2</sub>-emissies van een beleggingsportefeuille. Figuur 1 geeft de resultaten grafisch weer binnen de MSCI World Index per eind 2023. De lijn is gegenereerd door het actieve risico (y-as) te minimaliseren bij elk niveau van CO<sub>2</sub>-emissie reductie (x-as), waarbij we aparte doelstellingen voor bron 1 & 2 en scope 3 onafhankelijk implementeren.<sup>6</sup>

Figuur 1  
Impact op het actieve risico (gedefinieerd als tracking-error o.b.v. het BARRA GEMLT risicomodel) door CO<sub>2</sub>-emissie reductie doelstellingen binnen de MSCI World Index per eind 2023



Bron: ISS, MSCI

Over het algemeen kunnen aanzienlijke CO<sub>2</sub>-emissie reducties worden bereikt met zeer weinig actief risico; 19 basispunten zijn nodig om een reductie van 50% te realiseren. Het benodigde actieve risicobudget neemt toe – maar blijft beperkt – naarmate men het een hogere reductie beoogd, de tracking error verdubbeld naar ongeveer 36 basispunten voor een CO<sub>2</sub>-emissie reductie van 70%. Deze bevindingen sluiten aan bij de bevindingen van Bolton, Kacperczyk, en Samama (2022).<sup>7</sup> De auteurs laten ook zien hoe de benodigde tracking error zich kan ontwikkelen afhankelijk van verschillende scenario's omtrent de beschikbare carbon budgetten naar klimaat-neutraal in 2050.

### EMPIRISCHE ANALYSES LATEN ZIEN DAT VIJF GANGBARE MISVATTINGEN OVERDREVEN ZIJN

Interessant te benoemen is ook dat, ondanks de verschillende opvattingen over de nauwkeurigheid en/of relevantie van de huidige scope 3 data, aanzienlijke reducties in scope 3 CO<sub>2</sub>-emissies kunnen worden bereikt met weinig impact op het actieve risico.

U kunt zich afvragen waarom slechts relatief weinig actief risico benodigd is? Een eerste belangrijke reden hiervoor is dat de CO<sub>2</sub>-emissies van bedrijven over het algemeen een grote scheefheid vertoont – met minder dan 20% van de marktkapitalisatie die verantwoordelijk is voor meer dan 70% van de CO<sub>2</sub>-emissies. Door de grotere uitstoters te onderwegen in een portefeuille kan een grote emissiereductie behaald worden. De tweede belangrijke reden is het bewust te sturen op het actieve risico. Dit heeft als gevolg dat vooral sector afwijkingen t.o.v. de benchmark vermeden worden (zo zijn sectorafwijkingen van de portefeuilles in figuur 1 t.o.v. de MSCI World zeer beperkt – typisch onder de 1%) en daarmee blijven de benodigde actieve risico's beperkt.

## MISCONCEPTIE 2: KLIMAATNEUTRAAL BELEGGEN VEREIST GROTE ACTIEVE SECTORPOSITIES

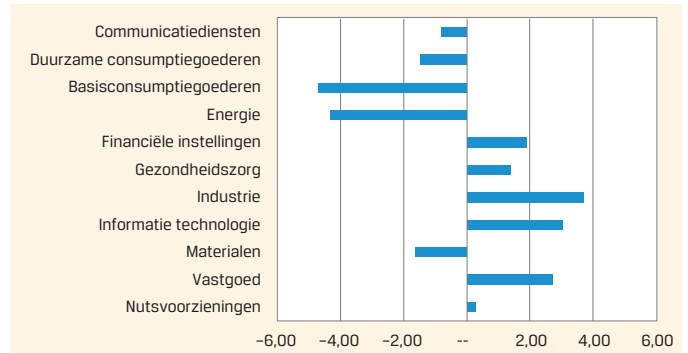
Hiermee komen we bij de tweede gangbare misvatting: klimaatneutraal beleggen vereist grote actieve sectorposities. We zagen hierboven dat het bereiken van een substantiële reductie in CO<sub>2</sub>-emissies relatief weinig actief risico vergt, en als beargumenteert komt dit (mede) door het beperken van sectorafwijkingen in de portefeuille. Echter, de benadering die wordt gekozen om dit doel te bereiken is van cruciaal belang. Een van de meest voorkomende valkuilen in veel klimaatneutrale portefeuillestrategieën zijn materiële sectorblootstellingen, blootstellingen die de doelstellingen van risicobeheer en diversificatie kunnen ondermijnen. Deze sectorblootstellingen zijn vaak een direct gevolg van de manier waarop CO<sub>2</sub>-emissies over de industrieën zijn verdeeld.

Ter illustratie groepeerde figuur 2 aandelen in de sectoren van de MSCI World Index per eind 2023 in kwintielen op basis van CO<sub>2</sub>-emissies. De verdeling van aandelen over de kwintielen laat aanzienlijke sectorconcentraties. Zo is 87% van de energiesector geconcentreerd in het kwintiel met de hoogste CO<sub>2</sub>-emissies, terwijl 68% van de vastgoedsector in het laagste kwintiel valt. Andere sectoren zoals informatietechnologie, communicatiediensten, financiële instellingen en gezondheidszorg zijn onevenredig sterk vertegenwoordigd in CO<sub>2</sub>-arme portefeuilles. Sectoren als materialen, nutsbedrijven, industrie, en basisconsumptiegoederen zijn daarentegen oververtegenwoordigd in de kwintielen met een hogere CO<sub>2</sub>-emissie.

Wanneer klimaatneutrale strategieën ontworpen worden zonder zorgvuldig rekening te houden met sector afwijkingen, kunnen ze derhalve aanzienlijke sector-risico's introduceren. Figuur 3 illustreert dit. In de figuur tonen we de actieve sectorposities in de MSCI World Climate Paris Aligned (PAB) Index per eind 2023 ten opzichte van de MSCI World Index.

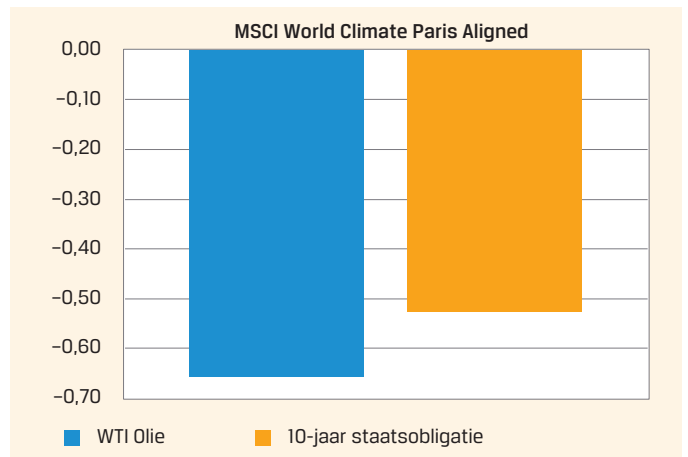
Grote onderwegingen in energie, basisconsumptiegoederen, en materialen worden gecompenseerd door aanzienlijke overwegingen in Informatietechnologie, vastgoed en financiële instellingen.<sup>8</sup>

Figuur 3 Actieve sectorposities van de MSCI World Climate Paris Aligned Index ten opzichte van de MSCI World Index per eind 2023



Bron: MSCI

Figuur 4 Gemiddelde rendementscorrelatie van de MSCI World Climate Paris Aligned Index – MSCI World Index met prijswijzigingen in de WTI Oil Index en 10-jaar staatsobligatie tussen Januari 2022 en December 2023



Bron: MSCI, Bloomberg, FactSet

Deze afwijkingen leiden tot relatief grote macro-economische risico's, zoals geïllustreerd voor twee belangrijke macro-economische risico's in Figuur 4: olieprijs en rentegevoeligheden. De figuur laat de correlatie zien tussen maandelijkse rendementen op de MSCI World PAB Index ten opzichte van de MSCI World Index met wijzigingen in de olieprijs of 10-jaar rente. Beide zijn sterk negatief (-66% en -53%).

Figuur 2 CO<sub>2</sub>-emissie verdeling (in % markt kapitalisatie) per CO<sub>2</sub>-emissie kwintiel binnen de MSCI World Index

Sector	Lage CO <sub>2</sub>	kwintiel 2	kwintiel 3	kwintiel 4	Hoge CO <sub>2</sub>
Communicatiediensten	42%	50%	8%	1%	
Duurzame consumptiegoederen	7%	18%	51%	13%	12%
Basisconsumptiegoederen	5%	10%	28%	50%	7%
Energie			3%	10%	87%
Financiële instellingen	39%	42%	19%	0%	0%
Gezondheidszorg	23%	51%	17%	7%	2%
Industrie	7%	9%	23%	31%	30%
Informatie technologie	47%	34%	12%	5%	1%
Materialen	1%	0%	6%	41%	51%
Vastgoed	68%	24%	2%	4%	2%
Nutsvoorzieningen	1%	4%	8%	41%	45%

Bron: ISS, MSCI

Door sectorafwijkingen aan te pakken – en daarmee macro-economische blootstellingen te minimaliseren – kunnen klimaatneutrale portefeuilles een lager actief risico hebben.

Daarnaast kan een asset owner ook een benchmark keuze maken die klimaatneutrale doelstellingen heeft. Enkele pensioenfondsen en verzekeraars hebben in de transitie naar klimaatneutraal beleid ervoor gekozen om zichzelf te benchmarken ten opzichte van een klimaatindex. Voor deze asset owners gelden over het algemeen de zorgen over afwijkende relatieve sectorblootstellingen minder, alhoewel de rendementen en risico op deze indices nog steeds significant kunnen afwijken van de bredere aandelenmarkt. We zien dan ook dat veel asset owners deze keuze liever niet maken, gegeven dat ze de voorkeur geven aan het afzetten van hun rendementsdoelstellingen ten opzichte van bredere markt indices.

### MISCONCEPTIE 3: FACTORBELEGGEN GAAT MOEILIJK SAMEN MET DE ADOPTIE VAN KLIMAATNEUTRAAL BELEGGEN

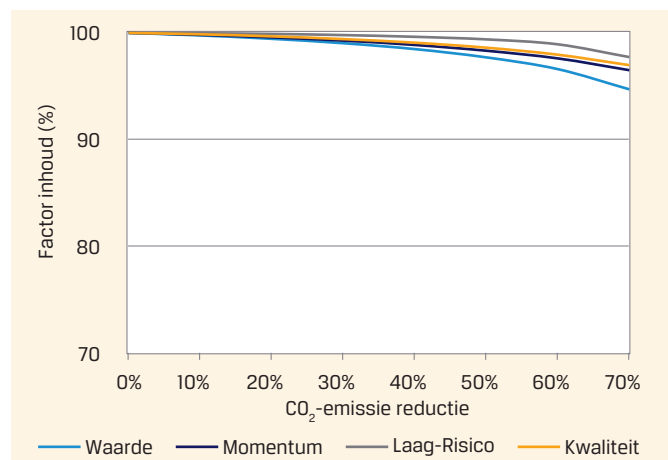
Om deze misvatting te ontkrachten, beginnen we op een manier die vergelijkbaar is met de vorige sectie. Echter, in plaats van actief risico evalueren we de impact van een CO<sub>2</sub>-emissie reductie op factorexposure. In andere woorden, we beoordelen in hoeverre de integratie van klimaat gerelateerde overwegingen de mogelijkheid van strategieën om factorexposure te leveren beperkt. Omdat het verwachte rendement direct gerelateerd is aan de blootstelling aan de beoogde factoren (d.w.z. factorinhoud), impliceert een vermindering van factorinhoud lagere verwachte rendementen.

#### KLIMAATNEUTRALE DOELSTELLINGEN VERGEN BEPERKTE RISICOBUDGETS EN GAAN SAMEN MET TRADITIONELE RENDEMENTSDOELSTELLINGEN

De resultaten van de impact van CO<sub>2</sub>-emissie reducties op factorexposure van een portefeuille zijn weergegeven in figuur 5. De lijnen worden gegenereerd door factorexposure te maximaliseren (y-as) bij elk niveau van CO<sub>2</sub>-emissie reductie (x-as), met een actief risicolimiet van 200 basispunten. We kiezen voor een ruimer actief risicobudget t.o.v. eerdere analyses om zodoende ruimte te geven voor factorexposure in de portefeuille. De hoeveelheid factorexposure die wordt behaald met een 0% reductie (verbetering) wordt gerapporteerd als 100% van de factorexposure (y-as).

Zoals te zien in de grafiek, blijft de factorexposure relatief stabiel – zelfs als we een aanzienlijk niveau van CO<sub>2</sub>-emissie reductie beogen. Dit impliceert dat de impact van klimaat-gerelateerd beleggen op het verwachte (factor-) rendement minimaal is. Hoewel figuur 5 toont dat over het algemeen factoren beperkt gevoelig zijn voor CO<sub>2</sub>-intensiteit reducties, merken we op dat

Figuur 5  
Impact op factorexposure (MSCI BARRA factor definities) door CO<sub>2</sub>-emissie reductie binnen factor portefeuilles met een actief risicolimiet (d.w.z. tracking error o.b.v. BARRA GEMLT risico-model) van 200 basispunten binnen de MSCI World Index per eind 2023



Bron: ISS, MSCI

(i) waarde en momentum (vanwege het sterke recente rendement van meer vervuulende bedrijven) meer worden beïnvloed dan kwaliteit en laag-risico, en (ii) de impact op factorexposure toeneemt als het actieve risicobudget lager wordt.

We concluderen dat actief beleggen – in de vorm van factorbeleggen – goed samengaat met het reduceren van CO<sub>2</sub>-emissies. Verder onderzoek laat zien dat dit ook geldt als andere klimaatneutrale maatstaven worden meegenomen.<sup>9</sup>

### MISCONCEPTIE 4: REDUCTIES IN CO<sub>2</sub>-EMISSIONS REDUCEREN OOK VOORUITKIKENDE KLIMAATRISICO'S

We komen vaak de veronderstelling tegen dat dat het meenemen van een duurzaamheidsdimensie automatisch ook andere duurzaamheidsdimensie ten goede komt. Zo horen wij geregeld dat het verminderen van *huidige* (beter gezegd historische) CO<sub>2</sub>-emissies van de beleggingsportefeuille leidt tot het verminderen van toekomstige emissies en gerelateerde kansen.

We evalueren hieronder de impact van toekomstgerichte metingen van CO<sub>2</sub>-transitie gereedheid door zowel de MSCI Low Carbon Transition Score (LCT) als de ISS Carbon Risk Rating (CRR) te gebruiken. Deze scores meten de mate waarin bedrijven onderhevig zijn aan zowel klimaat transitierisico's als klimaat transitie kansen. Figuur 6 toont de impact van CO<sub>2</sub>-emissie reducties op actief risico (zoals figuur 1), tezamen met de MSCI LCT score en ISS CRR score. De additionele lijnen (ten opzichte van figuur 1) geven de verbetering in de gewogen gemiddelde score van de portefeuille aan ten opzichte van de index.

Het blijkt dat een vermindering van de huidige CO<sub>2</sub>-emissies slechts een marginaal effect heeft op de verbeteringen in de toekomstgerichte klimaattransitie-*risico* maatstaven van de portefeuille. Zowel de LCT als de CRR-score van de portefeuille verbetert marginaal; minder dan 2% ten opzichte van de index bij een CO<sub>2</sub>-emissie reductie van 70%.

U zult zich afvragen waarom dit is? De belangrijkste oorzaak is dat huidige CO<sub>2</sub>-emissies van grotere emitters en toekomstgerichte CO<sub>2</sub>-transitie gereedheid nagenoeg niet gecorreleerd zijn met elkaar (en daarmee dus dat een vermindering van emissies niet resulteert in een materieel verbeterd transitieprofiel). Figuur 7 toont de MSCI LCT Score (y-as) en bron 1 & 2 CO<sub>2</sub>-emissies (x-as) voor elk bedrijf in de MSCI World Index per einde 2023. Een visuele inspectie onthult geen duidelijk patroon, dit met name voor bedrijven met hogere emissieniveaus. Interessant genoeg zijn dit de aandelen die vaak worden uitgesloten of onderwogen ten opzichte van een referentie index. Dit wordt bevestigd door de data. De correlatie tussen de LCT-score en bron 1 & 2 CO<sub>2</sub>-emissies voor bedrijven met een CO<sub>2</sub>-emissie waarde boven de 500 (61 aandelen) is bijna nul (-0.08).

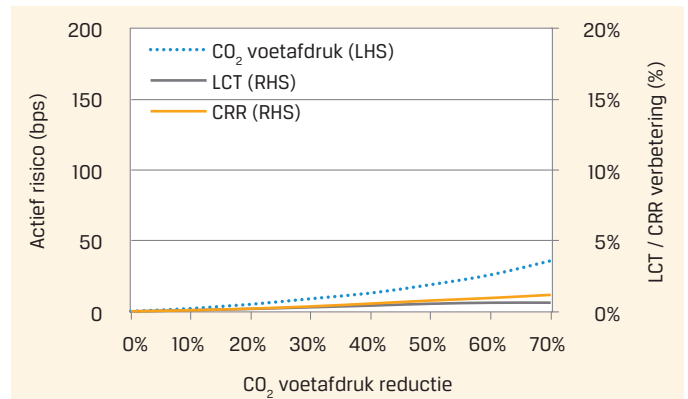
Deze analyse laat zien dat een CO<sub>2</sub>-emissie reductie niet noodzakelijkerwijs CO<sub>2</sub>-transitiegereedheid met zich meebrengt, maar laat ook impliciet de noodzaak zien om zorgvuldig te overwegen hoeveel transitie gereedheid in een klimaatneutraal raamwerk moet worden opgenomen.

**MISCONCEPTIE 5: KLIMAATNEUTRAAL BELEGGEN IS MOEILIK TE REALISEREN IN OPKOMENDE MARKTEN**

Een vijfde gangbare misvatting is dat klimaat-neutraliteit van een beleggingsportefeuille inherent moeilijker is in opkomende markten. Dit verhaal blijkt wederom een te simpele voorstelling van zaken. Als het gaat om het samenstellen van klimaatneutrale portefeuilles gelden onze bevindingen voor ontwikkelde markten ook voor opkomende markten.

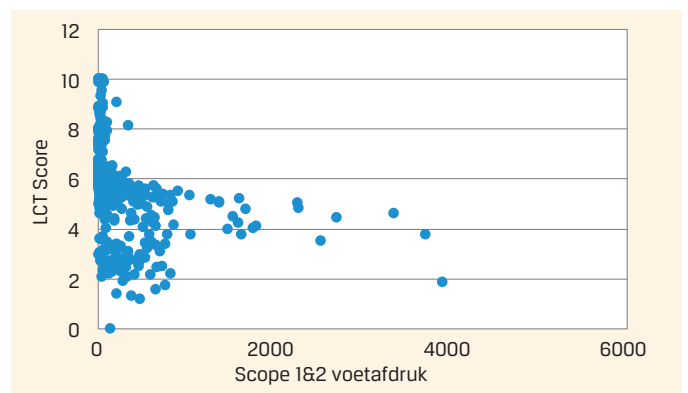
In figuur 8 vergelijken we de CO<sub>2</sub>-emissies tussen ontwikkelde (links) en opkomende (rechts) markten per GICS-sector. Terwijl bedrijven in opkomende markten in de meeste sectoren hogere directe en indirecte emissies hebben, vertoont de sectorale verdeling een consistent patroon met ontwikkelde markten. Dit betekent dat simplistisch ontworpen klimaatneutrale strategieën in opkomende markten te maken krijgen met veel van dezelfde valkuilen als in ontwikkelde markten, zoals sectorale vertekeningen en daaruit volgende macro-economische relatieve risico's.

Figuur 6 Impact op actief risico (gedefinieerd als tracking-error o.b.v. het BARRA GEMLT risicomodel) en vooruitkijkende maatstaven door CO<sub>2</sub>-emissie reductie doelstellingen binnen de MSCI World Index per eind 2023



Bron: ISS, MSCI

Figuur 7 Verdeling van CO<sub>2</sub>-emissies (scope 1, 2) en MSCI LCT Score binnen de MSCI World Index per eind 2023



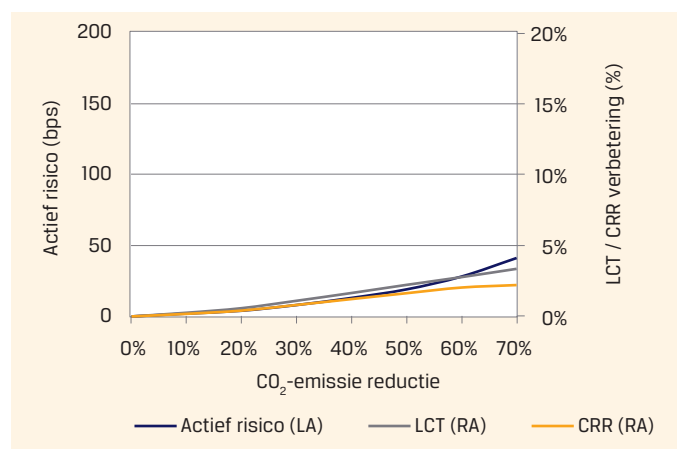
Bron: ISS, MSCI

Figuur 8 CO<sub>2</sub>-emissies per sector voor ontwikkelde markten en opkomende markten

	Ontwikkelde markten			Opkomende markten		
	Bron 1&2	Bron 3	Bron 1&2&3	Bron 1&2	Bron 3	Bron 1&2&3
Communicatiediensten	6	58	64	22	59	81
Duurzame consumptiegoederen	24	656	681	31	1202	1233
Basisconsumptiegoederen	40	410	450	75	291	365
Energie	259	2719	2977	627	5850	6477
Financiële instellingen	2	62	64	3	82	86
Gezondheidszorg	6	101	107	20	66	87
Industrie	62	626	688	133	794	926
Informatie technologie	12	133	145	57	247	304
Materialen	382	1141	1523	719	892	1611
Vastgoed	7	45	52	14	92	106
Nutsvoorzieningen	450	293	743	1562	528	2090

Bron MSCI, ISS, Northern Trust Asset management

**Figuur 9**  
Impact op actieve risico (tracking-error als hiervoor) en vooruitkijkende maatstaven door CO<sub>2</sub>-emissie reductie doelstellingen binnen de MSCI Emerging Markets Index

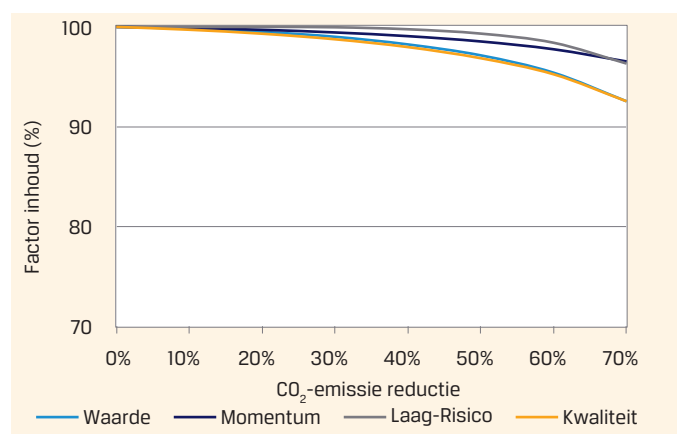


Bron: ISS, MSCI

Figuren 9 en 10 herhalen onze resultaten voor opkomende markten met betrekking tot misconcepties 1, 3, en 4. Figuur 9 laat zien dat een vermindering van de CO<sub>2</sub>-voetafdruk met 50% bereikt kan worden met een klein actief risicobudget – slechts ongeveer 20 basispunten van het actieve risico (misconceptie 1). Een hoger niveau van CO<sub>2</sub>-emissie reductie leidt echter niet automatisch tot een verbetering van toekomstgerichte CO<sub>2</sub>-parameters (misconceptie 3), wat betekent dat dergelijke verbeteringen expliciet zouden moeten worden nagestreefd in het portefeuilleontwerp.

Figuur 10 laat zien dat het effect van decarbonisatie op de factor inhoud in opkomende markten portefeuilles vergelijkbaar is met wat we bij ontwikkelde markten hebben waargenomen. Bij een aanzienlijke reductie van de CO<sub>2</sub>-emissies (bijv. 50%) is er een minimaal verval is in de factorblootstelling – slechts ongeveer 3% (misconceptie 4). Met andere woorden, ook in opkomende markten gaan de misconcepties op, en kunnen klimaatneutrale elementen geïmplementeerd worden zonder hoge niveaus van

**Figuur 10**  
Impact op factorexposuur door CO<sub>2</sub>-emissie reductie binnen factor portefeuilles met een actief risicolimiet (op tracking error) van 200 basispunten binnen de MSCI Emerging Markets Index per eind 2023



Bron: ISS, MSCI

benodigd actief risico en zonder afbreuk te doen aan de factor-exposure van portefeuilles.

## CONCLUSIE

In dit artikel bestuderen we vijf wijdverbreide misvattingen rondom een klimaatneutrale beleggingsstrategie in aandelenportefeuilles d.m.v. empirische analyses. Integratie van klimaatcriteria in beleggingsportefeuilles hoeft niet gepaard te gaan met een hoog actief risico, hoeft geen grote sectorrisico's te vergen, gaat goed gepaard met factorbeleggen, vergt zowel de expliciete opname van huidige CO<sub>2</sub>-emissies als een vooruitkijkend perspectief, en is ook in opkomende markten goed integreerbaar in portefeuilles. Kortom, zowel klimaat- als risico-rendementsdoelstellingen kunnen goed samengaan in een beleggingsportefeuille.

Dat gezegd hebbende, willen we graag afsluiten met een verduidelijking. Hoewel onze analyse aantoont dat de afwegingen over een klimaatneutraal beleggingsbeleid omgeven zijn door misvattingen, laten we ook zien dat ze niet volledig te vermijden zijn. Het integreren van klimaatneutrale doelstellingen in beleggingsportefeuilles vergt zorgvuldige overwegingen en analyses en dit onderzoek dient daarbij als startpunt voor vermogensbezitters. Wij geloven sterk in een pad voorwaarts waarin zowel rendements-, risico-, als duurzaamheidsdoelstellingen zorgvuldig verenigd worden.

## Noten

- In dit artikel praten we over CO<sub>2</sub>-emissies ter versimpeling, maar bedoelen we impliciet ook andere klimaat belastende gassen die voor klimaatneutraal beleggen van belang zijn en waarvan de uitstoot gereduceerd dient te worden, zoals methaan. Deze (kunnen) worden meegenomen in klimaatneutrale raamwerken door vertaling naar CO<sub>2</sub>-equivalente emissies.
- Schattingen van het IMG geven een bedrag van \$7 triljard in 2022 (<https://www.imf.org/en/Topics/climate-change/energy-subsidies>).
- Bevere, L., & Remodi, F. (2022). Natural catastrophes in 2021: the floodgates are open. Swiss Re Institute White Paper.
- Rennert, K., Erickson, F., Prest, B.C. et al. (2022). Comprehensive evidence implies a higher social cost of CO<sub>2</sub>. *Nature*, 610, 687–692.
- De methodologie van de MSCI World Climate Paris Aligned Index kan via de onderstaande link worden ingezien. Het bevat naast andere elementen een emissie-pad naar klimaatneutrale emissies in 2050. [https://www.msci.com/eqb/methodology/meth\\_docs/MSCI\\_Climate\\_Paris\\_Aligned\\_Indexes.pdf](https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_Climate_Paris_Aligned_Indexes.pdf)
- Meer specifiek, de lijn is gegenereerd door de verwachte tracking error o.b.v. het BARRA GEMLT risicomodel te minimaliseren met de conditie dat de CO<sub>2</sub>-emissies van de portefeuille minimaal een bepaald percentage zoals weergegeven op de x-as lager zijn dan die van de MSCI World index.
- Bolton, P., Kacperczyk, M., & Samama, F. (2022). Net-Zero Carbon Portfolio Alignment. *Financial Analysts Journal*, 78(2), 19–33.
- Interessant is dat de industrie sector – een sector met relatief hoge CO<sub>2</sub>-emissies – ook een overweging laat zien. Dit kan worden toegeschreven aan de integratie van andere duurzaamheidsmaatstaven en de effecten van optimalisatieprocessen binnen het index constructie proces.
- Zie: <https://www.northerntrust.com/content/dam/northerntrust/investment-management/global/en/documents/research/quantitative/carbon-misconceptions.pdf>.

# Unintended Consequences: How ESG Preferences Can Potentially Bring Unexpected Style Exposure in Equity Indices

*Durga Shankar, Gaston Siegelaer and Hendro Sugandi<sup>1</sup>*

How do ESG preferences affect the risk and return characteristics of a portfolio? Do they add style biases or increase sensitivity to specific macro-economic variables like interest rates and oil prices? In this article we approach these questions using a case study using a real index series that incorporates a range of ESG preferences in different layers. This layered structure allows us to measure the impact of each individual ESG preference separately in the context of an investable index.

## ACADEMIC STUDIES SHOW THAT ESG INVESTING DOES NOT NEGATIVELY IMPACT RETURNS, BUT HOW DOES IT AFFECT RISK?

Much of the debate and literature on ESG investing is about financial returns. In their meta study, Atz et al. (2023) found that, on average, there is no distinction between the financial performance of ESG investments to that of conventional investments. Gao et al. (2024) and Pollak et al. (2024) also found that ESG investing does not generally negatively affect returns. But there has been far less focus on risk. Although Atz et al.

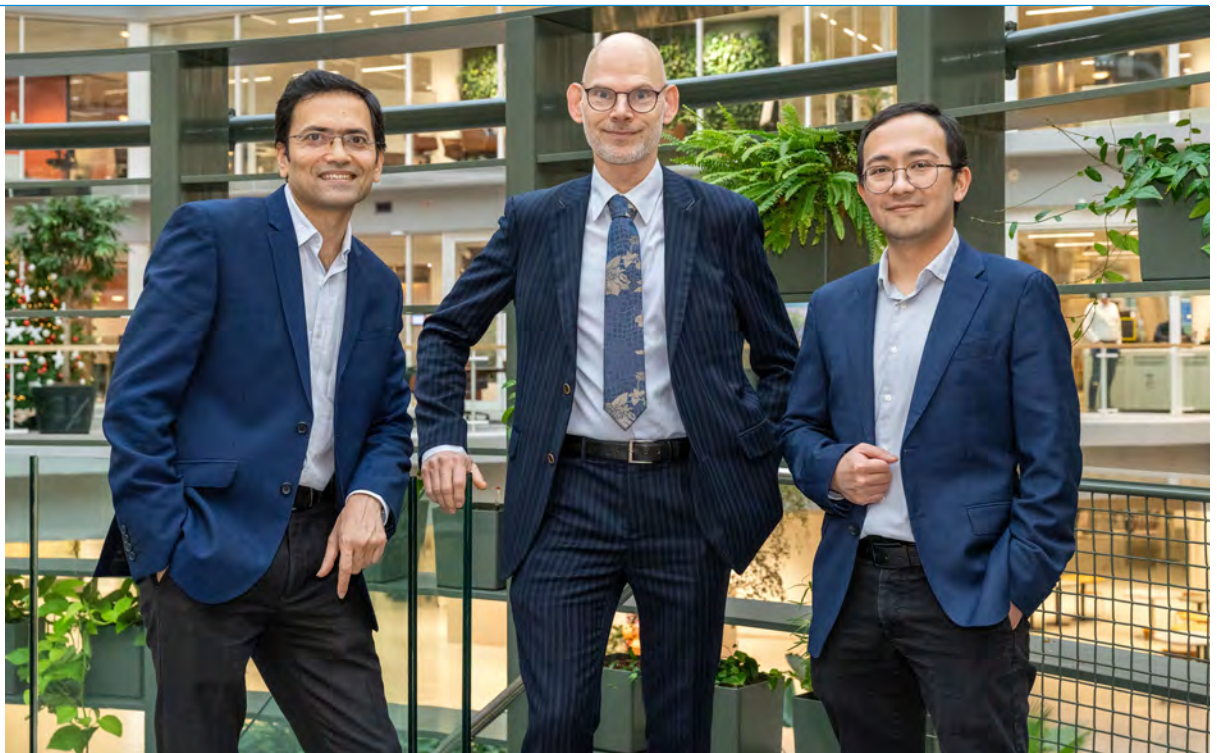
(2023) postulate that ESG investing provides asymmetric benefits, especially during a social or economic crisis, more detailed analyses on the risk characteristics of ESG investing are not widespread in the literature.

This article aims to contribute to the literature by analyzing ESG investing in developed market equities by evaluating risk factors including sensitivities to style tilts and macro-economic variables. The basis for this research is an investable index series that has been used as a benchmark for an index fund.

**Durga Shankar CFA (I)**  
Quantitative researcher within the Index Solutions team at APG Asset Management

**Gaston Siegelaer PhD (m)**  
Senior investment specialist at APG Asset Management

**Hendro Sugandi PhD (r)**  
Quantitative researchers within the Index Solutions team at APG Asset Management





## A BESPOKE INDEX WITH FOUR ESG LAYERS

The index series used for the investigations covered in this paper is the iSTOXX® APG World Responsible Low-Carbon SDI Index. This index was launched in March 2020 as part of a family of five indices, where each index contains one or more layers of ESG preferences. Exhibit 1 shows the different layers that comprise this index construction.<sup>2</sup>

This bespoke index was created to serve as the benchmark of an index fund, launched by APG Asset Management in September 2021: the APG Developed Equities RI Index Pool, where RI stands for Responsible Investing. This fund was launched to satisfy two client requirements. The first was to offer the option of investing in a passive rather than actively managed equity strategy. The second was to have ESG preferences implemented in a transparent way via a customized index rather than building a customized portfolio that deviates from a standard index, e.g. MSCI World, using ESG preferences as constraints.

Now, four years later, we look back and analyze the risk and return of the various ESG preferences in the RI index and show how these findings can be useful considerations when developing

new ESG index methodologies. As the indices have been in place since 2020 and are not reconstructed with hindsight, our study does not suffer from any look-ahead bias.

## RISK AND RETURN OF THE INDICES

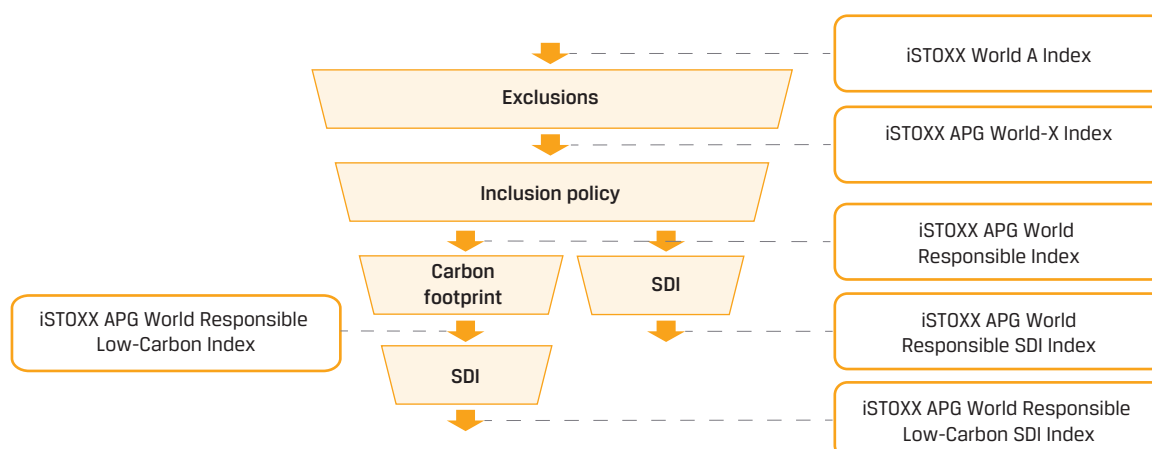
This study first considers the five bespoke indices and the parent index. Exhibit 2 shows some characteristics of the indices. We used monthly gross returns (without currency hedging) in EUR from the end of March 2020 until the end of August 2024.

The return and absolute volatility of the six indices resemble each other. The biggest change in terms of the number of index constituents occurs in the second layer, when the inclusion criteria are applied. This is also visible in the increase of the tracking error after applying the second layer.

## DISENTANGLING THE RI COMPONENTS

This family of indices makes it possible to calculate the impact of each ESG layer separately by taking the return differential between the two relevant indices within the series. Exhibit 3 shows the series of return differential series that were calculated.

Exhibit 1	Indices	ESG layer
The four steps from parent index to benchmark	iSTOXX World A Index	The reference index, also called parent index, for constructing the bespoke benchmark is the iSTOXX World A Index. Its scope is large- and mid-cap stocks in developed equity markets.
The process starts with a reference index. Each further layer of ESG preferences is implemented by constructing an additional index where the tracking error versus the parent index is minimized while satisfying certain ESG criteria and a range of risk and liquidity constraints.	iSTOXX APG World-X Index	The first layer of ESG preference is exclusion. This index excludes nuclear-weapon and cluster-munition producers, tobacco companies and UN Global Compact violators from the eligible universe.
	iSTOXX APG World Responsible Index	The second layer of ESG preference is implemented using the client's inclusion policy. Here so-called ESG laggards are removed from the eligible universe. These are either companies involved in controversies or controversial products or services, or companies that fail to meet minimum conduct criteria on labor rights, human rights and governance.
	iSTOXX APG World Responsible Low-Carbon Index	The third layer, applied to the iSTOXX APG World Responsible Index, implements the reduction of the carbon footprint by 20% versus the parent index in 2020, with a stepwise increase to a reduction of 33.33% in 2025.
	iSTOXX APG World Responsible SDI Index	An alternative third layer, also applied to the iSTOXX APG World Responsible Index, implements a minimum investment percentage in Sustainable Development Investments (SDIs): These are investments that contribute to the Sustainable Development Goals (SDGs). The initial SDI floor in 2021 was 15% of the index, with a stepwise increase to 20% in 2025.
	iSTOXX APG World Responsible Low-Carbon SDI Index	A further fourth layer can be created by applying the criteria of the iSTOXX APG World Responsible SDI Index to the iSTOXX APG World Responsible Low-Carbon index. This is the benchmark for the index portfolio.



Index	Number of constituents (average over period)	Average returns (annualized, in %)	Volatility (annualized, in %)	Tracking Error versus parent index (annualized, in %)	Maximum drawdown versus parent index (in %)
iSTOXX World A	1,644	18.10	13.90	-	-
iSTOXX APG World-X	1,422	18.16	13.98	0.36	1.07
iSTOXX APG World Responsible	665	18.18	14.07	1.03	1.60
iSTOXX APG World Responsible Low-Carbon	664	18.21	14.09	1.02	1.60
iSTOXX APG World Responsible SDI	646	18.03	14.10	1.02	1.82
iSTOXX APG World Responsible Low-Carbon SDI	643	18.05	14.11	1.02	1.83

From Exhibit 4, we conclude that there are significant negative return effects in Cases D and E. This is mainly due to the addition of the SDI layer in Case D. Adding SDI layer leads to different constituents between iSTOXX APG World Responsible SDI Index and iSTOXX APG World Responsible Index. As of 30th August 2024, 11.4% of constituents in iSTOXX APG World Responsible SDI Index are not included in iSTOXX APG World Responsible Index. On the other hand, iSTOXX APG World Responsible Low-Carbon Index has very similar constituents as iSTOXX APG World Responsible Index, where only 0.18% constituents in iSTOXX APG World Responsible Low-Carbon Index are not included in iSTOXX APG World Responsible Index. This suggests that the addition of Low-Carbon layer does not really change the optimized index, while adding the SDI layer does.

In Case E, the negative return effect from adding the SDI layer is greater than the positive effect of adding the Low Carbon layer in Case C. Thus, there is a significantly negative effect in Case E. Finally, in Case F, it is evident that the total effect is not statistically significant.

### DO ESG PREFERENCES CORRELATE WITH STYLE TILTS?

The next question we investigate is whether the ESG preferences cause style tilts. Although the index construction is controlled for ex ante style tilts versus the parent index, some style tilt may occur ex post. We investigate this by carrying out a regression analysis of the return differentials in Cases A to F on the excess returns of MSCI factor indices versus the MSCI World Index. The use of MSCI factor or style indices enables a check to be carried out on the iSTOXX indices for the presence of style tilts with an independent measure of these tilts. For the style returns ( $R_{style}$ ) we use the following factor indices for measuring the style tilt of the iSTOXX indices versus the style indices: (1) MSCI World Enhanced Value Index, (2) MSCI World Equal Weighted Index (representing the tilt to Size, i.e. small cap versus large cap), (3) MSCI World Momentum Index, (4) MSCI World Quality Index, and (5) MSCI World Minimum Volatility Index. We also include the market returns ( $R_{market}$ ) minus the risk-free rate ( $R_f$ ) as regressor to control for market beta tilt. The market returns are MSCI World Standard (large cap and mid cap).

Case	RI component	Return differential calculated as
A	Exclusion policy	iSTOXX APG World -X -/- parent index
B	Inclusion policy	iSTOXX APG World Responsible -/- iSTOXX APG World -X
C	Low Carbon	iSTOXX APG World Responsible Low-Carbon -/- iSTOXX APG World Responsible
D	SDI	iSTOXX APG World Responsible SDI -/- iSTOXX APG World Responsible
E	Combined Low Carbon and SDI	iSTOXX APG World Responsible Low-Carbon SDI -/- iSTOXX APG World Responsible
F	TOTAL	iSTOXX APG World Responsible Low-Carbon SDI -/- parent index

Case	Average return differential (annualized, in %)	Standard deviation of return differentials (ann., in %)	t-stats
A Exclusion	0.065	0.364	0.373
B Inclusion	0.021	1.084	0.041
C Low Carbon	0.027	0.067	0.855
D SDI	-0.156**	0.136	-2.414
E Low Carbon & SDI	-0.135*	0.145	-1.969
F Total	-0.050	1.015	-0.103

The t-statistics is reported with the null hypothesis that the mean of the return differential is equal to zero. \*\* and \* indicate statistical significance at 5% and 10% level. The sample period is from the end of March 2020 until the end of August 2024.

Exhibit 5 Regression results for style tilts	Variables	Case A	Case B	Case C	Case D	Case E	Case F
		Exclusion	Inclusion	Low Carbon	SDI	Low Carbon & SDI	Total
The t-statistics are reported in bracket. ***, **, and * indicate statistical significance at 1%, 5% and 10% level. The sample period is from the end of March 2020 until the end of August 2024.	$\alpha$	-0.000 (-0.367)	-0.000 (-0.186)	0.000 (0.186)	-0.000** (-2.381)	-0.000** (-2.138)	-0.000 (-0.633)
	Market return minus risk free rate	0.001 (0.267)	0.030* (1.912)	0.001 (0.754)	0.002 (1.099)	0.003 (1.325)	0.034** (2.342)
	Value	0.002 (0.196)	0.030 (1.174)	-0.001 (-0.627)	-0.003 (-1.022)	-0.004 (-1.147)	0.028 (1.171)
	Size	-0.003 (-0.205)	-0.007 (-0.133)	-0.003 (-1.066)	0.016** (2.567)	0.013** (2.030)	0.003 (0.073)
	Momentum	-0.009 (-1.192)	0.064*** (2.806)	-0.001 (-0.753)	0.006** (2.070)	0.005 (1.592)	0.060*** (2.829)
	Quality	0.035** (2.237)	-0.016 (-0.330)	-0.007** (-2.518)	0.004 (0.715)	-0.002 (-0.317)	0.017 (0.388)
	MinVol	-0.004 (-0.409)	0.032 (1.176)	-0.001 (-0.628)	-0.001 (-0.410)	-0.002 (-0.488)	0.026 (1.053)
	adj. R2	0.125	0.079	0.118	0.097	0.102	0.096
	N Obs.	53	53	53	53	53	53

We select the regressors from a practitioner’s perspective, emphasizing on well-known styles. From an academic standpoint, our choices align with the Fama and French (2015) five-factor model and Carhart’s (1997) model. The regressors we use include the market return minus the risk-free rate, the MSCI World Enhanced Value Index, the MSCI World Equal Weighted Index, and the MSCI World Momentum Index, which correspond to the Market, Value, Size, and Momentum factors outlined in the Fama and French (2015) model and Carhart (1997) momentum factor. Additionally, we incorporate the MSCI World Quality Index, which employs Return on Equity amongst others to calculate its quality score, aligning with the RMW (robust minus weak profitability) factor in Fama and French (2015).

Finally, we include the MSCI World Minimum Volatility Index as a proxy for low-volatility stocks. Fama and French (2016) observe that the returns of low-beta stocks often resemble those of profitable firms that invest conservatively. An interpretation would be that low-volatility (high-volatility) stocks exhibit traits similar to those of profitable (unprofitable) and conservative (aggressive) firms. These relationships are reflected in the RMW (Robust Minus Weak) and CMA (Conservative Minus Aggressive) factors of the Fama and French (2015) five-factor model. Hence, the MSCI World Minimum Volatility Index is chosen as a relevant regressor in this analysis.

So, for the exclusion criteria (Case A), the regression equation for the return differential  $R_A$  reads:

$$R_A(t) = \alpha + \beta \cdot [R_{\text{market}}(t) - r_f(t)] + \sum_{i=1}^5 \gamma_i \cdot (R_{\text{style } i}(t) \cdot R_{\text{market}}(t)) + \epsilon(t)$$

A similar equation has been used for Cases B, C, D, E and F. Exhibit 5 shows the results.

The results show that the constant term in the regressions is significantly negative for Cases D and E (the SDI layer and the combined SDI and Low-Carbon layer in the index). This means that part of the return differential cannot be explained by factor tilts and is due to idiosyncratic return. However, for the total effect in Case F, the intercept is not statistically significant. Interestingly, while we observe a non-significant negative returns effect for Case F in Exhibit 4, the regression suggests that iSTOXX APG World Responsible Low-Carbon SDI Index has different exposure to Market and Momentum factors compared to its parent index.

For Case F, we conclude that the iSTOXX APG World Responsible Low-Carbon SDI Index has a higher Market and Momentum exposure or tilt than its parent index. This difference mainly comes from the inclusion layer, which is shown in Case B. The parameters for the factor tilts show that some layers exhibit a small tilt, but other than Market (beta) and Momentum, there are no significant tilts shown in Case F.

Thus, we can conclude that iSTOXX APG World Responsible Low-Carbon SDI Index has higher style exposure to Momentum and Market (beta) than the parent index. Although the index is constructed in such a way that style tilts are controlled for ex ante, these tilts can creep in the time series ex post. One reason for this is that style tilts are controlled only on the index rebalance date. As constituent weights drift from the last rebalance, the index may exhibit style biases until it is rebalanced again. Additionally, the index design manages style tilts based on Axioma Risk Model Style factors. Therefore, when the index is analyzed for style tilts using an independent style definition, part of the tilt may be attributed to differences in definitions.

## DO ESG PREFERENCES CORRELATE WITH MACRO-ECONOMIC VARIABLES?

Another way to look at risk is in the context of sensitivities to macro-economic variables. For this analysis, we choose the following variables: changes in short-term interest rates (EUR), changes in the slope of the term structure (EUR) and changes in the oil price.<sup>3</sup>

We perform the following regression for Case A (and similarly for Cases B to F):

$$R_A(t) = \alpha + \sum_{i=1}^3 \delta_i \cdot X_i(t) + \epsilon(t)$$

Where

X<sub>1</sub> = change in EUR 1 year rate

X<sub>2</sub> = change in EUR 10 year – 1 year slope

X<sub>3</sub> = change in oil price (percentage)

Exhibit 6 shows the results.

We observe that none of the macro-economic factors is significantly linked to the total layer as shown in Case F. Cases D and E show a negative return effect, as indicated by the intercept coefficient, consistent with the analysis on the style factors. Furthermore, case D shows that there is a small negative exposure of the SDI layer to the change in EUR 10 year rate minus 1 year rate.

Thus, we conclude that for the total effect, ESG preferences do not introduce systematic tilts to macro-economic factors.

## CONCLUSIONS

Consistent with earlier meta-studies, we observe that ESG preferences do not result in significant differences in performance (returns) as evidenced in the analysis of the ESG-tilted index (Case F) and the parent index. However, the ESG preferences can introduce some style tilts. This study shows that although it has been controlled for style tilts, the ESG-tilted index (Case F), has a statistically significant exposure towards the factors of Market (beta) and Momentum, measured using an alternative (independent) style definition from MSCI Indices. Also, there are no significant exposures to macroeconomic variables associated with any of the ESG preferences.

This research paper shows that in the case of an ESG-tilted index, it would be prudent to periodically evaluate the risk-return profile once the index has been implemented to ensure the ESG preferences and style exposures are working as desired. In this context, future research could build on these findings to explore methodologies to tilt an index towards ESG, while ensuring performance and risk exposure are maintained.

## References

- Atz, U., Van Holt, T. et al., 2023, Does sustainability generate better financial performance? review, meta-analysis, and propositions, *Journal of Sustainable Finance & Investment*. Volume 13, 2023 – Issue 1, pp. 802-825. Article on <https://doi.org/10.1080/20430795.2022.2106934>
- Carhart, M. M., 1997, On persistence in mutual fund performance, *The Journal of Finance*. Volume LII, No. 1, March 1997, Pages 57-82. Article on <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x>
- Fama, E. F., K. R. French, 2015, A five-factor asset pricing model, *Journal of Financial Economics*. Volume 116, Issue 1, April 2015, Pages 1-22. Article on <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X14002323>
- Fama, E. F., K. R. French, 2016, Dissecting anomalies with a five-factor model, *The Review of Financial Studies*. Volume 29, Issue 1, January 2016, Pages 69-103. Article on <https://academic.oup.com/rfs/article-abstract/29/1/69/1843682?redirectedFrom=fulltext>
- Gao, X., K. Koedijk, S. Ryu, S. Wetzels, Z. Zhou, 2024, Environmental, social, and governance tools and investment fund portfolio characteristics: a practical-question-oriented review, *Frontiers in Sustainability*. Article on <https://doi.org/10.3389/frsus.2023.1323304>
- Pollak, M., B. Arshanapalli, C. Hobson & A. Griffin, 2024, The Returns to Environmental, Social, and Governance Investing, *The Journal of Investing*. Article on <https://www.pm-research.com/content/ijinvest/early/2024/07/29/joi20241326>

## Notes

- 1 The views expressed in this paper are our own and do not necessarily reflect the views of APG Asset Management. We thank Gerben de Zwart and Sarah Hammond (APG) for their insightful comments, Kartik Sivaramakrishnan and Gimani Vidanagamage (iSTOXX) for their assistance. We thank the editorial board and the reviewers for their feedback.
- 2 For technical details, we refer to page 722 of the index guide: [https://www.stoxx.com/document/Indices/Common/Indexguide/istoxx\\_index\\_guide.pdf](https://www.stoxx.com/document/Indices/Common/Indexguide/istoxx_index_guide.pdf)
- 3 Data sources: <https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/YC/YC.B.U2.EUR.4F.G.N.A.SV.C.YM.SR.1Y>; <https://fred.stlouisfed.org/series/DCOILWTICO>

Variables	Case A Exclusion	Case B Inclusion	Case C Low Carbon	Case D SDI	Case E Low Carbon & SDI	Case F Total
α	0.000 (0.689)	-0.000 (-0.455)	0.000 (0.955)	-0.000** (-2.475)	-0.000* (-1.958)	-0.000 (-0.517)
ΔEUR1Y	-0.048 (-0.705)	0.114 (0.558)	-0.002 (-0.158)	-0.012 (-0.481)	-0.010 (-0.369)	0.055 (0.291)
Δ(EUR10-1Y)	-0.068 (-0.729)	-0.132 (-0.473)	0.003 (0.172)	-0.064* (-1.840)	-0.055 (-1.483)	-0.256 (-0.977)
ΔOil	-0.001 (-0.891)	0.004 (1.363)	-0.000 (-0.555)	0.000 (0.995)	0.000 (0.626)	0.004 (1.224)
adj. R2	-0.017	-0.015	-0.054	0.012	-0.015	-0.017
N Obs.	53	53	53	53	53	53

Exhibit 6  
Regression results  
for macro-economic  
variables

The t-statistics are reported in bracket. \*\* and \* indicate statistical significance at 5% and 10% level. The sample period is from the end of March 2020 until the end of August 2024.

# ESG als politieke Rorschach-test

Toen ik in 2003 voor het eerst in New York was, moest ik natuurlijk naar Starbucks. Een paar dollar later stond ik buiten met een *tall cappuccino*, de kleinste maat. Dat was overigens alsnog een flinke emmer, helaas met koffie van twijfelachtige kwaliteit. Maar ik voelde me heel cool, met mijn Starbucks-cup in de straten van Manhattan.

Inmiddels is Starbucks niet zo cool meer en ligt het van alle kanten onder vuur. Vanaf begin 2024 werd het bedrijf doelwit van een 'woke'-boycot vanwege vermeende steun aan Israël. Eind van 2024 richtte juist een nieuwe 'anti-woke' ETF de pijlen op de koffieketen. Deze ETF sluit bedrijven uit die zich te veel door ESG zouden laten leiden.

Bij Starbucks was vooral het vermeende (te) inclusieve personeelsbeleid het probleem; dat zou beleggers rendement kosten. Ga gewoon geld verdienen en stop met 'woke science experiments', zei de oprichter van het fonds tegen de Financial Times. (De krant vermeldde voor de volledigheid overigens ook een recent McKinsey-rapport dat erop wees dat juist meer diverse bedrijven betere rendementen halen.)

In dezelfde periode werd ook bekend dat Texas en tien andere Amerikaanse staten vermogensbeheerders Blackrock, Vanguard en State Street voor de rechter slepen wegens kartelvorming. Ze zouden onder het mom

van ESG steenkoolbedrijven dwingen minder te produceren. Er werd niet meer geluisterd naar de prijssignalen van de vrije markt, was het verwijt, maar naar 'de bevelen' Larry Fink & co. En daardoor hebben de Amerikanen nu te hoge energieprijzen.

Tikje vergezocht misschien, maar de zaak roept wel interessante vragen op. Beperkt het afdwingen van ESG-doelen de vrijheid van ondernemen? Hebben die vermogensbeheerders niet te veel macht? Of zijn het juist de staten die de vrijheden en rechten van aandeelhouders proberen in te perken?

Maar bovenal laat deze zaak zien dat ESG volledig gepolitiseerd is in de VS. Zo zijn in veel *red states* anti-ESG-wetten aangenomen. En was het eerder misbruik van ESG om te *greenwashen* een probleem, nu *greenhushen* bedrijven liever hun groene agenda om geen doelwit te worden.

Het gaat allang niet meer over de vraag of er wel genoeg rendement wordt gehaald door

ESG-fondsen, maar over wiens politieke agenda wordt uitgevoerd. Eerder genoemde Blackrock-baas Fink noemde ESG in 2023 daarom al '*weaponised*'; gekaapt door extremen op links en rechts. Hij gebruikt de term daarom liever helemaal niet meer.

In Europa heeft ESG vooralsnog niet zo'n prominente plek op het politiek strijdtoneel als in de VS. Al nam de Tweede Kamer in 2024 een (vrij onzinnige) motie aan die pensioenfondsen opdroeg zich op rendement te focussen in plaats van duurzaamheid.

Het gekke is dat links en rechts meer in ESG lijken te zien dan het kan waarmaken. Als een Rorschach-vlek waar ieder zijn eigen werkelijkheid in kan ontwaren. Of een spiegel die vooral de eigen beeldvorming reflecteert. Want onderzoek wijst helemaal niet op de vreselijk veel slechtere rendementen van ESG-fondsen. Tegelijkertijd is het de vraag wat er precies achter ESG schuilgaat. Het is immers een beetje een vergaarbak. Onderzoek wijst er ook op dat ESG in de praktijk niet per se leidt tot maatschappelijk verantwoorder beleggen.

De ceo van Morningstar pleitte in het najaar daarom ook voor een soberder gebruik van ESG. Terug naar de basis, om financiële risico's op het gebied van mens en milieu in kaart te brengen. Niet om maatschappelijke impact te meten. In de kern zijn investeerders het immer eens 'dat het inschatten van risico's belangrijk is voor het nemen van investeringsbeslissingen', zei hij in het FD.

Zo kan de polarisatie rondom ESG wellicht worden weggenomen, kan het zich rustig ontwikkelen en voorkomen we dat ESG ook hier ten onder gaat in cultuuroorlogen.

*Anna Dijkman is financieel journalist en columnist bij het FD*



# Sustainability as one of the centerpieces of investment decision making

By Dirk Gerritsen and Mark Geene

## INTRODUCTION: IMPACT VIA EITHER CONSULTING OR INVESTING WITH RESPECT TO SUSTAINABILITY

For this edition of the VBA Journaal with ESG as the theme, we spoke with one of the pioneer thought leaders on this topic. Jane Ambachtsheer, Global Head of Sustainability at BNPP Asset Management (BNPP AM), who has more than two decades of experience on this matter, both from a consulting and an asset management perspectives, talked to us on a range of topics related to sustainability. In addition to consulting and asset management experience, she is also involved in the academic world.

We started by going over Jane's career. Not entirely by coincidence, as her father is Dutch and she studied Economics at the UvA in Amsterdam, her first job was in Amsterdam at a brokerage firm (Hall International). At this firm she assisted on the CEM (Cost Effective Measurement) framework. This framework has become the 'global standard' in benchmarking investment costs at pension funds. In 2000, she moved to Mercer in an investment advisory role. Jane's interest in sustainability began during her education on political economy at the UvA, particularly on topics like climate change and refugee movements. That was one of the triggers that led to her initiative to start a sustainability advisory team at Mercer in 2004. She noticed a missing link between the real economy and the impact of sustainability factors on companies, their profitability and portfolio performance. More specifically, she was interested in the impact of sustainability on investments, but also in how investors can influence the sustainability of the real economy. This was an early-stage example of what has recently been labelled as 'double materiality'. According to Jane, at that time these linkages were not effectively understood nor priced in. 'Therefore, I proposed to Mercer to set up an advisory unit to help our clients better understand these topics and work on them. Mercer was very forward-looking and supportive and it was great to take such a leadership role in the field at an early stage.'

Jane's team grew quickly during the subsequent years as more investors recognized the important role of sustainability to investment. During this period, she had lots of interactions with a broad range of investors across the globe. These interactions were both 'push and pull' as boards of pension funds and insurance companies had different views on this topic. This improved her understanding of the different perspectives and beliefs of investors on sustainability topics.

In 2018, she moved over to BNP Paribas Asset Management to lead their Sustainability Center that currently comprises more than 35 members over multiple locations globally. We spoke with Jane on the differences between a consultant and being part of

an institutional asset manager. Jane notes: 'The actual implementation of sustainability is goes a step beyond advisory and consulting. You have to manage the behavioral, technical, and operational challenges of implementing a strategy along with conceiving it



**Jane Ambachtsheer** is Global Head of Sustainability at BNPP AM, where she leads the firm's sustainability approach. She is a member of BNPP AM's Global Investment and Executive Committees. Jane was a founding member of the TCFD (the Task Force on Climate Related Financial Disclosures) and was a Trustee on the board of CDP (Carbon Disclosure Project) from 2015-2023. Before joining BNPP AM in 2018, Jane spent 18 years with global investment consultancy Mercer, where she was Partner and founder of the firm's Responsible Investment business. She is an Honorary Research Fellow at Oxford University's Smith School, holds a Master of Social Science from the University of Amsterdam and a Bachelor of Economics and English literature with honors from York University.

more broadly. However, the continuous implementation challenge is also where it becomes so interesting. It is an ongoing process'. That underscores our impression during the conversation: Jane is passionate about integrating sustainability considerations across all steps of the investment process.

Jane notes that investment professionals can have an equally important input as consultant and as investor, albeit in different ways. A consultant can be 'transformative' for numerous of its investment clients, while at an investment manager can be an industry leader and introduce best practices on this matter in actual investments. Although very different, she has thoroughly enjoyed both experiences so far in her career.

## THE ROLE OF ACADEMIC INSIGHTS

Jane highlighted her efforts to bring together academia and industry, fostering partnerships with institutions like the Global Research Alliance for Sustainable Finance and Investments (GRASFI). These collaborations aim to underpin investment practices with rigorous, science-based research. BNPP AM was the inaugural sponsor of GRASFI in 2018 and has continued to support its annual academic conference since then. This is an example of BNPP AM's commitment to drive science-based academic research that develops and supports best practices in its approach to sustainable investing. 'At BNPP AM we try to be independent and look for a scientific basis for how we develop and evolve our different methodologies. Therefore, we foster these academic developments. There has been an incredible growth in the focus of academics on a range of different sustainability topics. This includes behavioral aspects, qualitative and quantitative sustainability policies, approaches to sustainability, role of divestments, etc.'. Having been an adjunct professor at the University of Toronto, and currently an Honorary Research Associate at Oxford University's Smith School, also helps Jane to stay on top of recent developments in academic research.

BNPP AM leverages these academic insights, among others, in their ESG scoring framework and other methodologies. ESG scoring is a powerful tool helping them to generate robust ESG insights for better-informed decisions. It looks beyond headline values to evaluate individual metrics that can provide valuable insights into both investment risks and opportunities. Covering around 13,000 issuers of securities, this framework helps pinpoint an issuer's performance on material ESG issues and integrate this into investment decisions. For BNPP AM, it is markedly differentiated, with a more focused number of ESG metrics (37 indicators) and a clear preference for 'performance' over 'policy' indicators.

## ACHIEVING NET ZERO, COMMITMENTS AND DATA QUALITY

The next topic of the interview was the goal of achieving Net Zero. Jane notes that their 'perspective is that as fiduciaries and long-term investors, we and our clients are going to be much better off if we can successfully achieve a Net Zero economy. Accordingly, we have to address and tackle climate change. This belief is also key in our investment decision making. Sustainability topics like climate change help us better understand risks, but also investment opportunities that arise due to climate change and the energy transition. Our Net

Zero commitments at BNPP AM, similar to the net zero commitments of hundreds of other investors, provide a framework on how to think about the role of climate change and how to take it into account when investing.' Jane expands that healthy ecosystems (including biodiversity) and equality are interlinked with climate change and are equally important sustainability themes for BNPP AM. Again, both from a risk and opportunity perspective.

Jane states that in the actual implementation of Net Zero commitments, there are different approaches used by different investors. The approach will also vary depending on the asset classes, because each approach has its own advantages and limitations. Some investors focus more on temperature alignment, carbon metrics (ex post or ex ante), SDGs, divestments or investing in clean energy, etc. The approach per asset class is also reliant on data availability and other tools and methodologies available to investors. There is no one-size-fits-all for implementing a commitment. Clients tend to use a combination of different approaches and BNPP AM has built tools to assist their clients to 'define their approaches', for instance on their goals of decarbonization, stewardship and/or green investment.

---

## THE ACTUAL IMPLEMENTATION OF SUSTAINABILITY IS TOUGHER THAN ADVISORY AND CONSULTING. REASON BEING IS THAT YOU REALIZE ALL BEHAVIORAL, TECHNICAL, AND OPERATIONAL CHALLENGES OF ITS IMPLEMENTATION

---

The Net Zero roadmap of BNPP AM consists of 10 commitments, of which five relate to how they invest, three to stewardship activities and the remainder on their own operations. BNPP AM's initial commitment covers 50% of its assets under management, with the aim of increasing the proportion of AUM included in its net zero commitments and strengthening its targets to ensure it reaches net zero by 2050 or earlier. Given the lack of data and methodologies available in other asset classes, they have decided to focus on listed equities and corporate bonds in the first phase of their commitment.

For corporates they have developed a proprietary framework to measure alignment of companies with global net zero goals, largely inspired by the Paris Aligned Investment Initiative Net Zero Investment Framework. This Triple A framework (NZ: AAA) assesses whether companies are Net Zero Achieving, Aligned or Aligning based on a number of data sources, including Transition Pathway Initiative, Science Based Targets initiative (SBTi), Climate Action 100+ and CDP. They aim for 60% of in-scope investments to be in companies "Achieving, Aligned or Aligning" with Net Zero by 2030, growing to 100% by 2040. Additionally, BNPP AM targets to reduce the (scope 1 and 2) carbon footprint of its investments by 30% by 2025, and by 50% by 2030 (against a 2019 baseline), a goal it has already achieved.

Jane emphasizes the importance of the quality of the climate-related disclosures by companies and the increase of mandatory reporting on carbon emissions by companies. Transparency in general, including climate metrics, is very important for financial markets and investors. More and better-quality data and information result in improved and informed decision making. In contrast to the scope 1 and 2 emissions, the quality of scope 3 emissions remains more problematic as companies use a wide range of different methods to approximate these. Even though Jane expects that SEC mandatory disclosure rule proposals are unlikely to progress during the Trump administration, the quality and coverage of carbon data on US companies will also increase for companies that are covered under CSRD.

## DIFFERENT INTERNATIONAL PERSPECTIVES AND REGULATORY DRIVES ON SUSTAINABILITY

### THE GLOBAL PERSPECTIVES: BIG PICTURE

As BNPP AM is a global investment firm, we wanted to discuss with Jane the different international perspectives on ESG. Jane starts with stating: 'The EU clearly has a higher preference for and places significant importance on the role of sustainability. This holds true for both institutional and retail investors. However, within the EU there are also quite different views between countries'. She adds: 'The level of regulation on sustainability is also at a much higher level in some regions compared to others'.

---

**THESE DEVELOPMENTS WILL IMPACT THE SPEED OF THE TRANSITION, BUT WE HAVE DEFINITELY PASSED THE POINT OF NO RETURN IN THE TRANSITION. THE ONLY REMAINING QUESTIONS ARE HOW QUICKLY WE WILL GO, AND WILL IT BE FAST ENOUGH?**

---

Jane emphasizes that in Asia there is also increased activity and progress, including on regulation, regarding sustainability. Singapore and Hong Kong are regional leaders on ESG, but other countries have also introduced sustainability-related policies and targets around disclosures and taxonomies. These policies also resonate with investors themselves. An important reason for the drive to progress on this front is that Asian citizens and companies actually 'feel the risk of climate change, but also see the opportunity'. Jane lists several of the actual risks that arise from sea level increases, storm damages, water shortages and the impact of increased temperatures on agricultural yields. Policymakers are aware that these risks affect their populations, and they want to manage the climate and energy transition minimizing downside risks. Likewise, there is a large opportunity in the transition in terms of new markets, new jobs, and new technologies. Related to these are for instance upstream activities (mineral extraction and refining) and midstream and downstream production (like batteries). Jane shares with us that she is impressed by the breadth and depth of the levels of development in China regarding the energy transition

including the EV-market. Several unknowns can and will have an impact on these developments in Asia, but also in Europe. One of the unknowns is which measures the new Trump administration will enact with respect to tariffs, but also how much sustainability regulation and stimulus under the Biden administration will be repealed and/or modified. Another unknown is how the broader geopolitical landscape will look in 12-24 months and if and how this will disrupt the flow of goods and services. However, Jane remains positive and stresses: 'These developments will impact the speed of the transition, but we have definitely passed the point of no return in the transition. The only remaining questions are how quickly we will go, and will it be fast enough?'

### REGULATORY DISPERSION WITHIN EUROPE, IMPLEMENTATION COMPLEXITY AND EXPECTED HARMONIZATION

As the VBA Journaal has predominantly Dutch-based investment professionals as readers, we wanted to talk about the differences in the views on sustainability between EU asset owners and between countries. We started with the difference between Dutch and French asset owners. Jane: 'Both countries are leaders in this journey and have strong commitments on this subject. They have similar levels of ambition, though there are differences in terms of practicalities. French organizations have very detailed approaches and methodologies on ESG. France also has additional regulation on sustainability (i.e., more granular labelling of investments including a range of additional requirements and constraints per category), while Dutch regulation is predominantly based upon EU-regulation (SFDR)'. Jane adds that the French approach results in additional requirements and constraints on how an asset manager like BNPP AM can manage investments on behalf of its French investors. When looking across Europe, Jane notes that Scandinavian countries are also leading. Investors in these countries focus more on SDGs and certain divestments, while in the UK the role of stewardship is more significant.

As investors, we wanted to spend more time on the role and influence of sustainability-related regulation and investor requirements on actual investing. Jane is very clear on this: 'Differences in terms of regulation make it more complex to manage these funds. However, the basics of investing still stand. To make better informed investment decision, we need to understand companies' cash flows, but we also need to understand how the regulatory context as well as sustainability-matters, like climate change, will affect the company and opens new opportunities. However, the introduction of well-intentioned regulatory frameworks like SFDR and the upcoming ESMA regulation adds additional complexities: related to both compliance and implementation for portfolio managers, in addition to providing more transparency and clarity for end investors.'

Jane underscores the positive role of disclosure requirements and transparency on sustainability topics, however asks the question: 'Does a region like the EU really need multiple slightly different frameworks for the same investment product? Regulators as well as investors have to strike the right balance. At what point does an incremental framework detracts versus adds value for our clients?'. Jane expects future developments on this front. BNPP AM is also involved in these regulatory discussions. During these conversations



Jane emphasizes her main goals: transparency, consistency of disclosures and high ambition. Also, on this matter she is positively inclined and expects more consolidation and harmonization of different frameworks.

The potential expansion of ESG rating regulations to other jurisdictions is considered, with Jane expressing cautious optimism about their ability to enhance market transparency. However, she notes the importance of balancing regulation with innovation and competition.

---

### THE FUTURE IS NOT SUSTAINABLE FINANCE OR MAINSTREAM FINANCE. IT'S HOW WE BRING THESE TOPICS TOGETHER, BOTH FROM A BOTTOM UP AND TOP-DOWN PERSPECTIVE

---

Opportunities for further regulatory improvements are not fully explored in the interview, but Jane hints that an ongoing dialogue between regulators and industry participants is also key to refining and enhancing ESG standards – a progress we can see is underway in the market.

#### TRUMP ADMINISTRATION AND HETEROGENEOUS SUSTAINABILITY BELIEFS ACROSS THE US

Of course, we also quizzed Jane on her perspective on the ESG-developments in the largest investment market on the globe, namely the US. In the last 12-18 months, we have seen several large asset managers pulled back from their commitments and/or withdrew their support from several sustainability industry groups like Climate Action 100. However, she also notes that in the US there is a large variety of investor preferences regarding ESG. A significant number of investors still focus on the idiosyncratic and systemic risks of climate change and biodiversity risks. These investors are engaging with corporate management on the impact of these risks on their businesses and are expected to continue to focus on these topics – regardless of the current pull back on sustainability related matters by some asset managers and regulators.

Jane emphasizes that BNPP AM's approach is clear: 'Our strategic focus is on making sure that we make well-informed investment decisions including an analysis of sustainability risks and opportunities. That is part of who we are.'

#### THE FUTURE ROLE OF SUSTAINABILITY FOR (YOUNG) INVESTMENT PROFESSIONALS

The final topic of the conversation turns towards the future for current CFA / VBA Charter holders and especially young investment professionals. We asked Jane for her advice for young investment professionals that are pursuing a career in investments. Jane: 'The future is not sustainable finance or mainstream finance. It's how we bring these topics together, both from a bottom up and top-down perspective. We know that sustainability themes are relevant and important, but these should not be separately handled from the other relevant topics investors address when pursuing investments across the entire chain of investment decisions. Sustainability topics should be integrated in how we're setting investment beliefs, asset allocations, manager selection guidelines and objectives for (internal) investment teams and finally in how we measure and report'.

Directly addressing the young professionals, she says: 'Make sure that you have a deep understanding of both sustainability and mainstream finance topics. Help to bridge the gap between the two disciplines, so we can continue to raise the bar on integrating sustainability across the global investment platforms'. In this respect she reiterates the focus on double materiality: understand how sustainability risks impact both a country's performance and a firm's performance in terms of its cash flows. In addition, consider how sustainability themes create investment opportunities for countries and companies. The double materiality can also be raised one level higher, in other words at the societal level and beyond political cycles. These topics include issues revolving around energy security, pollution, nature loss, workforce productivity and the need for better and resilient education. Tackling these topics are necessary to creating a resilient, thriving economy and are therefore also of interest to long-term investors

#### CONCLUSION

Our takeaway from the interview is that Jane is a very well-informed and convincing person on the critical role that sustainability topics have and must play in each layer of the investment decision process. Investors, but also politicians and citizens, cannot avoid it as climate change impacts us all and we have to confront it. Jane emphasizes that sustainability issues create both risks but also investment opportunities. Although regulation is necessary to improve disclosures of companies to ensure better investment decision making, overdoing it with multiple different frameworks makes implementation more complex. Current political headwinds can reduce the speed but not the direction of the journey. That conviction of Jane is a positive note to conclude our interview.

# Knelpunten ESG-rapportageverplichtingen vanuit juridisch perspectief

Mr. Alexandra Jurgens-Boot en Aron Knijnenberg

## INLEIDING

In de laatste jaren is er een golf aan Europese duurzaamheids-wetgeving over ons heen gekomen. De impact daarvan voor de financiële sector is groot. De achtergrond van de verschillende regelgeving is de meesten onder ons wel enigszins bekend. Het gaat met name om de *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR), de *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) en de Taxonomieverordening. De inhoud en onderlinge samenhang van de verschillende regelingen is voor velen echter onduidelijk.

Financiële marktdeelnemers (FMD's) die op basis van de SFDR moeten rapporteren, maar ook ondernemingen (zowel financiële als niet-financiële) die op basis van de CSRD moeten rapporteren zijn om meerdere redenen niet enthousiast over de rapportageverplichtingen. Deze leggen extra compliance druk op de organisaties en leiden af van het zetten van stappen tot echte verduurzaming. Het verkrijgen van betrouwbare en consistente data is bovendien een groot struikelblok.

In deze bijdrage zal eerst verduidelijking worden gegeven over de achtergrond van en de samenhang tussen de ESG-regelingen. Daarna wordt aan de hand van bestaand marktonderzoek een

beeld geschetst van de effectiviteit van de regelgeving. Ook te verwachten aanpassingen in de regelingen komen kort aan de orde.

Een van de grootste obstakels bij het rapporteren is het verkrijgen van kwalitatief goede ESG-data. Nader zal worden ingegaan op de uitdagingen die hierbij ontstaan, alsmede op de noodzaak tot uitwisselbaarheid van deze data.

Ten slotte zal worden ingegaan op hoe ESG-regelgeving mogelijkheden biedt om (financiële) ondernemingen aansprakelijk te stellen. Een invalshoek is die van aansprakelijkheid vanwege greenwashing, een andere is die vanwege klimaataansprakelijkheid. Aansprakelijkheid op basis van ESG-regelgeving zal een steeds groter risico gaan vormen voor FMD's en de bedrijven waarin zij beleggen.

## ACHTERGROND EN SAMENHANG SFDR, CSRD EN TAXONOMIEVERORDENING

Met het oog op de duurzaamheidsdoelen van het in Parijs ondertekende Klimaatakkoord (Klimaatakkoord van Parijs, 2015) heeft de Europese Unie (EU) in 2018 het Actieplan 'Duurzame Groei Financiering' opgesteld om de financiering van deze duurzame transitie mogelijk te maken (Europese Commissie, 2018).

### Mr. Alexandra Jurgens-Boot

Founding Partner van Boot Advocaten, Founder & CEO van Stichting Blue Building Institute en CEO van Stainable



### Aron Knijnenberg

juridisch medewerker bij Boot Advocaten



Hieruit zijn de SFDR – die onder meer beoogt duidelijkheid te scheppen hoe duurzaam een financieel product is – en de Taxonomieverordening – die onder meer transparantie beoogt over de vraag hoe duurzaam een economische activiteit is – voortgekomen.

In het verlengde van het Klimaatakkoord werd in 2019 de Europese *Green Deal* gepresenteerd (Europese Commissie, 2019). Dit plan bevat verschillende beleidsinitiatieven die de EU moeten helpen in de transitie naar *net zero*: klimaatneutraal zijn in 2050. Een van deze plannen is het uitbreiden en verbeteren van niet-financiële rapportage, zodat betrouwbare en onderling vergelijkbare duurzaamheidsinformatie beschikbaar komt. De CSRD – die onder meer transparantie beoogt over de mate van duurzaamheid van de bedrijfsvoering – is ingevoerd om dit doel te bereiken (Richtlijn (EU) 2022/2464 (CSRD)).

---

### DE ANGST BIJ FMD'S OM VAN GREENWASHING TE WORDEN BESCHULDIGD, LEIDT TOT 'GREENHUSHING'; NIET ALLE (IN POTENTIE) DUURZAME ACTIVITEITEN WORDEN OOK ZO AANGEMERKT

---

Belangrijke, steeds terugkerende onderwerpen uit de SFDR, CSRD én de Taxonomieverordening zijn CO<sub>2</sub>-reductie, klimaatadaptatie, mensenrechten, impact van stakeholders en impact op de waardeketen. Deze drie Europese wetten verplichten een onderneming en haar keten in Europa, maar ook ondernemingen buiten Europa met aanzienlijke bedrijfsactiviteiten binnen de EU, om op een transparante wijze te rapporteren over hun werkzaamheden.

#### SFDR

De SFDR, die al op 10 maart 2021 van toepassing is geworden, verplicht FMD's bepaalde duurzaamheidsinformatie te rapporteren, zowel over zichzelf als over de producten die zij voeren (Verordening (EU) 2019/2088 (SFDR)). FMD's zijn onder andere kredietinstellingen, beleggingsondernemingen, vermogensbeheerders, beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen, pensioenfondsen en verzekeraars. Onder een financieel product worden onder andere pensioenregelingen, verzekeringen en beleggingsfondsen geschaard. De SFDR legt rapportageverplichtingen op aan financiële producten en de eigen organisatie als geheel. Deze rapportageverplichtingen zijn uitgewerkt in de zogenaamde *Regulatory Technical Standards*, die vanaf 1 januari 2023 van toepassing zijn (Gedelegeerde Verordening (EU) 2022/1288 (Regulatory Technical Standards)).

De SFDR verplicht FMD's tevens om op entiteitsniveau te rapporteren over hoe duurzaamheidsrisico's worden meegenomen in hun beleggingsbeslissingen. Daarnaast moet worden gerapporteerd in hoeverre het verminderen van duurzaamheidsrisico's onderdeel is van het beloningsbeleid en of er rekening gehouden

wordt met negatieve effecten van de beleggingen. Ook moet worden gerapporteerd over het verminderen van negatieve effecten als de investering bijvoorbeeld mensenrechten schendt, actief bijdraagt aan ontbossing of kinderarbeid toepast.

De verantwoording op productniveau is verdeeld in drie niveaus van duurzaamheid, omschreven in artikel 9, 8 en 6 SFDR. Ook bekend als donkergroen (9), lichtgroen (8) en grijs (6). Een product dat voldoet aan de eisen van artikel 9 heeft ecologische en/of sociaal duurzame kenmerken als doelstelling. Dit betekent dat (vrijwel) alle beleggingen in dit product aantoonbaar duurzaam zijn conform de Taxonomieverordening en aantoonbaar geen negatief effect hebben op mens en milieu. Er worden geen mensenrechten geschonden en de positieve effecten op bijvoorbeeld energieverbruik of vermindering van discriminatie zijn aantoonbaar uitgewerkt en opgenomen in de rapportage. Artikel 8-producten promoten ecologische of sociaal duurzame kenmerken. Dit betekent dat dit product rekening houdt met de impact op mens of milieu, maar dat niet alle onderdelen van het product aan de strenge eisen van artikel 9 voldoen. Zowel bij artikel 8- als artikel 9-producten moeten de bedrijven waarin wordt belegd doen aan *good governance* conform onder andere de Corporate governance code, de OESO-richtlijnen voor multinationale ondernemingen en de United Nations Guiding Principles On Business and Human Rights (UNGP). Producten die niet aan de eisen van artikel 8 of 9 kunnen voldoen vallen automatisch onder artikel 6, waar geen duurzaamheidskenmerken of -doelstellingen worden verantwoord. Artikel 6 verplicht de onderneming daarentegen een verklaring te publiceren waarin het ontbreken van deze doelstellingen wordt toegelicht.

#### CSRD

De CSRD is in 2023 in de plaats gekomen van de *Non-Financial Reporting Directive* (NFRD), een EU-richtlijn uit 2014. Sinds 2017 moeten grote Organisaties van Openbaar Belang (OOB's) op basis hiervan al een niet-financiële verklaring openbaar maken. Hieronder vallen de grootste beursgenoteerde bedrijven, banken en verzekeraars. Met de invoering van de CSRD wordt de scope aan bedrijven verbreed, en moeten deze bedrijven ook hun eigen ESG-doelstellingen en -beleid voor de lange termijn formuleren, en onderzoek doen naar hun waardeketen. De rapportageverplichtingen van de NFRD worden door de CSRD dus sterk uitgebreid. Alle grote, middelgrote en beursgenoteerde kleine ondernemingen zullen hun duurzaamheidsgegevens moeten gaan verzamelen, ophalen uit de keten en openbaren. De OOB's bijten het spits af met rapporteren in 2025 over financieel jaar 2024, de jaren erna volgen de kleinere bedrijven gefaseerd. Ondernemingen moeten voor hun rapportages de zogeheten 'dubbele materialiteitsanalyse' uitvoeren. Hierbij wordt vanuit twee perspectieven gekeken of bepaalde duurzaamheidskwesaties relevant zijn voor het bedrijf. Het gaat in deze beoordeling zowel om de impact die het bedrijf heeft op de externe omgeving (inside-out), als om de kansen en risico's die duurzaamheidsfactoren vormen voor de onderneming (outside-in). Aan de hand van deze perspectieven wordt per onderwerp bepaald of het relevant is voor het bedrijf, en dus meegenomen moet worden in de duurzaamheidsverslaggeving in het bestuursverslag.

De onderwerpen waarover moet worden gerapporteerd, en de manier waarop dit moet gebeuren, volgen uit de *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS). Het gaat om uiteenlopende onderwerpen verdeeld in ecologisch (E), sociaal (S) en governance (G) onderwerpen. Deze onderwerpen variëren op de E van vermindering van CO<sub>2</sub>e-uitstoot, vergroten van biodiversiteit, tot verkleinen van klimaatrisico's.

Bij de negatieve sociale impacts die gerapporteerd moeten worden, kan gedacht worden aan de loonkloof tussen mannen en vrouwen, genderdiversiteit in de raad van bestuur, veiligheid op de werkvloer (ongevallenfrequentie), discriminatie en impact op de medewerkers in de keten. Een uniforme standaard voor wat 'sociaal duurzaam' inhoudt, is tot nu toe uitgebleven.

Governance is wel uitgewerkt in de genoemde ESRS standaarden. Hierin zijn regels en gedragsnormen opgenomen waaraan ondernemingen zich dienen te houden. Er moet gerapporteerd worden over onderwerpen zoals betalingspraktijken, zakelijk gedrag, leveranciersrelaties, klokkenluidersregelingen en anti-corruptiebeleid.

Ondernemingen moeten niet alleen rapporteren over onderwerpen die zij relevant achten voor hun bedrijfsvoering. Daarnaast is wettelijk voorgeschreven dat zij moeten rapporteren wat hun duurzaamheidsstrategie is, welke doelstellingen daarbij horen, wat er concreet wordt gedaan om die doelstellingen te bereiken en hoe de onderneming presteert. De accountant heeft vanaf 1 januari 2026 de taak om het duurzaamheidsverslag als onderdeel van het jaarverslag te controleren. De accountant controleert of het proces van het opgestelde beleid, de gestelde doelen, de methode van dataverzameling en de behaalde resultaten goed zijn doorlopen, uitgewerkt en gerapporteerd. Deze beperkte controle wordt vanaf 2028 verzaamd naar een meer inhoudelijke controle.

## TAXONOMIEVERORDENING

Zowel de SFDR als de CSRD baseert de definitie van 'duurzaamheid' op de Taxonomieverordening, die werkt als een classificatiesysteem om uit te maken of een economische activiteit als ecologisch duurzaam kan worden aangemerkt. De economische activiteit kan alleen als duurzaam worden aangemerkt als deze substantieel bijdraagt aan één van de zes milieudoelstellingen: (i) klimaatmitigatie en (ii) klimaatadaptatie; (iii) duurzaam gebruik en bescherming van water en mariene hulpbronnen; (iv) de transitie naar een circulaire economie; (v) de preventie en bestrijding van vervuiling en verontreiniging; en (vi) de bescherming en het herstel van biodiversiteit en ecosystemen. Hieraan wordt bijvoorbeeld bijgedragen als een activiteit leidt tot meer toepassing van duurzame energie (klimaatmitigatie). Daarnaast mag de activiteit geen ernstige afbreuk doen aan de andere vijf doelstellingen. Dit wordt het 'Do No Significant Harm'-principe genoemd. Ook mensenrechten spelen een rol in de Taxonomieverordening, gezien de activiteit moet worden verricht met inachtneming van sociale minimumgaranties. Deze volgen onder andere uit de OESO-richtlijnen voor multinationale ondernemingen en het Europees recht. Gedacht kan hierbij

worden aan het bestrijden van corruptie en het voorkomen van kinderarbeid en (moderne) slavernij (Verordening (EU) 2020/852 (Taxonomieverordening)).

Hoe kan worden bijgedragen aan de milieudoelstellingen is per economische activiteit uitgewerkt in de technische screeningscriteria (Gedelegeerde Verordening (EU) 2021/2139 (Technische Screeningscriteria)). Voorbeelden van sectoren die *Taxonomy-aligned* kunnen worden zijn bouw en vastgoed, energieopwekking, bosbouw, productie en transport.

Ter illustratie werken wij de vereisten voor een *Taxonomy-aligned* nieuwbouwproject uit. Om te voldoen moet het gebouw energie-label A+++; een klimaatrisicoanalyse en waterbesparende maatregelen hebben. Daarnaast moet sprake zijn van een gezond binnenklimaat en moet circulair materiaalgebruik zijn toegepast. Ook moet het gebouw een positief effect hebben op de biodiversiteit en het ecosysteem. Gedurende de uitvoering moeten de mensen- en arbeidsrechten geborgd worden conform de sociale minimumgaranties. Pas als aan al deze vereisten wordt voldaan is het project in lijn met de Taxonomieverordening en mag het als duurzaam worden aangemerkt.

FMD's moeten in hun SFDR-rapportages vermelden welk percentage van het product *Taxonomy-alignment* tot doel heeft gesteld en aanvullend welk percentage aan de eisen van de Taxonomieverordening heeft voldaan. Dit percentage bepaalt in grote mate of het product valt onder artikel 6, 8 of 9 van de SFDR. Banken hebben grote interesse in projecten die voldoen aan de Taxonomieverordening, omdat deze passen in hun artikel 8 of 9-SFDR fonds. Vastgoed dat goed scoort op klimaatadaptatie en energiezuinigheid wordt bijvoorbeeld tegen een hogere waarde getaxeerd en daarop kunnen financieringen tegen betere voorwaarden worden verleend.

Duidelijk is dat de SFDR, CSRD en Taxonomieverordening nauw met elkaar verbonden zijn en van elkaar afhankelijk zijn om de achterliggende doelen van het Klimaatakkoord van Parijs en de *European Green Deal* te bewerkstelligen. Al sinds de ESG-regelgeving van kracht is, klinkt vanuit de markt echter kritiek op de effectiviteit ervan (Europese Commissie, 2023).

## EFFECTIVITEIT VAN DE REGELGEVING

Artikel 19 van de SFDR vereist dat de Europese Commissie uiterlijk op 30 december 2022 een evaluatie zou houden van de toepassing van de Verordening. Deze deadline werd niet gehaald. Op 3 mei 2024 publiceerde de Europese Commissie alsnog een rapport over de implementatie van de SFDR, na een gerichte consultatie waaraan verschillende belanghebbenden uit de financiële sector deelnamen (Joint Committee of the European Supervisory Authorities, 2024). Een groot deel van de respondenten bestond uit FMD's. De resultaten van het onderzoek laten zien dat er brede steun is voor de doelen van de Verordening, maar dat er in de sector wordt getwijfeld aan de effectiviteit van de huidige versie van de SFDR. Zo komt uit het onderzoeksrapport naar voren dat de Verordening op bepaalde punten niet goed is afgestemd op andere wet- en regelgeving zoals de CSRD en de Taxonomieverordening. Daarnaast ontbreekt het volgens

de respondenten aan juridische duidelijkheid met betrekking tot belangrijke termen zoals ‘duurzame belegging’. Ook geven deelnemers aan het onderzoek aan moeite te hebben met het verzamelen van de benodigde data voor hun duurzaamheidsrapportages.

In het geval van de Taxonomieverordening is ook nog veel winst te behalen wat effectiviteit betreft. Uit een Benchmarkstudie van PwC die in juni 2024 werd gepubliceerd, volgt dat de Verordening nog lang niet alle economische activiteiten dekt, en maar een klein deel van de totaal uitstaande financieringen (PwC, 2024). Daarnaast worden veel activiteiten en producten in de rapportages uit voorzorg als niet-duurzaam aangemerkt, vanwege de strenge criteria, complexiteit van de regelgeving en een gebrek aan betrouwbare data. Financiële instellingen zijn, als gevolg van deze uitdagingen, bang om van *greenwashing* beticht te worden. Onder *greenwashing* wordt verstaan dat een onjuiste of ongefundeerde indruk gegeven wordt van de duurzame kenmerken of doelstellingen van een product. Hierdoor kunnen consumenten of beleggers misleid worden. De angst bij FMD's om van *greenwashing* te worden beschuldigd, leidt tot *'greenhushing'*; niet alle (in potentie) duurzame activiteiten worden ook zo aangemerkt.

---

### NAAST DE GEFASEERDE INWERKINGSTREDING VAN DE CSRD DIE VOOR MEER OPENBARE DUURZAAMHEIDSGEGEVENS ZAL ZORGEN, IS EEN GOEDE DATA-INFRASTRUCTUUR CRUCIAAL

---

De huidige Taxonomieverordening geeft dus geen volledig beeld van de mate van duurzaamheid van kapitaalstromen en economische activiteiten. Volgens het onderzoek leidt dit ertoe dat de meeste financiële instellingen de *Taxonomy-alignment* van producten en activiteiten nog niet betrekken bij hun investeringsbesluitvorming, en nog geen concrete doelen stellen om het aandeel van duurzame investeringen te vergroten (PwC, 2024).

Zowel bij de SFDR als de Taxonomieverordening worden vanuit de markt dus verschillende problemen aangewezen die zich voordoen bij de implementatie van de regels door de betreffende ondernemingen en instellingen. De Europese Commissie introduceerde implementatierichtsnoeren voor de Taxonomieverordening, die regelmatig worden bijgewerkt en de bruikbaarheid van de Verordening voor de markt moeten verbeteren. Daarnaast moeten deze ertoe leiden dat de duurzaamheidsprofielen van financiële instellingen beter met elkaar te vergelijken zijn voor beleggers en consumenten. Ook de SFDR is vanaf het moment van invoering aan wijzigingen en aanvullingen onderhevig. Op het moment van schrijven van dit artikel werkt de Europese Commissie aan een herziening van de SFDR, na consultatie binnen de verschillende lidstaten. In een gezamenlijk advies van de Europese toezichthouders ESMA, EBA en EIOPA dat in juni jl. werd gepubliceerd, pleiten zij voor een duidelijkere

definitie van wanneer een investering als duurzaam kwalificeert. Deze definitie moet beter aansluiten op de Taxonomieverordening. Ook adviseren zij om een classificatiesysteem voor producten in te voeren op basis van nieuwe categorieën. Deze categorieën moeten eenvoudig zijn en worden ingedeeld op basis van duidelijke, objectieve criteria. Daarnaast brengen de toezichthouders het idee naar voren om aanvullende rapportagevereisten in te stellen voor financiële producten die geen duurzame kenmerken of doelstellingen hebben. De kans is dus groot dat FMD's in de komende jaren te maken krijgen met belangrijke wijzigingen van de SFDR.

Bij de SFDR en de Taxonomieverordening wordt al een en ander duidelijk over de effectiviteit. Van de CSRD moet dit nog blijken. Interessant in dit kader is een enquête van PwC uit juni 2024 (PwC, 2024). Hierin is aan bedrijven die in 2025 of 2026 moeten rapporteren gevraagd in hoeverre zij denken dat de CSRD voordelen biedt voor hun onderneming. Wat opvalt is dat de bedrijven vertrouwen hebben dat ze aan de rapportagevereisten kunnen voldoen, maar zeer verdeeld zijn als het gaat om de voordelen die de implementatie van de richtlijn kan bieden voor de onderneming. Wel is daarbij relevant dat de bedrijven die in 2025 begonnen zijn met rapporteren positiever zijn dan de bedrijven die in 2026 voor het eerst moeten gaan rapporteren.

### DATAVERGARING EN -INFRASTRUCTUUR

In al het onderzoek naar het implementeren van de ESG-regelgeving komt het verzamelen van kwalitatief goede data terug als probleem. In de eerdergenoemde SFDR-consultatie in 2023 gaf 88 procent van de deelnemers aan moeite te hebben met het voldoen aan de rapportagevereisten, wegens het ontbreken van voldoende (kwalitatief goede) data. Ook in het PwC-onderzoek naar de effectiviteit van de Taxonomieverordening wordt een gebrek aan betrouwbare data veel genoemd als probleem bij het rapporteren. In de *jaarlijkse Global Corporate Reporting Survey* van EY onder investeerders en CFO's worden problemen als inconsistente, incomplete en verouderde niet-financiële data ook vaak ervaren rondom het rapporteren (EY, 2024). Dit geldt zowel binnen als buiten Europa als een obstakel.

Erg verrassend kan dit probleem niet zijn. Duurzaamheidsinformatie is over het algemeen moeilijker in harde cijfers te vangen dan bijvoorbeeld financiële informatie. Daarnaast is een rapportageplichtige onderneming grotendeels afhankelijk van gegevens van andere partijen. Een FMD die moet rapporteren op grond van de SFDR over een onderneming waarin hij heeft belegd, heeft data nodig van die onderneming. Deze bedrijven zijn echter niet allemaal verplicht om dergelijke gegevens te openbaren. Daarnaast zijn de gegevens die wel beschikbaar zijn niet altijd in overeenstemming met de vereisten uit de SFDR. Externe dataleveranciers, die worden ingeschakeld bij gebrek aan rechtstreeks verkregen gegevens, gebruiken vaak verschillende meet- en rekenmethoden, die tot hele andere resultaten leiden. Verschillen ontstaan doordat sommige leveranciers aannames doen, benchmarken of zich op verouderde data baseren in plaats van op concrete real-time data. Naast verschil in opnames zijn ook veel verschillen in de rekenmethodes zichtbaar. Het is van

groot belang om te weten of de datapartner een gevalideerde rekenmethode gebruikt in plaats van een zelfgemaakte berekening in Excel. De input kan hetzelfde zijn, maar het resultaat verschilt.

De komende jaren wordt verbetering verwacht ten aanzien van het dataprobleem, nu steeds meer bedrijven zullen gaan rapporteren op basis van de CSRD. De data die uit deze rapportages volgen, kunnen door FMD's en financieel adviseurs gebruikt worden voor hun eigen SFDR-verslaggeving. Hiervoor is het van groot belang dat de CSRD, SFDR en de Taxonomieverordening goed op elkaar zijn afgestemd. In de herziening van de SFDR gaat daar dan ook aandacht naar uit.

Naast de gefaseerde inwerkingtreding van de CSRD die voor meer openbare duurzaamheidsgegevens zal zorgen, is een goede data-infrastructuur cruciaal. Hiervoor is zelfs een Europese verordening aangenomen, die een centraal datapunt in het leven moet gaan roepen (Verordening (EU) 2023/2859 (ESAP-verordening)), het *European Single Access Point* (ESAP). De komende jaren worden hierin steeds meer publieke financiële en niet-financiële data toegankelijk gemaakt in één database. Dit zal ook gelden voor de Taxonomie-, SFDR- en CSRD-rapportages. Uiteindelijk zal het ESAP-systeem data-uitwisseling in de volledige waardeketen makkelijker maken. Alle partijen krijgen namelijk beter inzicht in de data van de bedrijven en financiële producten waarin wordt geïnvesteerd. Daarnaast kunnen beleggers en consumenten op deze manier eenvoudiger zien wat de prestaties en doelstellingen van bedrijven op het gebied van duurzaamheid zijn.

Het aanleveren van de in de SFDR en CSRD benodigde data dienen conform het door ESAP benodigde format gedaan te worden. De SFDR en CSRD zijn inmiddels in een online platform geautomatiseerd, waarin bedrijven hun proces, dataverzameling en rapportages geautomatiseerd kunnen inrichten. Voor grote bedrijven met veel kapitaal en mankracht is dit mogelijk, voor een gemiddeld MKB-bedrijf een zware opgave. Zo heeft de Hema de CO<sub>2</sub>-uitstoot over 2019 van circa 30.000 producten al in kaart gebracht, en daarbij haar leveranciers betrokken. Andere grote ondernemingen zoals Philips hebben al grote stappen gezet in het implementeren van de ESG-strategie in hun eigen en de wereldwijde (dochter)ondernemingen. Uit onderzoek blijkt dat grote ondernemingen met name worstelen met het in lijn brengen van de strategie tussen verschillende (dochter)ondernemingen (Garcia Nelen, Keijzer, & Vletter-van Dort, 2024). De meeste MKB-bedrijven moeten nog starten met het incorporeren van de ESG-vraagstukken.

## AANSPRAKELIJKHEID

Ondanks het ervaren gebrek aan effectiviteit van bepaalde aspecten van de regelgeving, en de besproken obstakels bij het rapporteren, doen FMD's er goed aan hun rapportageprocessen op orde te brengen. De ontwikkelingen van de ESG-regelgeving in de afgelopen jaren zorgen namelijk voor aansprakelijkheidsrisico's voor ondernemingen, ook in de financiële sector.

Zoals bekend is de AFM belast met het toezicht op en handhaving van de SFDR, de Taxonomieverordening en CSRD. Vooralsnog heeft de toezichthouder controle op naleving van de SFDR beperkt tot onder meer *self-assessments*. Aangezien de Verordening inmiddels langere tijd van kracht is, heeft de AFM aangegeven hierop strenger te zullen gaan toezien. FMD's die tekortschieten in hun rapportages kunnen door de toezichthouder worden aangesproken, en te maken krijgen met handhavend optreden, hetgeen kan leiden tot onder andere reputatieschade.

Naast het toezicht van de AFM vormt civiele aansprakelijkheid een risico voor FMD's. Dit risico bestaat uit aansprakelijkheid voor de partijen zelf, op basis van *greenwashing* en klimaat-aansprakelijkheid. Daarnaast kunnen FMD's schade lijden als de bedrijven waarin zij beleggen niet voldoen aan de duurzaamheidswetgeving. Als de accountant bijvoorbeeld het bestuursverslag van een onderneming waarin is belegd niet wil goedkeuren, omdat niet is voldaan aan de CSRD-vereisten, kan dit negatief effect hebben op de waarde van de onderneming.

---

## ER KOMT VOOR FINANCIËLE SPECIALISTEN EEN DISCIPLINE BIJ, NAMELIJK GEDEGEN KENNIS VAN (ONTWIKKELINGEN IN) ESG-REGELGEVING

---

Een belangrijk doel van de SFDR is om de eerder beschreven *greenwashing* tegen te gaan, door FMD's hun duurzaamheidsclaims te laten onderbouwen. Als FMD's toch een onjuiste of ongefundeerde claim doen, kan dit in strijd zijn met bepalingen uit de SFDR en dus onrechtmatig. Ook kan een dergelijke claim een oneerlijke handelspraktijk vormen, vanwege misleiding van de consument. Zowel individuele beleggers als belangengroepen kunnen op basis hiervan naar de civiele rechter. In het bedrijfsleven gebeurde dit al in de zaak van stichting Fossilvrij tegen KLM, waarin de Rechtbank dit jaar oordeelde dat bepaalde reclames met duurzaamheidsclaims van KLM misleidend waren en een oneerlijke handelspraktijk vormden (Rechtbank Amsterdam, 2024). Ook voor FMD's die niet scherp zijn op de duurzaamheidswetgeving dreigt een toename van dit soort procedures, met mogelijke schadeclaims en een aangetaste reputatie tot gevolg.

Naast aansprakelijkheid vanwege *greenwashing*, moeten FMD's zich ook zorgen maken over de toenemende hoeveelheid rechtszaken op het gebied van klimaataansprakelijkheid. Deze trend begon bij de Urgenda-zaak in 2019, waarin de Hoge Raad Nederland verplichtte de uitstoot van broeikasgassen te verminderen (Hoge Raad, 2019). Hierop volgde in 2021 de rechtszaak van o.a. Milieudefensie tegen Shell, waarin de rechtbank bepaalde dat Shell zijn CO<sub>2</sub>-uitstoot in 2030 met 45% moet hebben teruggebracht ten opzichte van 2019 (Rechtbank Den Haag, 2021). Op 12 november 2024 heeft het Gerechtshof Den Haag Shell echter in hoger beroep in het gelijk gesteld. Het Hof erkent wel dat Shell tegenover burgers verplicht is haar uitstoot te beperken.

De mogelijkheid om voor dergelijke zaken naar de rechter te gaan blijft dus open. Echter oordeelde het Hof dat het niet goed mogelijk is een bepaald percentage aan CO<sub>2</sub>-reductie vast te stellen waaraan een individuele onderneming als Shell zou moeten voldoen. Daarover ontbreekt wetenschappelijke consensus (Gerechtshof Den Haag, 2024). Milieudefensie klaagt onder-tussen ook ING aan, vanwege de uitstoot die de bank financiert met bijvoorbeeld uitstaande leningen. Met dit soort rechtszaken, meestal gevoerd in de vorm van *class actions*, komt klimaat-aansprakelijkheid voor de financiële sector erg dichtbij.

## BESTUURDERSAANSPRAKELIJKHEID

Na het aansprakelijk stellen van landen en ondernemingen, is de volgende stap voor verschillende belangengroepen het aansprakelijk stellen van bestuurders. Hiervoor moet worden aangetoond dat een bestuurder een persoonlijk ernstig verwijt kan worden gemaakt van het onrechtmatig handelen. Hiervoor geldt van oudsher een hoge drempel. Met het oog op de groeiende hoeveelheid strenge ESG-regelgeving en de toename van *class-action* rechtszaken valt echter niet uit te sluiten dat ook bestuurders op termijn aan de beurt komen. De eerste procedures op dit gebied zijn ook al een feit.

## CONCLUSIE

De ESG-regelgeving die de afgelopen jaren is uitgerold, en de nieuwe regels die er nog aankomen, zorgen op termijn voor grote veranderingen in de financiële sector en het bedrijfsleven. Op het moment is vooral sprake van uitdagingen die de regelgeving met zich meebrengt. Zo blijkt het verzamelen van betrouwbare data vooralsnog een probleem voor veel partijen, en zijn de verschillende richtlijnen en verordeningen op bepaalde punten nog niet goed op elkaar afgestemd. Er zijn bovendien vraagtekens te plaatsen bij de effectiviteit van de regelgeving. De komende jaren zijn hierin significante wijzigingen en aanvullingen te verwachten. Daarnaast moeten steeds meer partijen gaan rapporteren. Ook (kleinere) bedrijven in de keten van rapportageplichtigen moeten voorbereid zijn om hiervoor de benodigde data te kunnen aanleveren. De verplichtingen die ontstaan uit de ESG-regelgeving nemen door de inwerkingtreding van de CSRD alleen maar toe. Ook op het gebied van *ESG-litigation* is een duidelijke toename van zaken zichtbaar. Het stijgende aantal rechtszaken en collectieve acties op grond van ESG vormt een reëel risico voor de sector. Daarom is het van groot belang om als organisatie op de hoogte te blijven van de snel veranderende regelgeving en te zorgen voor een complete en betrouwbare data-infrastructuur. Een helder beleid met betrekking tot mens en milieu zal de komende jaren hoe dan ook een belangrijk thema worden voor het gehele bedrijfsleven, in het bijzonder voor de financiële sector. Er komt voor financiële specialisten een discipline bij, namelijk gedegen kennis van (ontwikkelingen in) ESG-regelgeving.

## Literatuur

- Europese Commissie. (2018). *Actieplan: Duurzame Groei Financiering, COM(2018) 97*. Brussel: Europese Commissie.
- Europese Commissie. (2019). *Communication from the Commission – The European Green Deal COM(2019) 640*. Brussel: Europese Commissie.
- Europese Commissie. (2023). *Final Report on draft Regulatory Technical Standards. On the review of PAI and financial product disclosures in the SFDR Delegated Regulation*. Brussel: JC 2023 55.
- EY. (2024). *How can CFOs be confident in value creation without confidence in reporting?*
- Garcia Nelen, m., Keijzer, m., & Vletter-van Dort, P. (2024). *Intra-Group ESG Dynamics: Challenges in Dutch multinational parent-subsidiary relationships*. Den Haag: Boom.
- Gedelegeerde Verordening (EU) 2021/2139 (Technische Screeningscriteria). *Gedelegeerde Verordening (EU) 2021/2139 tot aanvulling van Verordening (EU) 2020/852 van het Europees Parlement en de Raad door technische screeningcriteria vast te stellen om de voorwaarden te bepalen waaronder een specif.* Brussel: PbEU L 442/1.
- Gedelegeerde Verordening (EU) 2022/1288 (Regulatory Technical Standards). *Gedelegeerde Verordening (EU) 2022/1288 van de Commissie van 6 april 2022 tot aanvulling van Verordening (EU) 2019/2088 met technische reguleringsnormen tot nadere bepaling van de inhoud en presentatie van de informatie met betrekking tot het beginsel "ge*. Brussel: PbEU L 196/1.
- Gerechtshof Den Haag. (2024, november 12). Shell/ Milieudefensie. *ECLI:NL:GHDHA:2024:2099*. Den Haag.
- Hoge Raad. (2019, december 20). Urgenda/Staat der Nederlanden. Den Haag: Hoge Raad, *ECLI:NL:HR:2019:2006*.
- Joint Committee of the European Supervisory Authorities. (2024). *Joint ESAs Opinion on the assessment of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)*. Brussel: Joint Committee of the European Supervisory Authorities.
- Klimaatakkoord van Parijs. (2015). Verenigde Naties.
- Montenegro, M. (2023, februari 20). *Betere ESG-prestaties leiden tot betere bedrijfsprestaties*. Opgehaald van [wolterskluwer.com:https://www.wolterskluwer.com/nl-nl/expert-insights/the-importance-of-esg-as-a-key-drive-of-corporate-performance](https://www.wolterskluwer.com/nl-nl/expert-insights/the-importance-of-esg-as-a-key-drive-of-corporate-performance)
- PwC. (2024, juni 18). *Maak EU-taxonomie eenvoudiger, maar niet minder streng*. Opgehaald van [pwc.nl: https://www.pwc.nl/nl/actueel-en-publicaties/diensten-en-sectoren/financiele-sector/maak-eu-taxonomie-eenvoudiger-maar-niet-minder-streng.html](https://www.pwc.nl/nl/actueel-en-publicaties/diensten-en-sectoren/financiele-sector/maak-eu-taxonomie-eenvoudiger-maar-niet-minder-streng.html)
- PwC. (2024). *PwC's Global CSRD Survey 2024: The promise and reality of CSRD reporting*.
- Rechtbank Amsterdam. (2024, maart 20). Fossielvrij/KLM. Amsterdam: Rechtbank Amsterdam, *ECLI:NL:RBAMS:2024:1512*.
- Rechtbank Den Haag. (2021, mei 26). Milieudefensie/Shell. *ECLI:NL:RBDHA:2021:5337*. Den Haag.
- Richtlijn (EU) 2022/2464 (CSRD). *Richtlijn (EU) 2022/2464 tot wijziging van Verordening (EU) nr. 537/2014, Richtlijn 2004/109/EG, Richtlijn 2006/43/EG en Richtlijn 2013/34/EU, met betrekking tot duurzaamheidsrapportering door ondernemingen*. Brussel: PbEU 2022, L 322.
- Silva Kas, R. (2024, juni). Duurzaamheid en aansprakelijkheid in de financiële sector. *Ars Aequi*. Ars Aequi.
- Strijbos, F., Schuijling, B., Bierens, B., & Cent, P. (2023). *Duurzaam bankieren*. Deventer: Wolters Kluwer.
- Verordening (EU) 2019/2088 (SFDR). *Verordening (EU) 2019/2088 van het Europees Parlement en de Raad van 27 november 2019 betreffende informatieverschaffing over duurzaamheid in de financiële dienstensector*. PbEU 2019 L 317/1.
- Verordening (EU) 2020/852 (Taxonomieverordening). *Verordening (EU) 2020/852 van het Europees Parlement en de Raad van 18 juni 2020 betreffende de totstandbrenging van een kader ter bevordering van duurzame beleggingen en tot wijziging van Verordening (EU) 2019/2088*. Brussel: PbEU 2020 L 198/13.
- Verordening (EU) 2023/2859 (ESAP-verordening). *Verordening (EU) 2023/2859 tot oprichting van een Europees centraal toegangspunt dat gecentraliseerde toegang biedt tot voor financiële diensten, kapitaalmarkten en duurzaamheid relevante publiek beschikbare informatie*. Brussel: PBL 20 december 2023.

# De zin en onzin van betrokken aandeelhouderschap

Dr. Colin Tissen

## 1. INLEIDING

“Shell keert terug naar olie om investeerders te winnen,” concludeerde Reuters (2024a) na de kapitaalmarktdag van Shell in 2023. CEO Wael Sawan kondigde aan dat Shell de olieproductie stabiel wil houden tot 2030, in plaats van deze te verminderen, ondanks jarenlange gesprekken met duurzame beleggers om te verduurzamen.

Sommige niet-gouvernementele organisaties (ngo's) noemen dit een “klimaatomslag” en beweren dat engagement van duurzame beleggers niet werkt en dat ze moeten desinvesteren. Dit is onzin. Als investeerders geen invloed hebben, waarom verandert Shell dan zijn strategie om “investeerders te winnen”? Het antwoord is simpel: een grote groep beleggers wil dat Shell terughoudender is met investeringen in hernieuwbare energie. Voor deze beleggers is engagement dus succesvol geweest.

De vraag of engagement werkt, is niet zo interessant; het antwoord hangt af van je perspectief. In 2023 promoveerde ik aan de Universiteit Maastricht met onderzoek naar betrokken aandeelhouderschap door beleggers op duurzaamheidsonderwerpen. Daarna ging ik aan de slag in het engagement team van PGGM.

In dit artikel deel ik mijn visie op de zin en onzin van betrokken aandeelhouderschap, vanuit een academisch en praktisch perspectief. Ik bespreek betrokken aandeelhouderschap aan de hand van drie onderwerpen. Ten eerste, de samenwerking tussen beleggers op het gebied van engagement. Ten tweede, het indienen van aandeelhoudersvoorstellen waarop gestemd wordt tijdens jaarvergaderingen. En ten derde, de relatie tussen stemgedrag op aandeelhoudersvoorstellen en engagement. Ik eindig met een conclusie en een aantal aanbevelingen om het succes van betrokken aandeelhouderschap te vergroten.

## 2. SAMENWERKING TUSSEN BELEGGERS

Engagement kan bijdragen aan verbeterde financiële en niet-financiële prestaties. Tegelijkertijd zijn de succespercentages laag en de effecten op niet-financiële prestaties bescheiden (Bauer, Derwall, en Tissen, 2023). Een manier om het succes van engagement te vergroten is samenwerking tussen beleggers. Voorbeelden hiervan zijn collaboratieve programma's zoals georganiseerd door de Principles for Responsible Investments (PRI) of het Global Real Estate Engagement Network (GREEN). Verschillende studies tonen aan dat gesprekken tussen bedrijven en meerdere aandeelhouders vaker succesvol zijn dan die met een enkele aandeelhouder (Barko, Cremers, en Renneboog, 2022; Bauer et al., 2023; Dimson, Karakas, en Li, 2015).

Collaboratief engagement staat echter onder druk. Een bekend voorbeeld is Climate Action 100+ (CA100+), een samenwerkingsverband waarin beleggers de grootste uitstoters wereldwijd vragen hun emissies te verlagen om bij te dragen aan het Klimaatakkoord van Parijs. Recentelijk hebben grote partijen zoals Blackrock, JPMorgan, en State Street hun betrokkenheid bij CA100+ (deels) opgezegd (Climate Action 100+, 2024). Ze geven aan dat de nieuwe fase van het initiatief, die meer nadruk legt op de implementatie van klimaattransitieplannen en minder op klimaat-gerelateerde verslaggeving, niet in lijn is met hun eigen aanpak voor betrokken aandeelhouderschap, die onafhankelijk is van andere vermogensbeheerders.

Wat deze partijen niet benoemen, is de politieke druk om CA100+ te verlaten. De Judiciary Committee van het Amerikaanse Huis van Afgevaardigden, momenteel geleid door de Republikeinse partij, heeft een onderzoek gedaan naar samenwerking tussen beleggers op het gebied van duurzaam investeren (Committee on the Judiciary, 2024). Ze beargumenteren dat er een “klimaatkartel”

Dr. Colin Tissen  
Beleggingsstrateeg, PGGM





is van linkse milieuactivisten en grote financiële instellingen die samenspannen om Amerikaanse bedrijven te dwingen te decarboniseren. CA100+ zou een onderdeel zijn van dit “kartel”. Het onderzoek laat na te vermelden dat alle deelnemers aan CA100+ altijd onafhankelijk handelen. Deelname aan het initiatief verplicht hen niet om op een bepaalde manier te stemmen, te engagen, of te investeren. Dit blijkt ook uit hun stemgedrag.

Morningstar (2024a) onderzocht het stemgedrag van vijf grote partijen die CA100+ (deels) hebben verlaten. Ze keken specifiek naar ‘flagged votes’ uit 2023, het jaar voordat de partijen CA100+ (deels) verlieten. Deze ‘flagged votes’ zijn belangrijke aandeelhouders- en managementvoorstellen die CA100+ relevant acht voor deelnemers, zonder stemadvies te geven. Figuur 1 toont aan dat de vijf vermogensbeheerders zeer verschillend stemmen op deze voorstellen, met een percentage stemmen vóór variërend van 10% tot 95%. Dit maakt beweringen over samenzwering onzin.

Ondanks het vertrek van een aantal grote vermogensbeheerders is het aantal deelnemers aan CA100+ in 2024 juist gegroeid. Collaboratief engagement op duurzaamheid zal dus niet snel verdwijnen. Vooral op het gebied van klimaat is samenwerking cruciaal. Klimaatverandering is een globaal probleem en een financieel risico. Daarom vinden beleggers het belangrijk om te begrijpen hoe bedrijven dit risico beheersen. Samenwerking biedt efficiëntievoordelen voor zowel beleggers als ondernemingen en vergroot de kans op succes.

### 3. AANDEELHOUDERSVOORSTELLEN

Een ander middel binnen betrokken aandeelhouderschap is het indienen van aandeelhoudersvoorstellen. Dit is een effectieve manier om verandering te realiseren bij ondernemingen. Naaraayanan, Sachdeva en Sharma (2021) bestudeerden een campagne van het New York City Pension System en

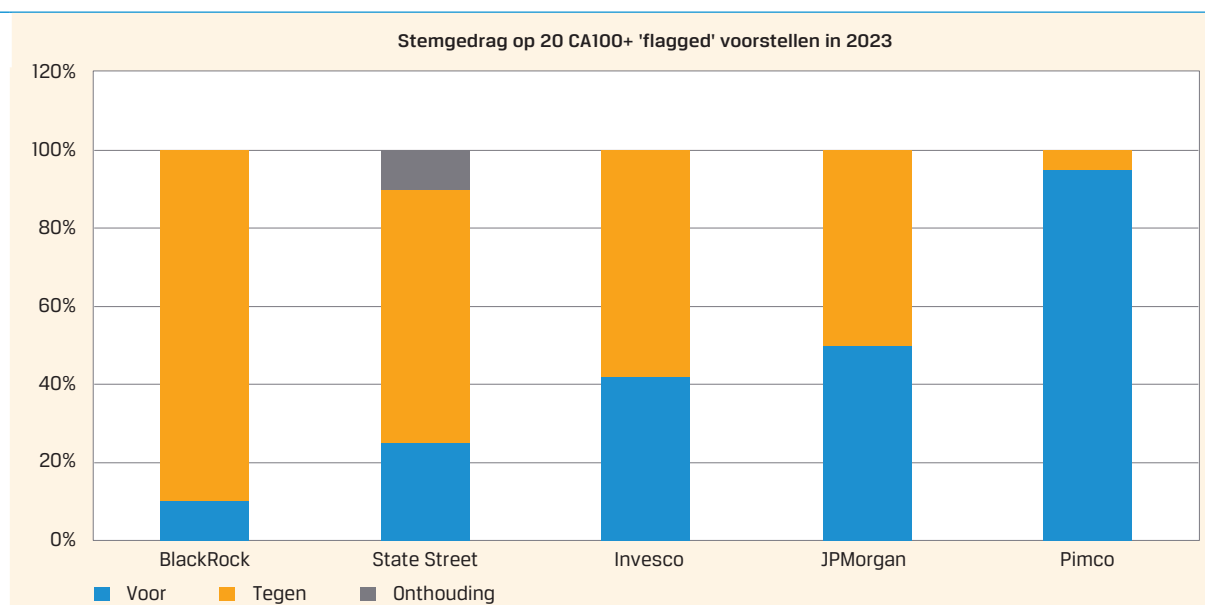
ontdekten dat bedrijven met ingediende voorstellen hun giftige uitstoot, broeikasgasemissies en kankerverwekkende vervuiling verminderden. Bovendien vonden Van der Kroft, Palacios, Rigobon, en Zheng (2024) dat voorstellen in de vastgoedmarkt duurzame renovaties bevorderen, maar alleen tijdens herinvesteringperiodes.

Aandeelhoudersvoorstellen komen het meest voor bij Amerikaanse ondernemingen. In 2024 waren er in Amerika 1000 aandeelhoudersvoorstellen. Figuur 2 toont een toename in het aantal voorstellen, vooral op anti-ESG gebied. Tegelijkertijd is de steun voor klimaatvoorstellen gehalveerd. Dit betekent dat het indienen van voorstellen minder vaak succesvol is. Zo werden maar 3 klimaat- en sociale voorstellen gesteund door een meerderheid.

#### DE VRAAG OF ENGAGEMENT WERKT, IS NIET ZO INTERESSANT; HET ANTWOORD HANGT AF VAN JE PERSPECTIEF

Echter kan een voorstel ook succesvol zijn zonder dat er op is gestemd. Vaak gaat de indiener in gesprek met de onderneming vóór de jaarvergadering, en bij een succesvolle uitkomst kan het voorstel worden teruggetrokken. Tussen 2022 en 2024 gebeurde dit in 27%, 23%, en 15% van de gevallen (Georgeson, 2024). Ook hier blijkt dat voorstellen minder vaak slagen, maar door het meenemen van terugtrekkingen is er een genuanceerder beeld over de mate van succes. Ondanks een negatieve trend in zowel stemgedrag als terugtrekkingen waren er in 2024 meer dan 150 succesvolle voorstellen. Onderzoek ondersteunt dat deze voorstellen tot veranderingen bij bedrijven kunnen leiden (Bauer, Moers, en Viehs, 2015; Bauer, Derwall, en Tissen, 2022).

Figuur 1  
Stemgedrag van partijen die CA100+ (deels) hebben verlaten op de 20 resoluties die door CA100+ in 2023 als meest relevant zijn aangemerkt



Bron: Morningstar (2024a)

**DAVID VERSUS GOLIATH**

Het indienen van voorstellen is echter niet zonder controverse. In januari 2024 spande ExxonMobil een rechtszaak aan om een aandeelhoudersvoorstel van Arjuna Capital en Follow This te blokkeren. Eerdere voorstellen van Follow This, die vroegen om emissiereductiedoelstellingen in lijn met het Akkoord van Parijs, kregen 28% (scopes 1, 2, en 3) en 11% (scope 3) steun in 2022 en 2023. ExxonMobil stelde dat het voorstel in 2024 vrijwel overeenkwam met eerdere afgewezen voorstellen en daarom niet in het belang van aandeelhouders was.

De rechtszaak leidde tot veel kritiek. Nicolai Tangen, CEO van Norges Bank Investment Management, noemde het een zorgwekkende en agressieve ontwikkeling. Hij maakt zich zorgen over de implicaties voor de rechten van aandeelhouders (Financial Times, 2024a). Een groep van 40 Europese en Amerikaanse institutionele beleggers, met 4,7 biljoen euro aan beheerd vermogen, deelt deze zorgen. In een statement vroegen zij bedrijven om aandeelhouders niet voor de rechter te dagen om menings-

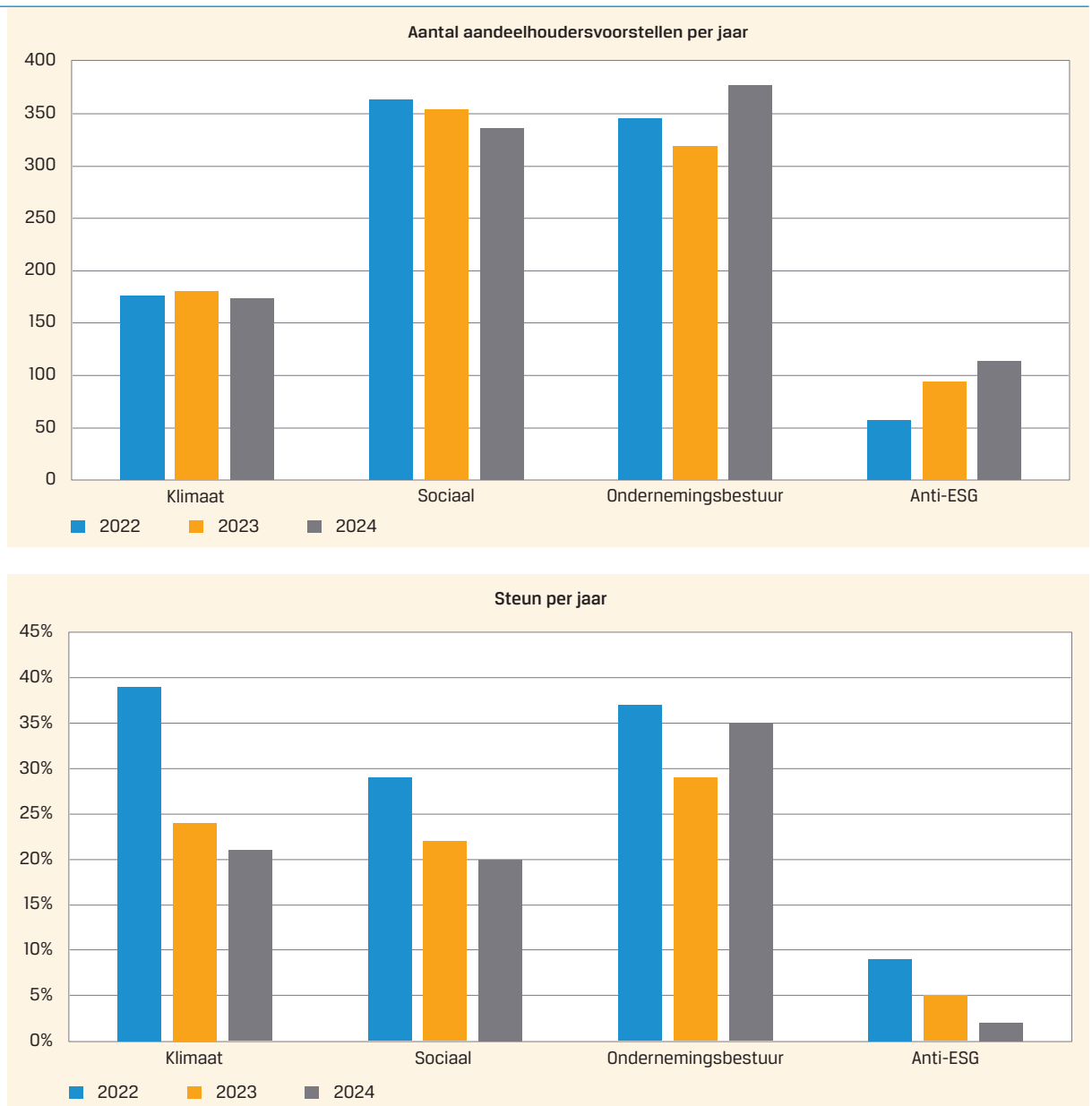
verschillen over voorstellen op te lossen. In plaats daarvan kunnen ze in gesprek gaan met de SEC over de regels rondom het indienen van voorstellen (Reuters, 2024b).

Deze zaak kan gezien worden als een “David versus Goliath” verhaal, waarbij ExxonMobil vecht tegen kleine activistische aandeelhouders Arjuna Capital en Follow This, mogelijk om toekomstige voorstellen voor decarbonisatie af te schrikken. Tegelijkertijd wijst ExxonMobil op het groeiende aantal aandeelhoudersvoorstellen bij Amerikaanse bedrijven, wat niet altijd ten goede komt aan de kwaliteit. Vaak worden deze voorstellen geleid door non-profit organisaties die aandelen kopen met het doel om voorstellen in te dienen.

**VOORSTELLEN GEDREVEN DOOR BELANGENGROEPEN**

Tabel 1 toont dat de meeste voorstellen bij Amerikaanse bedrijven worden ingediend door individuele particuliere beleggers, anti-ESG partijen en sociale non-profit organisaties. As You Sow is bijvoorbeeld een non-profit organisatie die duurzaamheid bij

Figuur 2  
Aantal aandeelhoudersvoorstellen in Amerika en gemiddelde steun per jaar



Bron: Georgeson (2024)

bedrijven bevordert via betrokken aandeelhouderschap. Grote vermogensbeheerders komen niet voor in de tabel omdat ze terughoudender zijn met het indienen van voorstellen. Non-profit organisaties met weinig aandelen gebruiken voorstellen om een stoel aan tafel te krijgen, terwijl grote vermogensbeheerders voorstellen als escalatiestap gebruiken wanneer een engagement stroef verloopt.

Amerikaanse bedrijven worden moe van het grote aantal voorstellen. Zo stonden bij Amazon 14 aandeelhoudersvoorstellen op de agenda van de jaarvergadering in 2024, allemaal ingediend door non-profit organisaties, anti-ESG organisaties en individuele beleggers. Geen enkel voorstel werd aangenomen, terwijl het behandelen van één voorstel tussen de \$20,000 en \$150,000 kan kosten (SEC, 2020). Hoewel er terecht veel kritiek is op de handelspraktijken van Amazon, zoals weerstand tegen vakbonden (Financial Times, 2024b), is het de vraag of deze methode effectief is om verandering te brengen.

Het oplossen van dit probleem vergt zorgvuldigheid. Aandeelhoudersrechten moeten beschermd worden. Zowel grote institutionele beleggers, individuele beleggers, als non-profit organisaties met voldoende aandelen hebben het recht om een voorstel in te dienen.

Een mogelijke oplossing is het aanpassen van de regels voor de toelaatbaarheid van voorstellen. Bedrijven mogen de SEC vragen om voorstellen die de ‘gewone bedrijfsvoering’ aantasten, niet op de agenda van de jaarvergadering te plaatsen. Deze regel mag echter niet gebruikt worden voor voorstellen met een brede maatschappelijke impact. De Business Roundtable, een associatie van meer dan 200 CEO's van de grootste Amerikaanse bedrijven, wil dat de SEC deze uitzondering afschaft. Ze stellen dat de uitzondering leidt tot een overvloed aan voorstellen van een

“bepaalde groep aandeelhouders met speciale belangen die sociale en politieke agenda's nastreven die losstaan van aandeelhouderswaarde” (Chamber of Commerce of the United States of America and Business Roundtable, 2024).

Dat de meeste voorstellen worden ingediend door belangengroepen is correct. Maar volgens mij is het aan de aandeelhouders om te bepalen welke voorstellen in lijn zijn met aandeelhouderswaarde, en niet aan de ondernemingen of de SEC. En er zijn genoeg institutionele beleggers die de voorstellen van deze belangengroepen steunen.

## SAMENWERKING BIEDT EFFICIËNTIE-VOORDELEN VOOR ZOWEL BELEGGER ALS ONDERNEMINGEN EN VERGROOT DE KANS OP SUCCES

Een voorbeeld is het voorstel bij ExxonMobil. Samen met 27 institutionele beleggers diende Follow This een soortgelijk voorstel in bij Shell. Amundi, een grote Europese vermogensbeheerder, was een van de indieners. In de ondersteunende verklaring bij het voorstel geven de indieners aan dat het uitvoeren van het voorstel kan leiden tot lagere transitierisico's. Deze groep vindt het voorstel dus niet losstaan van aandeelhouderswaarde. Bovendien kregen in 2024 twee klimaatvoorstellen meer dan 50% steun, beide ingediend door een non-profit organisatie.

Institutionele beleggers zouden actiever moeten worden bij het indienen van voorstellen. Zij kunnen het stokje van non-profit organisaties deels overnemen. Beleggers hebben meer ‘skin in the game’ en dat kan leiden tot constructievere gesprekken tussen indieners en ondernemingen. Bauer et al. (2015) vinden bijvoorbeeld dat voorstellen ingediend door institutionele beleggers vaker succesvol worden ingetrokken. Bovendien concluderen Flammer, Toffel, en Viswanathan (2021) dat klimaatvoorstellen correleren met verbeteringen in de rapportage van klimaatrisico's bij ondernemingen, vooral wanneer ingediend door institutionele beleggers.

Samenvattend: de meeste aandeelhoudersvoorstellen in Amerika komen van belangengroepen, wat bedrijven ontevreden maakt. Soms zelfs zo ontevreden dat ze de indieners voor de rechter slepen. Een oplossing is dat institutionele beleggers actiever worden bij het indienen van voorstellen. Dit kan de kwaliteit verbeteren en het aantal voorstellen beheersbaarder maken.

## 4. DE RELATIE TUSSEN STEMGEDRAG EN ENGAGEMENT

Steun voor aandeelhoudersvoorstellen over duurzaamheid is de afgelopen jaren gedaald. Dit kan ook een invloed hebben op engagement succes. Stemmen op jaarvergaderingen en engagement kunnen niet als twee losstaande activiteiten worden gezien. Stel dat een belegger een onderneming vraagt om ‘science-based’ CO<sub>2</sub>-reductiedoelstellingen te zetten.

Tabel 1

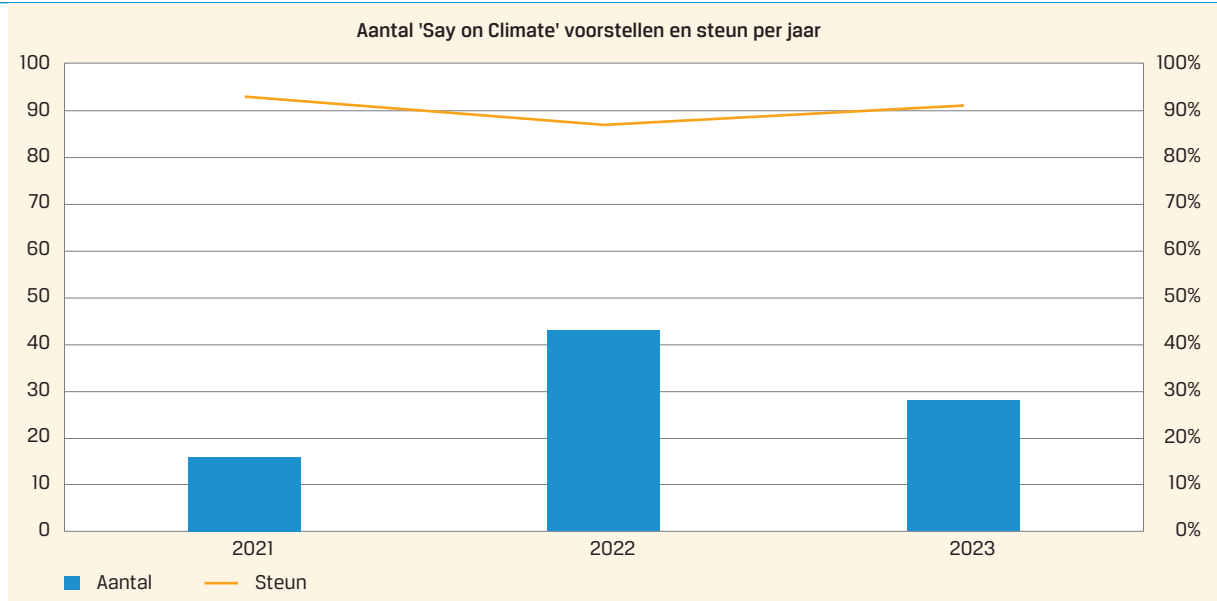
De top tien indieners van aandeelhoudersvoorstellen bij Amerikaanse bedrijven in H1 2024. De kolom 'Totaal aantal voorstellen' bevat het totaal aantal ingediende voorstellen over klimaat, sociale zaken (bijv., mensenrechten en arbeidsrechten), goed bestuur (bijv., samenstelling van het bestuur), en compensatie (bijv., een terugvorderingsbeleid). De kolom 'Klimaat' bevat het aantal ingediende klimaatvoorstellen en is een subset van het totaal aantal voorstellen.

	Naam Indiener	Totaal aantal voorstellen	Klimaat
1	John Chevedden*	199	8
2	As You Sow^	70	43
3	National Center for Public Policy Research#	54	14
4	Kenneth Steiner*	51	0
5	Carpenters Union	38	0
6	Mercy Investment Services	37	15
7	Green Century Capital Management^	32	30
8	James McRitchie / Myra Young*	31	2
9	NYC/NYS Retirement	30	10
10	National Legal and Policy Center#	29	5

\*Individuele particuliere beleggers, #anti-ESG indieners, ^sociale non-profit organisaties.

Bron: Sullivan & Cromwell LLP (2024).

**Figuur 3**  
Aantal 'Say on Climate' voorstellen wereldwijd en steun per jaar. Het percentage steun staat gelijk aan het aantal stemmen 'voor' gedeeld door het totale aantal uitgebrachte stemmen



Bron: Morningstar (2024b)

Deze engagement heeft een veel grotere kans van slagen als een voorstel voor zulke doelstellingen veel steun krijgt op een jaarvergadering.

Een concreet voorbeeld hiervan zijn de 'say on climate' voorstellen. Dit zijn voorstellen die ondernemingen zelf op de agenda plaatsen om een adviserende stem van aandeelhouders te vragen over het klimaattransitieplan van de onderneming. Figuur 3 toont dat er de laatste jaren wereldwijd ongeveer 30 van deze voorstellen per jaar waren, met een constante hoge steun van gemiddeld 90%.

Er zijn verschillende redenen voor deze hoge steun. Sommige beleggers zien een risico dat ondernemingen verantwoordelijkheid afschuiven door beleggers een klimaattransitieplan (adviserend) te laten goedkeuren. Deze beleggers steunen vaak 'say on climate' voorstellen, of onthouden zich van stemming. Andere beleggers kijken niet zozeer naar de inhoud van het plan (bijvoorbeeld de hoogte van een CO<sub>2</sub>-reductiedoelstelling), maar naar de volledigheid (bijvoorbeeld of het plan een CO<sub>2</sub>-reductiedoelstelling bevat). Sterke steun voor een klimaatplan via een 'say on climate' voorstel betekent dus niet altijd dat beleggers tevreden zijn met de inhoud van het plan.

Deze sterke steun kan problemen opleveren voor beleggers die tijdens engagements om verbeteringen vragen. Ondernemingen kunnen bijvoorbeeld argumenteren dat een groot deel van de beleggers tevreden is met het huidige plan, waardoor aanpassingen niet wenselijk zijn. De notulen van engagementgesprekken zijn niet openbaar, maar een quote uit de uitnodiging voor de jaarvergadering van Shell in 2023 illustreert dit. In reactie op het aandeelhoudersvoorstel van Follow This, dat vraagt om verbeterde CO<sub>2</sub>-reductiedoelstellingen, schreef Shell: "Aandeelhouders stemden over Shell's energietransitiestrategie en steunden deze overweldigend (89% van de uitgebrachte stemmen). De Follow This-resolutie roept op tot nieuwe doelstellingen die in conflict kunnen komen met de overeengekomen strategie" (Shell, 2023).

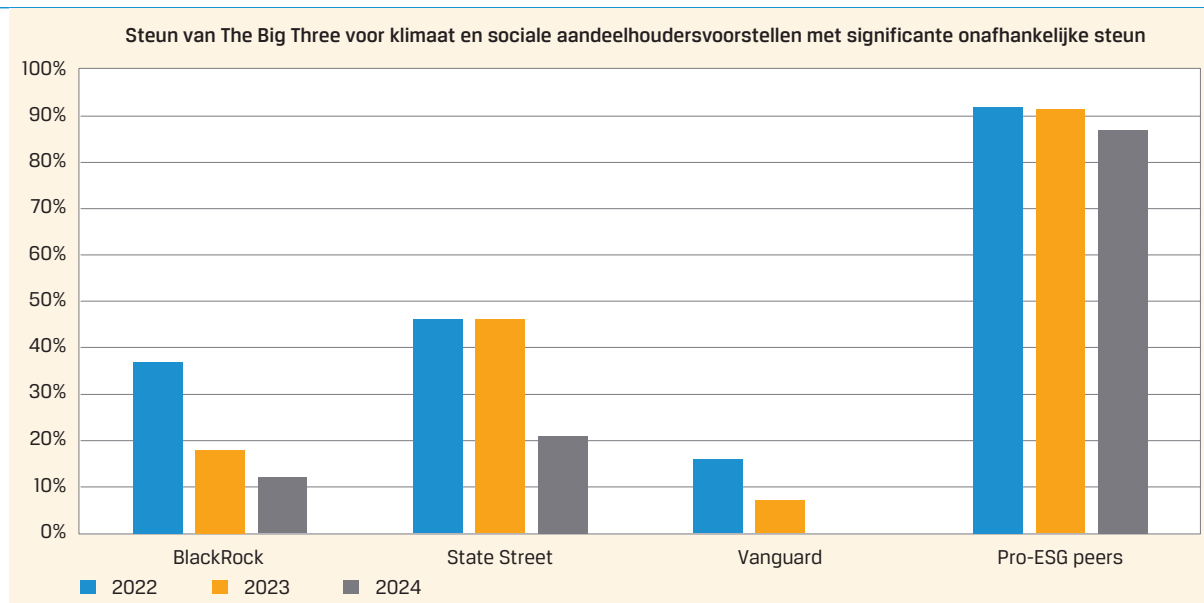
De anti-ESG beweging in Amerika kan ook invloed hebben op de steun voor voorstellen en uiteindelijk op het succes van engagement. Om de grootte van dit effect te onderzoeken, kijk ik naar het stemgedrag van The Big Three vermogensbeheerders: BlackRock, State Street en Vanguard. Samen hebben zij meer dan een kwart van het stemrecht bij bedrijven in de S&P500 (Bebchuk en Hirst, 2024). In 2024 steunden deze vermogensbeheerders respectievelijk 4%, 7% en 0% van klimaat- en sociale aandeelhoudersvoorstellen wereldwijd (InvestmentNews, 2024). In eerdere jaren was de steun significant hoger.

### STEMMEN EN ENGAGEMENT MOETEN NIET ALS SUBSTITUTEN WORDEN GEZIEN, MAAR ALS TWEE MIDDELEN DIE ELKAAR KUNNEN VERSTERKEN

Veelgenoemde redenen van The Big Three voor de afname in steun zijn de lagere kwaliteit en economische relevantie van voorstellen. Morningstar (2024) onderzocht daarom het stemgedrag op voorstellen die minimaal 30% steun krijgen van onafhankelijke aandeelhouders (oprichters, bestuurders, executives, etc., worden niet meegerekend). Deze voorstellen halen dus een bepaalde drempelwaarde van 'kwaliteit'.

Figuur 4 toont dat de steun van BlackRock en State Street voor de belangrijkste voorstellen tussen 2022 en 2024 met ongeveer 25 procentpunt is gedaald. Bij Vanguard is het zelfs gedaald van 16% naar 0%. Zoals de nieuwe CEO van Vanguard onlangs zei: "In ons stewardship en stemgedrag zijn wij het toonbeeld van passiviteit" (Responsible Investor, 2024). Verder is het opvallend dat de steun van, voornamelijk Europese peers, slechts met 5 procentpunt daalde. Dit verschil tussen The Big Three en

**Figuur 4**  
Stemgedrag van de Big Three en een peers op klimaat en sociale voorstellen met significante steun van onafhankelijke aandeelhouders. De peergroep bestaat uit vermogensbeheerders die vaak ESG voorstellen steunen: Amundi, LGIM, Norges Bank, en Northern Trust



Bron: Morningstar (2024)

andere vermogensbeheerders is moeilijk te rijmen met de bewering dat de kwaliteit van de voorstellen sterk is gedaald.

Het veranderde stemgedrag van grote vermogensbeheerders kan het moeilijker maken om bedrijven tijdens engagements te overtuigen om verdere stappen te zetten op het gebied van duurzaamheid. Stemmen en engagement moeten dus niet als substituten worden gezien, maar als twee middelen die elkaar kunnen versterken. Het is onzin wanneer vermogensbeheerders argumenteren dat ze weinig voorstellen steunen omdat ze engagement prefereren.

## 5. CONCLUSIE EN AANBEVELINGEN

Daar zit je dan als duurzame belegger. ESG wordt gepolitiseerd en CA100+ wordt een 'klimaatkartel' genoemd. Grote vermogensbeheerders, zoals State Street en JPMorgan, trekken zich terug uit samenwerkingsverbanden en de steun voor duurzaamheidsvoorstellen daalt sterk. Hoe nu verder?

Het is niet zo erg als het lijkt. Er zijn nog steeds meer dan 600 beleggers onderdeel van CA100+, jaarlijks worden tientallen duurzaamheidsvoorstellen succesvol ingetrokken, en academisch onderzoek ondersteunt dat er een correlatie is tussen engagement en verandering bij bedrijven. Er zijn verschillende manieren om de impact van betrokken aandeelhouderschap op duurzaamheid te vergroten:

### ZORG VOOR VOLDOENDE MIDDELEN VOOR DE UITVOERING

De baten van betrokken aandeelhouderschap zijn moeilijk meetbaar. Bijvoorbeeld, als een bedrijf een nieuwe CO<sub>2</sub>-reductiedoelstelling zet, komt dit dan door engagement, wetgeving, of druk van andere stakeholders? Of mogelijk hebben externe factoren helemaal geen rol gespeeld bij het besluit. De kosten zijn echter goed meetbaar, zoals de salarissen van medewerkers in een engagement team. Hierdoor kan het moeilijk zijn om een business case voor betrokken aandeelhouderschap te maken, wat kan leiden tot onvoldoende middelen voor de uitvoering.

Het is daarom belangrijk om de noodzaak van betrokken aandeelhouderschap te benadrukken. In Nederland is er een Stewardship Code opgesteld (Eumedion, 2018). Deze code stelt dat pensioenfondsen, levensverzekeraars en vermogensbeheerders een actieve rol moeten spelen in het bevorderen van goede corporate governance en duurzaamheidspraktijken bij Nederlandse beursgenoteerde bedrijven waarin ze beleggen. Engagement en stemmen behoren tot de kerntaken van institutionele beleggers, en er zijn zeker successen te behalen. In een literatuurstudie concluderen Kölbl, Heeb en Busch (2020) dat betrokken aandeelhouderschap het meest betrouwbare mechanisme is voor beleggers om impact te maken.

### PLAATS DUURZAAMHEID NIET OP EEN VOETSTUK

Betrokken aandeelhouderschap draait om het bijdragen aan langetermijnwaardecreatie. In een recent onderzoek concluderen Edmans, Gosling en Jenter (2024) dat portefeuillebeheerders duurzaamheid belangrijk vinden voor de langetermijnwaarde van ondernemingen, vooral omdat het correleert met andere factoren zoals strategie, governance en bedrijfscultuur. Deze factoren vinden zij gemiddeld belangrijker dan duurzaamheid. Het is belangrijk om engagement uit te voeren op alle relevante factoren. Bovendien zijn engagements gericht op financieel materiële duurzaamheidsonderwerpen vaker succesvol en corresponderen ze met verbeteringen in zowel financiële als duurzaamheidsprestaties, bijvoorbeeld CO<sub>2</sub> intensiteit (Bauer, Derwall en Tissen, 2023).

### BETREK PORTEFEUILLEBEHEERDERS BIJ ENGAGEMENTS

Vermogensbeheerders hebben vaak een centraal betrokken aandeelhouderschapsteam dat engagement uitvoert en stemmen uitbrengt. Hoewel beleggingsteams vaak zelf engagement voeren op de financiële prestaties van ondernemingen, worden engagements op duurzaamheid doorgaans uitgevoerd door het centrale team. Dit team heeft werknemers met specialistische expertise, bijvoorbeeld op het gebied van klimaat of mensenrechten. Het is belangrijk dat deze verschillende teams van

elkaar leren en samen met een onderneming spreken. Op die manier kan een gesprek over duurzaamheid zich richten op de brede waarde van een onderneming. Bovendien bouwen portefeuillebeheerders zo meer kennis op over duurzaamheid. Over tijd kan dan meer van de engagementuitvoering naar de beleggingsteams verschuiven.

## NEEM ENGAGEMENT EN STEMGEDRAG MEE BIJ DE SELECTIE VAN MANAGERS

Eigenaren van vermogen (asset owners) die streven naar lange-termijnwaardecreatie nemen doorgaans duurzaam beleggingsbeleid mee bij de selectie, monitoring en evaluatie van vermogensbeheerders. Een vermogensbeheerder kan mooie beloftes maken, zoals een 'Net Zero Asset Manager' commitment (NZAM, 2024). Maar dit betekent pas iets zodra er actie wordt ondernomen. Engagement en stemgedrag zijn mogelijke maatstaven om dit te meten. Dit artikel laat zien dat de uitvoering van betrokken aandeelhouderschap tussen vermogensbeheerders sterk kan variëren. Wanneer asset owners hun kapitaal verschuiven naar beheerders die zij goed vinden presteren op het gebied van betrokkenheid, kan dit de algehele kwaliteit van engagement binnen de financiële sector vergroten. Over tijd kan dit bijdragen aan het succes van engagement.

### Literatuur

- Barko, T., Cremers, M. en Renneboog, L., 2022, Shareholder engagement on environmental, social, and governance performance, *Journal of Business Ethics*, 180(2), pp.777-812.
- Bauer, R., Derwall, J. en Tissen, C., 2022, Corporate directors learn from environmental shareholder engagements. Artikel op [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3981634](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3981634).
- Bauer, R., Derwall, J. en Tissen, C., 2023, Private shareholder engagements on material ESG issues, *Financial Analysts Journal*, 79(4), pp.64-95.
- Bauer, R., Moers, F. en Viehs, M., 2015, Who withdraws shareholder proposals and does it matter? An analysis of sponsor identity and pay practices, *Corporate Governance: An International Review*, 23(6), pp.472-488.
- Bebbchuk, L. en Hirst, S., 2022, Big three power, and why it matters. *BUL Rev.*, 102, p.1547.
- Chamber of Commerce of the United States of America en Business Roundtable, 2024, Opposed motion of the Chamber of Commerce of the United States of America and Business Roundtable for leave to file brief of amici curiae supporting plaintiff Exxon Mobil Corporation's opposition to defendants' motion to dismiss. Artikel op <https://subscriber.politicopro.com/eenews/f/eenews/?id=0000018d-f636-d6ce-ald-bd-f67fb7f20000>.
- Climate Action 100+, 2024, Climate Action 100+ reaction to recent departures. Artikel op <https://www.climateaction100.org/news/climate-action-100-reaction-to-recent-departures/>.
- Committee on the Judiciary U.S. House of Representatives, 2024, Climate control: Exposing the decarbonization collusion in Environmental, Social, and Governance (ESG) Investing. Rapport op [https://judiciary.house.gov/sites/evo-subsites/republicans-judiciary.house.gov/files/evo-media-document/2024-06-11%20Climate%20Control%20-%20Exposing%20the%20Decarbonization%20Collusion%20in%20Environmental%2C%20Social%2C%20and%20Governance%20\(ESG\)%20Investing.pdf](https://judiciary.house.gov/sites/evo-subsites/republicans-judiciary.house.gov/files/evo-media-document/2024-06-11%20Climate%20Control%20-%20Exposing%20the%20Decarbonization%20Collusion%20in%20Environmental%2C%20Social%2C%20and%20Governance%20(ESG)%20Investing.pdf)
- Dimson, E., Karakas, O. en Li, X., 2015, Active ownership, *The Review of Financial Studies*, 28(12), pp.3225-3268.
- Edmans, A., Gosling, T. and Jenter, D., 2024, Sustainable investing: Evidence from the field. Artikel op [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4963062](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4963062).
- Eumedion, 2018, Dutch Stewardship Code. Rapport op <https://en.eumedion.nl/clientdata/217/media/clientimages/2018-07-dutch-stewardship-code-final-version.pdf?v=191126132016>
- Financial Times, 2024a, Norway oil fund boss criticises ExxonMobil's 'aggressive' climate lawsuit. Artikel op <https://www.ft.com/content/58952fc6-9b52-4e22-8fd5-8c24ddd9f7b2>.
- Financial Times, 2024b, Amazon launches anti-union charm offensive ahead of UK workers' vote. Artikel op <https://www.ft.com/content/ab9d9a7a-4d21-4ee5-abc-ca394a61ad0e>.
- Flammer, C., Toffel, M.W. en Viswanathan, K., 2021, Shareholder activism and firms' voluntary disclosure of climate change risks, *Strategic Management Journal*, 42(10), pp.1850-1879.
- Georgeson, 2024, A Look at the 2024 proxy season. Rapport op [https://images.info.computershare.com/Web/CMPTSHR1/%7B2a45ede2-cccec-45da-968e-a8d7cb082e30%7D\\_Georgeson\\_2024\\_Proxy\\_Season\\_Review.pdf](https://images.info.computershare.com/Web/CMPTSHR1/%7B2a45ede2-cccec-45da-968e-a8d7cb082e30%7D_Georgeson_2024_Proxy_Season_Review.pdf).
- InvestmentNews, 2024, Big three US money managers cut ESG support. Artikel op <https://www.investmentnews.com/industry-news/big-three-us-money-managers-cut-esg-support/257321#:~:text=State%20Street%2C%20Vanguard%2C%20BlackRock%20all%20rejected%20more%20proposals.&text=The%20three%20biggest%20US%20money,led%20backlash%20against%20sustainable%20investing>.
- Kölbel, J.F., Heeb, F., Paetzold, F. and Busch, T., 2020, Can sustainable investing save the world? Reviewing the mechanisms of investor impact, *Organization & Environment*, 33(4), pp.554-574.
- Morningstar, 2024a, Climate Action 100+ departures put proxy voting in the spotlight. Rapport op <https://www.morningstar.com/business/insights/research/climate-action-100-proxy-voting>.
- Morningstar, 2024a, Climate Action 100+ Departures Put Proxy Voting in the Spotlight. Artikel op <https://www.morningstar.com/content/cs-assets/v3/assets/blt9415ea4cc4157833/blt10151f9380f019/660c4d07e838c8365960dc7e/Climate-action-100-proxy-voting.pdf>
- Morningstar, 2024b, Which investors are taking a stand on climate through proxy voting. Artikel op <https://www.morningstar.com/sustainable-investing/which-investors-are-taking-stand-climate-through-proxy-voting>.
- Morningstar, 2024c, Proxy voting on sustainability: The Big Three hold the key. Artikel op <https://www.morningstar.com/sustainable-investing/proxy-voting-sustainability-big-three-hold-key>.
- Naaraayanan, Sachdeva en Sharma, 2021, The real effects of environmental activist investing. Artikel op [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3483692](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3483692).
- NZAM, 2024, Net Zero Asset Managers Initiative. Artikel op <https://www.netzeroassetmanagers.org/>.
- Reuters, 2024a, Exclusive: Shell pivots back to oil to win over investors. Artikel op <https://www.reuters.com/business/energy/shell-pivots-back-oil-win-over-investors-sources-2023-06-09/>.
- Reuters, 2024b, Highlighting Exxon suit, investors urge firms to keep shareholder spats out of court. Artikel op <https://www.reuters.com/sustainability/highlighting-exxon-suit-investors-urge-firms-keep-shareholder-spats-out-court-2024-05-28/>.
- SEC, 2020, Procedural requirements and resubmission thresholds under exchange act rule 14a-8. Rapport op <https://www.sec.gov/files/rules/final/2020/34-89964.pdf>.
- Shell, 2023, Notice of Annual General Meeting. Rapport op [https://www.shell.com/investors/shareholder-meetings/\\_jcr\\_content/root/main/section/simple/list/list\\_item\\_copy\\_copy\\_multi.stream/1681783978589/1ad472cfc86e007582f7526d8a47ff48e9878261/shell-notice-of-meeting-2023.pdf](https://www.shell.com/investors/shareholder-meetings/_jcr_content/root/main/section/simple/list/list_item_copy_copy_multi.stream/1681783978589/1ad472cfc86e007582f7526d8a47ff48e9878261/shell-notice-of-meeting-2023.pdf)
- Sullivan & Cromwell LLP, 2024, 2024 proxy season review: Part 1. Rapport op [https://www.sullcrom.com/SullivanCromwell/\\_Assets/PDFs/Memos/2024-Proxy-Season-Review-Part-1.pdf](https://www.sullcrom.com/SullivanCromwell/_Assets/PDFs/Memos/2024-Proxy-Season-Review-Part-1.pdf).
- van der Kroft, Palacios, Rigobon, en Zheng, 2024, Timing sustainable engagement in real asset investments, NBER Working Paper. Artikel op <https://www.nber.org/papers/w32646>.

# Klimaat: Risico's en Impact in Balans

Klimaatverandering is geen toekomstscenario meer – het is onze realiteit. Dat merken beleggers, die zich steeds bewuster worden van de rol die klimaat speelt in hun portefeuilles. Maar wat opvalt, is hoe vaak dit bewustzijn eenzijdig blijft. Te vaak wordt de impact van beleggingen op het klimaat samengenomen met de impact van klimaatverandering op de portefeuille. En dat is een probleem. Want beide vereisen een heel andere aanpak. Hier komt het concept dubbele materialiteit om de hoek kijken.

## Financiële Materialiteit: Risico's in de Portefeuille

Klimaatrisico's worden meestal verdeeld in twee categorieën: fysieke risico's en transitierisico's. Bij fysieke risico's denken we aan stijgende zeespiegels of extreme weersomstandigheden. Stel je een portefeuille met woninghypotheken voor, waarvan het onderpand zich in een overstromingsgebied bevindt. Wanneer dat gebied onbewoonbaar wordt, daalt de waarde van die beleggingen aanzienlijk. Het verzekeren hiervan is of wordt in de toekomst onbetaalbaar.

Transitierisico's zijn meer structureel. Dit zijn de gevolgen van beleidsveranderingen, nieuwe technologieën, of veranderend consumentengedrag richting een duurzame economie. Neem de energiesector. Traditionele olie- en gasbedrijven staan onder druk door strengere emissienormen, terwijl hernieuwbare energiebedrijven juist kansen zien. Dit vraagt om een actieve strategie: sectoren kwetsbaar zijn, of juist beleggen in bedrijven die de energietransitie omarmen.

## Impact Materialiteit: Hoe Beleggen het Klimaat Vormt

Tegelijkertijd groeit de vraag hoe portefeuilles zelf bijdragen aan klimaatverandering. Deze zijn ook op te delen in twee categorieën: simpelweg negatieve en positieve impact. Beleggen in fossiele brandstoffen vergroot bijvoorbeeld het klimaatprobleem, terwijl duurzame investeringen – zoals in groene technologie of circulaire economieën – bijdragen aan oplossingen. Door te beleggen in deze laatste sectoren verlaag je de kosten

van kapitaal en door de eerste uit te sluiten verhoog je de kosten van kapitaal.

Door bewust te beleggen volgens de doelen van het Klimaatakkoord van Parijs kunnen beleggers niet alleen de energietransitie ondersteunen, maar soms ook profiteren van groeimogelijkheden. Dat is echter niet altijd het geval...

## Waarom het Verschil Ertoe Doet

Het onderscheid tussen klimaatrisico's en klimaatimpact is cruciaal en vraagt om een gedifferentieerde aanpak. Belangrijk om te beseffen is dat deze twee aspecten op korte termijn niet noodzakelijkerwijs gecorrigeerd zijn. Het verschil tussen fysieke en transitierisico's enerzijds en positieve en negatieve klimaatimpact anderzijds, vereist uiteenlopende verantwoordelijkheden, vaardigheden, en doelstellingen. Het is onrealistisch om deze allemaal bij één groep mensen neer te leggen.

Klimaatrisico's zijn bovendien niet afhankelijk van de relatieve grootte van een belegger; ze treffen zowel grote als kleine portefeuilles, pensioenfondsen en individuele beleggers. Daarentegen hangt de mate van impact sterk af van de omvang van de investering. Investeerders kunnen daarbij sturen op thema's die zij belangrijk vinden of die volgens hen te weinig aandacht krijgen.

Een belegger die zich uitsluitend richt op risico's, kan geneigd zijn bepaalde sectoren te vermijden zonder oog te hebben voor bredere ecologische gevolgen. Denk bijvoorbeeld aan een bedrijf dat activiteiten



verplaatst naar een gebied zonder overstromingsrisico. Hoewel het klimaatrisico voor de portefeuille afneemt, blijft de ecologische voetafdruk onveranderd. Omgekeerd kan een eenzijdige focus op klimaatimpact risico-voel zijn. Een staalbedrijf dat overstapt op groene energie maar kwetsbaar blijft voor waterschaarste, kan nog steeds aanzienlijke verliezen lijden.

Om recht te doen aan deze verschillen, kunnen organisatorische aanpassingen helpen. Zo zou klimaatrisico-monitoring bijvoorbeeld onder risk management kunnen vallen, terwijl de doelstellingen voor klimaatimpact worden toegewezen aan andere verantwoordelijken. Communicatie speelt hierin een sleutelrol: leg het onderscheid duidelijk uit aan stakeholders en claim niet dat duurzaam beleggen altijd tot betere resultaten leidt. Transparantie over doelen en strategieën is essentieel.

## Conclusie

Beleggers kunnen niet langer om dubbele materialiteit heen, dat is bekend. Alleen door zowel klimaatrisico's als klimaatimpact te integreren in hun strategieën, kunnen ze portefeuilles bouwen die bestand zijn tegen een veranderende wereld – en die tegelijkertijd bijdragen aan een duurzamere toekomst. Daarbij zal het eenzijdig benaderen van klimaatverandering niet alleen leiden tot blinde vlekken, maar ook tot suboptimale portefeuilles.

*Rik Klerkx CFA, CIO LDI & Private Markets, Cardano*

# Do mutual funds walk the talk after ESG-renaming?

ESG investments exhibited a remarkable growth over the last decade. As an illustration, a sizeable number of fund managers have now rebranded their mutual funds to signal ESG commitments, and they changed their funds' names accordingly. A prominent concern raised in recent years is that funds cosmetically change to ESG-related names merely to attract capital when ESG investing is 'hot'. Indeed, studies in the early 2000s reported that U.S. mutual funds changed their names to portray investment styles that were 'hot' in the market, without actually changing the styles of their portfolios subsequently. In addition, recent studies suggest that funds which signed the Principles for Responsible Investing enjoyed larger money flows without subsequently exhibiting stronger ESG tilts. Not surprisingly, regulators and policy makers are increasingly considering guidelines and policies to ensure that ESG-labeled investments are meaningfully distinctive.

To shed more light on mutual fund renaming towards ESG-labels, Gibbon et al. (2023) studied mutual funds' flows, equity portfolios, and expenses both before and after their name included an ESG-related term. Based on a textual analysis of global mutual fund names, 740 funds were identified that renamed from a name that did not include ESG-related words towards

one that did (e.g., ESG, sustainable, green). The data confirm a clear increase in the number of funds that have changed their names to include ESG-related words during our 2016-2022 sample period. The analysis yields three main results:

The first finding is that, compared to non-renaming mutual funds, the average renamed fund exhibits a higher monthly flow of nearly one percentage point after it has renamed to include an ESG-related term. While this result could imply that attracting capital is a plausible financial motive for mutual funds to rename, the effects of ESG-renaming on fund flows appears region-specific. In particular, the study reports that positive flow effects are significant mainly for mutual funds domiciled in Europe but not for U.S. funds that rename. Although this result seems intuitive considering that ESG investing is more developed in Europe, it contrasts with previous studies suggesting that U.S. funds are able to attract additional capital by signaling an ESG commitment, possibly even without 'walking the talk'.

Second, addressing the question whether funds that rename do in fact walk the talk, the study analysed the ESG profiles of mutual funds' underlying holdings both before and after renaming. An analysis of a wide range of different portfolio-level ESG scores from MSCI ESG fund metrics and Morningstar points into a consistent direction: After ESG renaming, a mutual fund's portfolio tends to exhibit a higher overall ESG score, less exposure to controversial sectors, lower levels of carbon intensity, and lower scores on sustainability risk. Despite these improvements for the average ESG-renaming fund, the study documents differences between the U.S. and Europe. Improvements in portfolio-level ESG scores after renaming appear to be larger for the average U.S. mutual fund compared to European funds. Because European funds already exhibited a stronger ESG orientation than their U.S. counterparts regardless of renaming

This research was financially supported by CFA Society Netherlands through its dedicated VBA reserves. We are proud of the recognition this research has received.

The Society allocates funding for projects that advance knowledge and interest in areas such as investment analysis, financial issues, assessment of investment vehicles, financing structures, and portfolio management. To apply for funding or check eligibility, please reach out to us at [info@cfasociety.nl](mailto:info@cfasociety.nl).

decisions, it is conceivable that European funds are simply more restricted in further increasing their ESG-tilts after renaming.

Third, the final section of the study touches upon another subject of debate: Do funds use ESG profiling to charge higher expense ratios? The evidence in the study indicates that funds' expense ratios are generally not materially higher (if not lower) after ESG-related renaming, except for a subset of European mutual funds that exhibit on average a modest 4.5 bp higher annual TER after renaming.

Gibbon et al. (2023) provides implications for fund managers, investors, and regulators. For fund managers, the study shows that flows can increase after ESG-renaming, however, this effect appears region-specific for Europe only. For policy makers and regulators with concerns about ESG-washing through renaming, the study shows that ESG-renaming leads to improved ESG profiles with improvements mainly taking place among U.S. funds. For investors, the study shows that renamed funds provide more positive ESG-exposure for the same (U.S.) or only slightly higher fees (Europe). To conclude, the study shows that funds' ESG profiles improve after ESG renaming, and casts doubts on the idea that ESG renaming is merely a cosmetic event motivated by fund flows or fees.

## Reference

- Gibbon, K., Derwall, J., Gerritsen, D., & Koedijk, K. (2024). Renaming with Purpose: Investor Response and Fund Manager Behavior after ESG Renaming. CEPR Discussion Papers, 19291.

Kayshani Gibbon, PhD. student at the Utrecht University School of Economics





# Investor lessons from FTX & 'Celebrity investing'

A BOOK REVIEW OF *GOING INFINITE: THE RISE AND FALL OF A NEW TYCOON* BY MICHAEL LEWIS

Mark Geene, Senior Investment Consultant PGGM

Michael Lewis, the well-known author of an extensive range of books on financial markets and institutions, and other topics, has released his latest book on the meteoric rise and downfall of Sam Bankman-Fried (commonly known as SBF). He is the founder of cryptocurrency exchange FTX and was the most prominent figure of this 'industry' for several years.

Lewis, known for books like, *Liar's Poker*, *Flash Boys*, *The Big Short* and *Moneyball*, is highly regarded for his ability to make complex financial subjects and misbehaviors accessible to a broad audience. In *Going Infinite* he focuses predominantly on the individual SBF and his personal and business behavior, and less on the intricacies of the crypto world. Not a principal element or objective of the book, between the lines investors can draw several lessons from it for their professional work. Therefore, the book is, besides being enjoyable and at times even hilarious, also an interesting read for non-crypto-investors and for crypto skeptics. These 'insights' for investors are addressed in the latter part of this book review.

## SBF and FTX

SBF made a significant impact on the cryptocurrency sector as the founder of FTX, one of the most innovative cryptocurrency exchanges globally during 2019-2022. He started his career at Jane Street Capital, a huge 'money making investment and trading machine',<sup>1</sup> after his time at MIT. Lewis briefly describes the inner working at Jane Street, where the philosophy and processes are all about being smarter than the rest of the trading and investment community. It involves detailed analysis of all potential scenarios impacting investments, similar as during playing games and poker. During his time at Jane Street SBF became

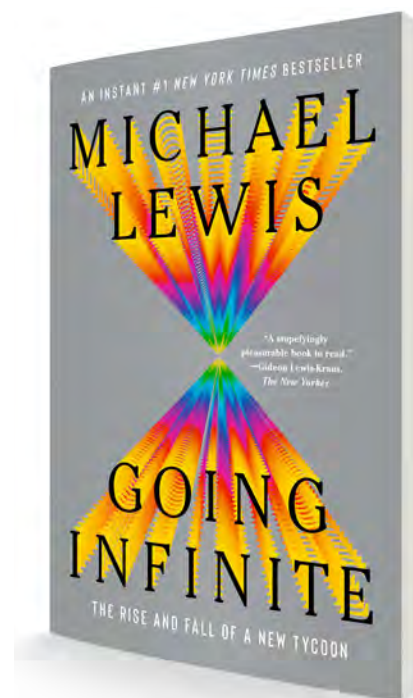
interested in quantitative trading.

Influenced by the philosophy of effective altruism, he ventured into crypto with two goals: to generate wealth and to use it for philanthropic causes.

In 2017, SBF founded Alameda Research, a quantitative trading firm heavily involved in cryptocurrencies. Based upon the success with Alameda he started FTX in 2019. FTX quickly gained a reputation for its approach to crypto derivatives and innovative features for retail and institutional investors.

SBF's public appearances in unconventional attire gave the impression of a social awkward and maverick entrepreneur that pledged to donate the majority of his money towards effective altruism. Lewis describes how SBF crisscrossed the globe meeting businessmen, potential investors, celebrities and politicians assisting to promote FTX. During video calls he was often quasi-absent as he played video games around the clock. He was omnipresent as the acclaimed propagandist of a regulated crypto industry. That also stoked the rivalry with Binance, the largest crypto exchange, and his founder Changpeng Zhao (sentenced to jail in 2024). FTX also sucked up struggling competitors during its exponential growth.

SBF and FTX attracted billions of investments from institutional investors like Temasek,



Author: Michael Lewis  
 Publisher: Norton & Company  
 ISBN: 9781324105817

Ontario Teachers, Thomas Bravo, Sequoia Capital and Tiger Global. Subsequently during that brief period of fame, glory and exponential 'wealth creation', SBF spent vast amounts of money on the FTX-office and the villas of FTX-staff in the Bahamas. In addition, he threw tens of millions in single marketing and sponsorship deals as well as towards a range of venture capital investments. Most of these deals and investments were made by himself, not an investment committee or other governance structure, and on the fly without any due diligence and/or reviews of their merits for FTX. SBF was also willing to 'donate' millions on influencing politicians on crypto-regulation and even considered offering Trump \$5 billion to abstain from running for president again in 2024. At least that can be dissected from the accounts of Lewis's writings.

However, in late 2022, FTX collapsed under allegations of financial mismanagement and fraud. Reports and rumors, also stoked by competitors, surfaced that FTX had (illegally) used its customer funds to cover losses at Alameda Research, sparking a liquidity crisis similar to a classic bank run. The subsequent bankruptcy filings revealed a chaotic financial structure and raised fundamental questions about the existence of any oversight and governance within FTX. SBF was arrested and faced multiple charges,

including fraud and money laundering. It was an abrupt fall from grace. As Lewis's book was published during the extensive and newsworthy public trials, SBF was found guilty on seven counts and has been sentenced to jail for 25 years. Several other employees, who admitted to the charges and provided evidence against SBF, will face limited sentences.

### Lewis's 'surprise' writings on SBF and FTX

Similar to his previous books, Lewis's writing captivates readers and keeps them engaged. However, contrasting his previous books, Lewis's portrayal of SBF's life and FTX's final year, when he often met and travelled with SBF, reads and feels one-sided. As if he wants to present SBF as the 'hero' against all the 'villains' in the (crypto)world. Lewis lacks a certain level of critical analysis of SBF his behavior as well as the business set up and activities. Lewis complements this with a staggering negative description of John Ray. Ray was appointed to oversee FTX during its bankruptcy. This surprising style of writing by Lewis might be due to a fascination for the unconventional life, management and business style of SBF in an unregulated, innovative and constantly evolving crypto world. The crypto world at that time was like the 2023-2024 period for genAI developments, but on steroids. Lewis does not explore why FTX lacked a CFO or how, as was quickly revealed after the meltdown, investments and operations were obviously not separated between the different businesses of FTX and Alameda as well as how private investments and expenditures were accounted for.<sup>2</sup> Other topics that readers, and especially financial market participants, might be interested in were:

1. How could a smart individual like SBF, who learned and adopted thorough scenario analysis at Jane Street, handle so many aspects at FTX on the fly? It was an accident waiting to happen. Was he just naïve, recklessly ambitious and/or overwhelmed by the public attention and the vast sums of money literally thrown at him?
2. Why did respected institutional investors invest so much money on behalf of pensioners without performing any basic (operational) due diligence that would have uncovered numerous red flags? Didn't they learned the lessons from the Madoff and other frauds, including those



SBF on the podium with 2 former head of State (Bill Clinton & Tony Blair) at a crypto conference on the Bahamas in 2022.

of misappropriation of investor funds and company accounts?

Were these topics not further explored as the editor and publisher wanted to release before the start of the trials? Did the rapid developments at FTX, the large than live person of SBF and his unconventional style in addition to his call for regulation enchant and intoxicate everybody? And can investors draw lessons from this interesting chapter in the financial and crypto world?

### Lessons for investors

Around the time of reading this book on SBF, I also read the following two books: *The Fund* on Bridgewater and Ray Dalio, as well as *The Bond King* on Pimco and Bill Gross. Both were also founders, celebrated businessmen, remarkable characters and their well-recognized speakers at world class economic and investment events. They founded and led firms and were individuals that investors wanted to be 'familiarized with' as Keynes noted: *'Better to fail conventionally than to succeed unconventionally.'* However, also these Sun Kings and charismatic founders, had their dark sides as described in these books by more neutral and critical writers compared to Lewis. These elements of their management style and/or operational practices often only surface after time and/or during a thorough due diligence. Even then, it is up to the investment decision-makers to take the less positive findings into account when making investments.

Can these decision makers properly balance the addictive 'spell' of a celebrated Sun King with a detailed independent assessment of the investment process, operations and business management, including (ethical) culture in a firm? That same question, framed differently, can be posed to Lewis and other biographers, as well as venture capitals nowadays investing in genAI.

Too much money, hubris, hype, or fame as well as being too naïve can be a hazard at times. This does not have to be an issue if you want to publish a non-critical biography on a person or set of events (though it should be obvious and transparent), it should be avoided when having a fiduciary duty towards your clients. Celebrity investing is as dangerous as statements like *'this time is different'* among others.

### Notes

- 1 For more info on this trading and investment firm see for instance: FT 7/10/2024: *New titans of Wall Street: how Jane Street rode the ETF wave to 'obscene' riches.*
- 2 For instance John Ray noted within a week after the filing of Chapter 11: 'Never in my career have I seen such a complete failure of corporate controls and such a complete absence of trustworthy financial information as occurred here'. He also spoke about 'overseeing an unprecedented mess'.

## COMMISSIES/VOORZITTERS 2024

### Bestuur van de Vereniging

Dr. Inge van den Doel, voorzitter  
Vincent Stap CFA, vicevoorzitter  
Dr. Raphie Hayat CFA, penningmeester  
Noortje Draper RBA  
Yiyi Huang CFA  
Linde Kok CFA  
Gül Poslu  
Rob Verheul

### Klachtencommissie

Mr. Peter Wortel, voorzitter  
**Financiële commissie**  
Drs. Niels Oostenbrug RBA, voorzitter

### Commissie Asset & Liability Management

Jori Arts CFA, voorzitter

### Commissie Risk Management

Jeffrey Hennen MSc RMFI, voorzitter

### Commissie Verantwoord Beleggen

Drs. Robert Klijn RBA, voorzitter

### Commissie Private Equity & Venture Capital

Gijs Hermens CFA, voorzitter

### Commissie Tactische Asset Allocatie

Drs. Ineke Valke RBA, voorzitter

### Commissie Vastgoed

Jan Dobiáš CFA, voorzitter

### Commissie Private Banking

Mr. Hans Volberda MM, voorzitter

### Commissie Investment Performance Measurement

Drs. Ing. Casper Lötgerink RMFI, voorzitter

### Commissie Behavioral Economics

Drs. Wim Zwanenburg, voorzitter

### Commissie Ethiek en Integriteit

Mr. drs. Vandana Doekhie, voorzitter

### Commissie Actief Beheer

Stevens Boumans CFA, voorzitter

### Candidates Committee

Mihaela Ciuliani CFA

### Career Development Committee

Michael Field CFA, voorzitter

### Education Committee

Arjen Monster, voorzitter

### CFA Institute Research Challenge

Alex Morozov CFA, voorzitter

### European Quant Awards

Bob Jansen CFA, voorzitter

### Women in Investment Management

Jovita Ražauskaitė CFA

### Advocacy Committee

Dr. Alwin Oerlemans CFA FRM

### CFA Society Netherlands vertegenwoordiging in Regional Investment Performance Subcommittee EMEA

Drs. Ing. Casper Lötgerink RMFI

### CFA Society Netherlands vertegenwoordiging in Global Investment Performance Standards Council

Drs. Ing. Casper Lötgerink RMFI

### Dutch Commission on Bonds (DCB) en European Bond Commission (EBC)

Drs. Rolf Vesters RBA, voorzitter

### CFA Society Netherlands vertegenwoordiging in de Raad voor de Jaarverslaggeving

Drs. Hikmet Sevdican RBA

### Commissie ter beheer van VBA reserves

Jens van Egmond MSc RMFI CFA, voorzitter

Bovenstaande personen zijn bereikbaar via het bureau van CFA Society Netherlands.  
Telefoon: 020 - 299 6590

## COLOFON

### VBA Journaal

is een uitgave van CFA Society Netherlands.  
Het VBA Journaal verschijnt vier keer per jaar.

### Hoofdredacteur

Dr. ir. Gerben de Zwart CFA

### Adjunct Hoofdredacteur

Vacature

### Redactie

Drs. Mark Geene RBA RMFI  
Dr. Dirk Gerritsen  
Dr. Roy Hoevenaars  
Tjitsger Hulshoff MSc RBA  
Ronald Kok MSc RBA  
Rik Klerkx CFA  
Frederik Mannaerts CFA  
Sebastiaan Reinders MSc RBA  
Drs. Michel Wetser RBA

### Auteursinstructie

zie: [www.cfasociety.nl](http://www.cfasociety.nl)

### Fotografie en illustraties

Cor Salverius fotografie  
Max Kisman


### Redactieadres & opgave advertenties

CFA Society Netherlands – Irma Willemsen  
telefoon: 020 - 299 6590  
e-mail: [irma.willemsen@cfasociety.nl](mailto:irma.willemsen@cfasociety.nl)

### Abonnementen

CFA Society Netherlands  
Professor J.H. Bavincklaan 7  
1183 AT Amstelveen  
telefoon: 020 - 299 6590  
e-mail: [irma.willemsen@cfasociety.nl](mailto:irma.willemsen@cfasociety.nl)  
Abonnementenprijs 2024:  
€ 53 inclusief btw en verzendkosten

### Opmaak en realisatie

 az grafisch serviceburo bv,  
Den Haag. [www.az-gsb.nl](http://www.az-gsb.nl)

### Cover ontwerp

Max Kisman

De in het VBA Journaal geplaatste artikelen geven de mening weer van de auteurs en niet noodzakelijk de mening van de redactie.

Het VBA Journaal noch de auteurs beogen met de geplaatste artikelen beleggingsaanbevelingen te doen. De inhoud van de artikelen dienen dan ook uitdrukkelijk niet als zodanig te worden opgevat. Eventuele verwijzingen in de geplaatste artikelen naar specifieke financiële instrumenten strekken slechts ter illustratie dan wel onderbouwen enkel de beschrijving van feiten.

ISSN-nummer 0920-2269  
Copyright © 2024  
CFA Society Netherlands

