

Integratie van duurzaamheid in strategische asset allocatie: tijd voor actie

SPIL working paper

Jaap van Dam, Marcel Jeucken en Kris Douma

Februari 2022

Speed reading

Integratie van ESG in beleggen in vrijwel alle *asset classes* is het nieuwe normaal.

In de belangrijkste categorie, strategische asset allocatie, is het echter nog *terra incognita*.

Hoewel eerste stappen zijn gezet door o.a. UN PRI, is een stevigere verankering nodig van de SDG's in strategische asset allocatie

Deze working paper is een oproep tot actie aan pensioenfondsen en het hele financiële ecosysteem om in het proces van strategische asset allocatie te komen tot een volledige integratie van de drie dimensies: 'risk, return en *real-world impact*', oftewel: risico, financieel rendement en een duurzaam maatschappelijk rendement. We hopen dat dit paper u zal inspireren tot actie.

Inleiding en samenvatting

De wereld is in transitie. In toenemende mate zijn structurele verschuivingen en trends zichtbaar, zoals klimaatverandering, verlies aan biodiversiteit, waterschaarste en ongelijkheid. Zowel wat betreft schaal als wat betreft urgentie zijn dit enorme issues voor de mensheid. Samenleving en internationale politiek zijn doordrongen van de urgentie te komen tot een meer duurzame economische ontwikkeling. Belangrijke uiting daarvan zijn de doelen van de Verenigde Naties voor duurzame ontwikkeling (de 17 UN Sustainable Development Goals of SDG's) en het Parijs-akkoord over klimaatverandering. Tevens is duidelijk dat voor het bereiken van die doelstellingen de bijdragen van ondernemingen en beleggers onmisbaar zijn.

Mede aansluitend bij dat gevoel van urgentie wordt in de wereld van institutionele beleggers, waaronder pensioenfondsen, onderkend dat naast financiële waardecreatie ook de bijdrage aan duurzame ontwikkeling en het belang van waardecreatie voor een bredere groep stakeholders bij de rol en verantwoordelijkheid hoort van *asset owners*, zoals pensioenfondsen. De tweedimensionele wereld van risico en rendement, die decennialang het richtsnoer was voor het beleggingsbeleid, verandert hierdoor in een driedimensionale ("3D") wereld waarin ook het effect van de beleggingen op maatschappij en planeet worden meegewogen.

Veel pensioenfondsen in Nederland zijn volop actief op het terrein van verantwoord beleggen. Dit uit zich op dit moment veelal in een separaat verantwoord beleggingsbeleid en het verwoorden van het belang of de toegevoegde waarde van duurzaamheid of ESG (milieu, sociale en *governance*) factoren in

beleggingsovertuigingen en de toepassing van allerlei instrumenten zoals uitsluitingen, screening, stemmen, engagement, *best-in-class* strategieën en integratie in beleggingsbeslissingen. Wat daarbij opvalt is dat veelal de stap van strategische asset allocatie wordt overgeslagen. Terwijl de impact op de beleggingsportefeuille en op de duurzaamheid van de wereld van beslissingen op het niveau van strategische asset allocatie significant groter kunnen zijn dan van beslissingen op portefeuille of ondernemingsniveau. Vooral voor pensioenfondsen.

Erkenning van die driedimensionale verantwoordelijkheid (risico, rendement en bijdrage aan duurzame ontwikkeling) heeft potentieel forse effecten op de allocatie van kapitaal, economische groei en duurzaamheid. De meeste modellen van strategische asset allocatie hebben een sterke voorkeur voor historische kwantitatieve reeksen. Die modellen zijn daarmee overwegend '*backward looking*'. De historische reeksen bieden comfort en 'bewijs' maar zijn in een wereld van grote maatschappelijke veranderingen en transities een slechte voorspeller. In vaktermen: In een niet-stationaire wereld, een wereld die verandert, moet je zeer voorzichtig zijn met modellen die geboetseerd zijn op het verleden.

Om op lange termijn goede pensioenresultaten te bereiken zullen pensioenfondsen de strategische allocatie daarom meer '*forward looking*' moeten maken en meer ruimte moeten scheppen voor kwalitatieve analyses en – onderbouwde - visies op de ontwikkeling van de wereld en de daarmee gepaard gaande transities. Een dergelijke aanpak biedt meer mogelijkheden voor de integratie van duurzaamheid in de strategische asset allocatie. Want met een visie op de langetermijntransities kunnen de aandacht voor meer duurzaamheid en een goed of beter financieel risico-rendementsprofiel samengaan (impact van duurzaamheid op de beleggingsportefeuille). Het biedt ook de mogelijkheid meer impact te hebben op de bijdrage aan het bereiken van maatschappelijke doelstellingen zoals de Sustainable Development Goals (impact op duurzaamheid van de beleggingsportefeuille).

Dit paper bouwt voort op een *discussion paper* van de PRI uit 2019 getiteld "*Embedding ESG issues into Strategic Asset Allocation Frameworks*". Als vervolg op de eerder door PRI gepubliceerde 'SDG Investment Case' (2017) richt dat paper zich vooral op hoe *asset owners* (pensioenfondsen) binnen het kader van hun risico-rendementdoelstelling ESG-issues en SDG-doelstellingen toch een plaats kunnen geven. Dat was een nuttige eerste stap, maar in de loop van het schrijfproces hebben

wij, de auteurs, vastgesteld dat het krampachtig willen herleiden van duurzaam beleggen naar financiële baten ("2D") niet langer voldoet. We pleiten voor een gelijkwaardige behandeling van de financiële doelen en de maatschappelijke doelen van pensioenfondsen, een "3D" wereld. Dit wordt verder onderbouwd in het SPIL-paper uit 2021 getiteld "Beleggen voor een betere wereld". We vinden dat zowel pensioenfondsen, verzekeraars als vermogensbeheerders hun maatschappelijke *license to operate* op lange termijn niet verdienen als we deze beweging als sector niet inzetten. Voor pensioenfondsen is dit daarmee een strategisch bestuurlijk proces in consultatie met haar deelnemers, wat daarmee prima past in haar fiduciaire verantwoordelijkheid, verbreed naar een 3D verantwoordelijkheid.

Dit paper is opgebouwd uit twee onderdelen. Het eerste onderdeel geeft een aantal methoden om (aspecten van) duurzaamheid te integreren in de Strategische Asset Allocatie. We onderscheiden vijf methoden om duurzaamheid te integreren in de strategische asset allocatie. Een pensioenfonds kan kiezen uit deze methoden, al dan niet in combinatie. In de eerste vier methoden bevinden we ons nog steeds in de 2-dimensionele wereld waarin duurzaamheidsaspecten worden geprojecteerd op financiële rendementen en risico's. In methode 5 komen we expliciet terecht in de 3D wereld waarin financiële en duurzame doelen gelijkwaardig en integraal worden meegenomen in de bepaling van de strategische asset allocatie. De auteurs propageren de 3D aanpak. In transitie daarnaar toe kunnen de andere 4 methoden behulpzaam zijn. De 5 methoden zijn:

1. Meewegen van lange termijn duurzaamheid trends op macro economische factoren;
2. Ontwikkeling van duurzaamheid scenario's en het effect op regio's en/of sectoren;
3. *Tail-risk management*;
4. Risicobudget vrijmaken voor een grotere allocatie naar SDG's of '*frontier markets*';
5. Meewegen van '*real-world impact*' doelstellingen.

In het tweede onderdeel van dit paper doen wij een oproep tot actie aan pensioenfondsen en de relevante spelers in het ecosysteem daaromheen. We realiseren ons dat er nog niet in alle gevallen instrumenten, meetmethoden of beleggingsmogelijkheden zijn die aansluiten op deze 3D wereld, maar we roepen op om deze zo snel mogelijk te ontwikkelen.

ESG en duurzaamheid integreren in Strategische Asset Allocatie

Strategische asset allocatie (SAA) is wellicht het belangrijkste besluit dat een pensioenfonds maakt om invulling te geven aan haar beleggingsdoelstelling. Volgens onderzoek kan 90% van de rendementsresultaten over tijd worden verklaard door besluiten omtrent de SAA¹. In dit eerste deel bespreken we de verschillende methodes die gebruikt kunnen worden om ESG-issues en duurzaamheidsdoelstellingen te incorporeren in het proces van strategische asset allocatie. Alhoewel onze focus op pensioenfondsen ligt is dit van belang voor iedere institutionele belegger met *multi-asset* rendementsdoelstellingen.

De basis voor de integratie van ESG-issues in beleggingsprocessen, waaronder klimaatverandering, biodiversiteit en sociale issues als mensenrechten en arbeidsnormen, maar ook de SDG's, wordt in de 2D-wereld ondersteund door de overtuiging dat een dergelijke praktijk het risico-rendementsprofiel van beleggingsportefeuilles verbetert, door de risico's beter te beheersen en door een stabielere, duurzamer te genereren rendement op (middel-) lange termijn.

De methoden en technieken die hiervoor zijn ontwikkeld zijn vaak wat krampachtig gestoeld op een opvatting van de fiduciaire taak waarin alleen ruimte is voor financieel rendement en de risico's daaromheen. In de huidige (2-dimensionale) beleggingspraktijk worden op dit moment twee methoden toegepast, afzonderlijk of tegelijkertijd, namelijk integratie in macro-economische scenario's (dus via de verwachtingen ten aanzien van rente, inflatie en groei) en de ontwikkeling van duurzaamheidsscenario's, bijvoorbeeld ten aanzien van klimaatverandering of verlies aan biodiversiteit.

In continentaal Europa vatten we onze fiduciaire taak inmiddels vaak ruimer op, en zullen deelnemers vaak ook gevoelig zijn voor zo'n bredere opvatting. Dan verschuift

¹ Zie Brinson G., Hood R., Beebower G. "Determinants of Portfolio Performance", Financial Analysts Journal (July/August 1986), pp. 39–44; Brinson G., Singer B. and Beebower G. "Determinants of Portfolio Performance II: An Update", Financial Analysts Journal, vol. 47, no. 3 (1991), pp. 40–48; Ibbotson R. and Kaplan P. "Does Asset Allocation Policy Explain 40%, 90%, or 100% of Performance?", The Financial Analysts Journal, January/February 2000.

de doelstelling van de exercitie naar de driedimensionale wereld: is het mogelijk om méér duurzaamheid te krijgen bij een gegeven niveau van risico en rendement? Of wellicht zelfs: is een nieuw evenwicht van financieel rendement, duurzaamheid en risico denkbaar? In dit paper willen we laten zien dat het met behulp van verschillende methoden inderdaad mogelijk is duurzaamheidsdoelstellingen te integreren, verankeren in het proces van strategische asset allocatie.

Onderstaand stroomschema vat de huidige aanpak in Strategische asset allocatie samen (zichtbaar in het schema in zwarte tekst) en voegt daaraan de aanpassingen toe die we in dit artikel bespreken: 1) integratie van ESG factoren ten behoeve van een geoptimaliseerd risico-rendementsperspectief ("2D", methode 1-4 hieronder, zichtbaar in het schema in *oranje*); 2) toevoeging van een additionele doelstelling om bij te dragen aan duurzame ontwikkeling ("3D", methode 5 hieronder, zichtbaar in het schema in *groen*).

ALM proces Formulering van de beleggingsdoelstellingen				
SAA Incorporeren van ESG-issues Toevoegen van SDG-doelstellingen				
Historische gegevens		Economische factoren die thans bepalend zijn voor SAA		Toekomstgerichte scenario's
Risk-return gegevens per asset class (al dan niet gediversifieerd naar regio's en sectoren)	>	Economische groei Inflatie Rente	<	Gebruikt ter voorspelling van economische factoren <i>Toevoegen van ESG/SDG risico's en kansen in voorspellingen</i>
				Gebruikt ter voorspelling van risk-return gegevens per asset class <i>Diversificatie naar regio's en sectoren</i>
				<i>Limiteren van negatieve SDG-effecten en versterken van positieve SDG-effecten</i>
Selectie van meest waarschijnlijke (basis) scenario <i>Monitoring en processen m.b.t. tot ESG/SDG-gerelateerde staartrisiko scenario's</i>				
Risicobudget en rendementsverwachtingen <i>ESG-risico management binnen beleggingscategorieën kan additioneel risicobudget vrijmaken t.b.v. meer risicovolle asset classes met SDG-potentieel</i>				
Meerdere opties voor geprefereerde beleggingsmix <i>Optimalisatie van risico, rendement en ESG-doelstellingen</i> <i>Beleggingsmix met specifieke SDG-resultatendoelstellingen</i>				

Methode 1: Het meewegen van het effect van lange termijn duurzaamheid trends op macro economische factoren

De World Business Council for Sustainable Development (WBCSD) publiceerde in mei 2020 een rapport getiteld 'Macrotrends and Disruptions shaping 2020-2030: Vision 2050 issue brief', waarin 12 macro-trends worden beschreven die de komende 10 jaar van invloed kunnen zijn op macro-economische ontwikkelingen. In dat lijstje staan verschillende ESG-gerelateerde trends, zoals demografische veranderingen, klimaat, (het oplossen van) vervuiling, polarisatie en radicalisme, geopolitieke instabiliteit, veranderende leefstijlen (post-materialisme) en escalatie van culturele 'clashes'. Soortgelijke onderzoeken worden ieder jaar ook gepubliceerd door het World Economic Forum. De resultaten van 2021 staan in onderstaand figuur waaruit blijkt dat met name milieuvraagstukken door leiders in het bedrijfsleven, overheid en wetenschap als het meest waarschijnlijk én impactvol gezien worden voor de wereld, economie en maatschappij.



Figuur 1 World Economic Risk report 2021

In een publicatie van maart 2019 betogen medewerkers van Aberdeen Standard Investments dat het logisch is een stap te zetten naar 'Incorporating sustainability

factors into macroeconomic analysis' (Yashaswini Dunga, Nancy Hardie, Stephanie Kelly, Jeremy Lawson 25 March 2019). Zij concluderen op basis van onderzoek dat:

"As climate change worsens and the forces of populism gather, there is a strong argument for moving beyond narrow economic measures of national progress. (...) the countries that have been able to blend economic dynamism with environmental, social, and governance dynamism are mostly developing economies. These countries often fly under the radar of traditional macroeconomic analyses."

Het meewegen van het effect van lange termijn duurzaamheid trends op macro economische factoren is niet eenvoudig, maar andersom zou het tegenwoordig ondenkbaar zijn macro-economische trends te onderzoeken zonder aan dit type trends aandacht te besteden. Bij deze methode worden de effecten van ESG-issues vertaald naar de drivers die aan de basis staan van de strategische asset allocatie, ruwweg economische groei, rente en inflatie. Hierbij kan men denken aan uitputting van bepaalde grondstoffen (fossiele brandstoffen, uranium, voor moderne technologie essentiële metalen) of klimaatverandering. Maar ook andere ESG-issues kunnen macro-economische effecten hebben. Als sociale ongelijkheid bijdraagt aan een verschuiving van democratische instituties naar meer autocratische systemen en een combinatie van nationalisme en protectionisme, heeft dat dan materiële gevolgen voor de genoemde macro-economische grootheden?

Een voorbeeld van deze aanpak is gedocumenteerd in het lijvige rapport van Mercer uit 2011 getiteld "Climate Change Scenarios - Implications for Strategic Asset Allocation" waaraan meerdere pensioenfondsen en onderzoeksinstituten een bijdrage geleverd hebben. De impact op macro-economische factoren in dit rapport leken beperkt tot en met 2050. Het rapport uit 2011 heeft naar scenario-analyses gekeken vanuit technologie, fysieke impact en beleidswijzigingen (methode 2 hieronder). Het rapport heeft updates gekregen in 2015 en 2019 met meer praktische adviezen voor institutionele beleggers en doorvertaling van het klimaatakkoord van Parijs van 2015. Ook Ortec in Nederland bouwt modellen om zowel de macro-economische impact van klimaatverandering en -beleid te voorspellen als scenario-analyses.

Methode 2: De ontwikkeling van duurzaamheidsscenario's en het effect op sectoren en/of regio's: kansen en bedreigingen

Het bepalen van de invloed van ESG en duurzaamheid op macro-economische trends is lastig, maar voor de invloed van dergelijke factoren op sectoren en regio's is dat niet het geval. Daarom lijkt de scenario-methode toegepast op sectoren of regio's ons een veel beter begaanbare route om financiële risico's en kansen te benoemen, hun aangrijpingspunten op de strategisch allocatie te identificeren en beleid te ontwikkelen om de risico's te beperken, om beter te spreiden over risico's en/of te profiteren van de kansen die er zullen ontstaan. We geven een korte inleiding over wat scenario-analyse is en geven vervolgens een voorbeeld dat betrekking heeft op klimaatrisico.

Scenario-analyse is een proces waarbij mogelijke toekomstige gebeurtenissen worden geanalyseerd door mogelijke alternatieven in beschouwing te nemen (soms "alternatieve werelden" genoemd). De kunst van het modelleren van scenario's is om deze werelden verstandig vast te stellen. Als we dan kunnen modelleren wat de effecten van een scenario zijn op een sector, regio of een onderneming, krijgen we een beeld van de risico's of de kansen in dat scenario. Scenario-analyse wordt in het kader van SAA vooral gedaan om te komen tot systematische *forward looking* inschattingen, voorspellingen van het risico-rendementsprofiel van verschillende beleggingscategorieën. Hiermee wordt de traditionele blik die put uit historische data voor het vaststellen van de risico-rendement profielen verruild voor een blik op de toekomst. Tegelijk wordt de 'schijnzekerheid' van historische correlaties verruild voor weliswaar onzekere voorspellingen, die evenwel zijn gebaseerd op geïntegreerde macro-economisch/duurzaamheidsscenario's.

Klimaatverandering is al geïdentificeerd als een probleem dat relevant is voor zowel scenarioanalyse als SAA. Mercer werkt op dit gebied en de TCFD-aanbevelingen (*Taskforce Climate-related Financial Disclosures*) over het belang van scenarioanalyses geven allemaal gewicht aan het gebruik ervan als onderdeel van SAA-kaders. De door PRI ondersteunde PACTA (*Paris Agreement Capital Transition Assessment*) is een tool voor het maken van klimaatscenario's. Een al veel gehanteerd scenario vraagt zich bijvoorbeeld af hoe de waarde van een sector of onderneming verandert als de prijs van een ton CO₂ naar 100 of 200 euro zou gaan. Of als de ongesubsidieerde prijs van duurzame energie (zoals zonne- of windenergie) daalt beneden die van fossiele

brandstoffen, wat in veel gevallen nu al het geval is. Het is van belang dergelijke 'thematische' scenario's in te bedden in een bredere scenario-analyse.

Effectieve incorporatie van ESG-factoren (en/of doelstellingen ten aanzien van duurzaamheid) roept de vraag op of de risico-rendementsprofielen ook verfijnd zouden moeten worden naar regio's en sectoren. Als de komende 10 jaren een verschuiving laten zien van fossiele energie naar hernieuwbare, dan heeft dat waarschijnlijk gevolgen voor de risico-rendementsprofielen van verschillende beleggingscategorieën. Het zal zeker ook van (grotere) invloed zijn op de risico-rendementsprofielen van regio's en sectoren. Het is op dit (meso) abstractieniveau makkelijker om potentiële consequenties te analyseren en te doordenken dan op het meer abstracte beleggingscategorieën niveau.

Met andere woorden, het is makkelijker iets verstandigs te zeggen over de risico's en kansen van frisdrankproducenten als beleidsmakers obesitas serieus gaan nemen dan over obligaties. Je zou dit ook een "thematische blik" kunnen noemen. Wij denken dat dat ook zou kunnen gelden voor bijvoorbeeld 'waterschaarste', 'ongelijkheid', voor het cluster 'bevolking/migratie/opleidingsniveau' of voor 'sectoren/ondernemingen met een duidelijke maatschappelijke *purpose*' (zie de recente EU *Taxonomy* van duurzame economische activiteiten). In dat geval is het mogelijk de strategische asset allocatie te baseren op de risico-rendement verwachtingen voor die regio's en sectoren die een betekenisvolle rol zullen spelen in de toekomstige economische ontwikkelingen en pas daarna te bezien via welke beleggingscategorieën de investeerder de exposure naar die regio's en of sectoren in wil vullen. Mede afhankelijk van de '*maturity*' van die regio's en/of sectoren en van de risicobereidheid van het pensioenfonds, kan dan per regio of sector worden bezien of de *exposure* wordt ingevuld via obligaties, beursgenoteerde aandelen, vastgoed, *private equity*, *venture capital*, infrastructuur etc.

Methode 3. Tail Risk Management

In dit paper gaan we er vanuit dat scenario-analyse wordt gebruikt om te komen tot een meest waarschijnlijk scenario op basis waarvan de asset allocatie plaatsvindt. Echter, over het algemeen leidt een scenario analyse niet slechts tot 1 uitkomst. Veelal is er ook een 2e (of soms zelfs 3e) scenario met een niet verwaarloosbare waarschijnlijkheid. Eindigt '*quantitative easing*' (QE) in een periode van hoge inflatie of niet, etc.? Zo zou er ook een scenario kunnen zijn waarin sociale ongelijkheid leidt tot

opstanden en/of erosie van democratie en *the 'rule of law'* in meerdere landen/regio's, of een scenario waarin de prijs van duurzame energie zo ver zakt onder die van fossiele brandstoffen dat een forse economische verschuiving plaatsvindt tussen regio's en (sub-)sectoren. Als er zo'n alternatief scenario is, worden veelal ook doorrekeningen gemaakt van de in dat geval gewenste beleggingsmix. Daarnaast kan een scenario-analyse 1 of meer scenario's opleveren met weliswaar een lage waarschijnlijkheid, maar wel een hoge impact. Bij dergelijke extremere scenario's zal vaak de gedachte zijn: "Zo'n vaart zal het toch niet lopen." Maar tegelijk is er een sluimerende ongerustheid: een belletje in onze hersenen dat zegt: "Maar wat als?" Dit roept de vraag op hoe om te gaan met zwarte zwanen, ofwel *tail-risks*. Waar bij scenario-analyses je een waarschijnlijkheid toe kan kennen die je met bandbreedtes een plek kan geven in de SAA, maakt de aard van *tail-risks* (kleine kans, zeer grote impact) dat niet mogelijk en vergt daarom een andere aanpak dan die van scenario-analyses. De tijdshorizon van *tail-risk management* kan afwijken van die van de SAA en/of de gehanteerde scenario's.

Tabel: Voorbeeld van mogelijke extremere scenario's en waarschijnlijkheidsanalyse

Scenario	Kans
Fossiel met kostprijs >\$70 per barrel wordt uitgefaseerd en gecompenseerd door voldoende groei duurzame energie + Parijs Klimaatakkoord wordt gerealiseerd onder lage maar stabiele jaarlijkse wereldwijd bnp-groei van 2%	55%
Fossiele brandstoffen blijven belangrijkste bron van energie, ook ' <i>deepwater drilling</i> ', teerzanden en poolgebieden worden geëxploiteerd voor fossiel: Parijs Klimaatdoelstelling wordt niet gerealiseerd, temperatuurstijging boven 3 graden Celsius	30%
<i>Tipping point</i> : versnelde opwarming aarde en zeespiegelstijging van 6 meter binnen 10 jaar	5%
Clash tussen liberaal-democratische wereld en autocratisch geregeerde landen leidt tot vergaand protectionisme, een hernieuwde bewapeningswedloop, spanningen en 'blokvorming'.	5%
Regelmatige terugkeer van ernstige pandemieën	5%

Drie opties zijn mogelijk bij zulke extremere scenario's: negeren, voorkomen, voorbereiden. Negeren is natuurlijk het makkelijkste en dat hebben veel investeerders eerder gedaan. Voorkomen is natuurlijk de moeilijkste optie, maar een SAA-strategie die naast risico-rendement ook *real-world impact* (duurzame doelstellingen, SDG's) een plek geeft, kan ertoe bijdragen dat dergelijke *tail-risks* niet zullen optreden. Zeker voor grote *asset owners* (zogenoemde '*universal owners*') is dit een punt van overweging. Maar voor vrijwel alle *asset owners* is het van belang zich voor te bereiden op de mogelijkheid dat niet het meest waarschijnlijke scenario waarheid wordt, maar het alternatieve scenario of zelfs een van de scenario's die gekenschetst worden *als tail-risks*.

Vorbereiden kan twee dingen beteken. Ten eerste kan gezocht worden naar een soort '*no regrets*' SAA/beleggingsmix, oftewel kiezen voor een beleggingsmix die relatief ongevoelig is voor verschuivingen in scenario's. Overigens zal dit waarschijnlijk wel tot gevolg hebben dat een beleggingsmix met een relatief laag risico wordt ingericht en daarmee de rendementsverwachtingen gematigd zullen zijn. Een tweede optie is het inbouwen van flexibiliteit. Dat betekent dat de mogelijke gevolgen van de belangrijkste geïdentificeerde scenario's en *tail-risks* in kaart worden gebracht, ex ante globale indicaties worden opgesteld voor de benodigde wijzigingen in de SAA/beleggingsmix, een monitoring programma wordt ingericht, alsmede een *quick-response plan* wordt vastgesteld. In essentie betekent het dat aan het proces van strategische asset allocatie twee elementen worden toegevoegd, namelijk een monitoringbeleid en een mix van dynamische en tactische asset allocatie, gebaseerd op een analyse van ESG-gerelateerde *tail-risks*.

Methode 4. Risicobudget vrijmaken door middel van ESG-risk management

Strategische asset allocatie op basis van de toekenning van een bepaald risicobudget houdt er over het algemeen geen rekening mee dat er ook binnen een beleggingscategorie mogelijkheden zijn om meer of minder risicovol te beleggen. In toenemende mate worden ESG-risico's gezien als 'materieel'. Er zijn overtuigende onderzoeken die aantonen dat sterk ESG-risico management leidt tot beter financiële performance (Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen: 'ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies' in: Journal of Sustainable Finance & Investment, 2015). Ook na deze belangrijke meta-

studie zijn er nog tal van studies geweest die wijzen op een positieve (of tenminste neutrale) impact van ESG-integratie op het financieel rendement van investeringen.

Minstens zo belangrijk is dat ESG-integratie bijdraagt aan een lager risicoprofiel. In obligaties leidt sterk ESG-risico management bijvoorbeeld tot een lager *default-risk*. In de Financial Times van 2 juli 2019 wordt een onderzoek besproken van Mitch Reznick (*head of research and sustainable fixed income at Hermes*). Hij stelt dat:

"In an analysis of 59 countries between 2009 and 2018, Hermes Investment Management found that countries with the best ESG scores tend to have the lowest CDS spreads and vice versa, suggesting a link between credit risk and ESG performance."

In een studie uit 2016 (*Evaluating the Relationship Between ESG and Corporate Fixed Income*) concluderen Riley Clubb, Yoshi Takahashi, Pete Tiburzio:

"We found significant quantitative evidence that ESG scores are positively correlated with small, stable spreads in corporate debt markets. This relationship also applies to other financial metrics such as ROA and leverage ratios. Furthermore, these relationships appear to strengthen during periods of market turmoil and persist throughout market recoveries. (...) Furthermore, investors in companies with high ESG scores appear to benefit from downside risk protection in bear markets, which may indicate that ESG is being treated as a proxy for quality."

Ondanks dat veel onderzoek zich vooral richt op ESG en *corporate financial performance* en er nog maar weinig gericht onderzoek is gedaan naar het effect van ESG-integratie op het risicoprofiel van een investering, vormen de genoemde onderzoeken een goede basis voor het meenemen van de mogelijkheden van ESG-integratie ten behoeve van de verlaging van het risico van downgraden of het default-risk van obligaties. Een calculatie van die lagere risico's kan ruimte geven om een bepaald 'risicobudget' vrij te spelen en aan te wenden voor een iets hogere allocatie aan minder liquide of meer risicovolle beleggingscategorieën met een potentieel hogere SDG-bijdrage (infrastructuur, duurzame landbouw, emerging markets debt, venture capital etc.).

Methode 5. Het meewegen van 'real-world impact' doelstellingen

Voor pensioenfondsen die verantwoord beleggen en duurzaamheid willen integreren in hun SAA-processen, kan het nastreven van 'real-world impact' worden beschouwd als een derde dimensie bovenop de meer traditionele dimensies van risico en return die de besluitvormingsprocessen van SAA normaliter voeden. Dit is denkbaar in 2 varianten:

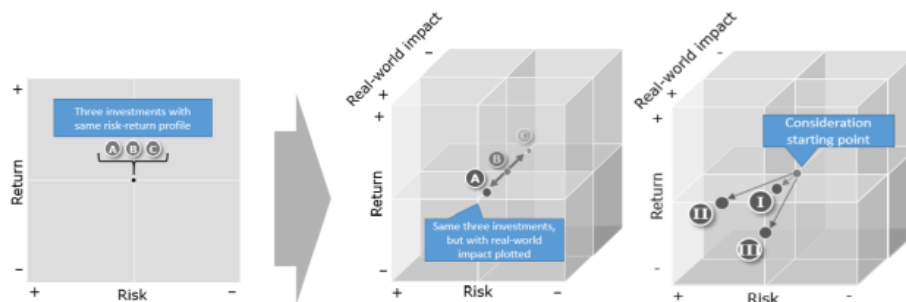
1. Optimalisering van *real-world impact* onder de randvoorwaarde van gelijkblijvend risico-rendementsprofiel;
2. Integrale optimalisering van risico/rendement/*real-world impact*.

Variant 1 kan geïllustreerd worden met onderstaande figuur. Hierin worden naast:

- a) De potentiële beleggingsmixen die het beste voldoen aan de risico-rendementsdoelstellingen van een pensioenfonds op lange termijn,
- b) Beleggingsmixen gezocht die gezien de 'real-world' impact van elk van deze beleggingsmixen extra 'betere wereld' voordelen kunnen opleveren,
- c) Op een manier die nog steeds voldoet aan de lange termijn doelstellingen voor risico-rendement.

Wanneer de modellen voor portefeuilleoptimalisatie de zogenoemde 'optimale' mix van activa voor een bepaald punt op de efficiënte grens identificeert, dan geven deze de verschillende mogelijke portefeuilles met verschillende combinaties van activa met een vergelijkbaar geaggregeerd risicoprofiel weer. Deze aanpak zou de benodigde verantwoording kunnen bieden om 'real-world impact' overwegingen in te bedden in de besluitvormingsprocessen van SAA.

Optimalisering van 'real-world impact' onder randvoorwaarde van gelijkblijvend risico-rendementsprofiel



Figuur 2 Bron: PRI, 2019, *Embedding ESG issues in strategic asset allocation frameworks*.

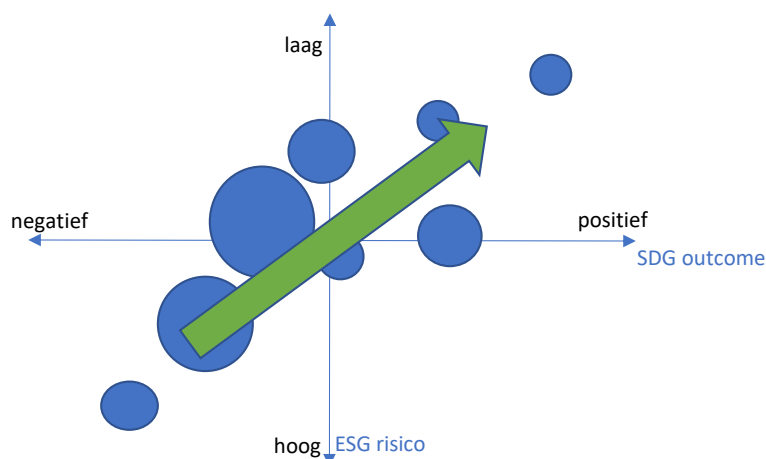
Deze benadering zou portefeuilles kunnen identificeren die even aantrekkelijk zijn vanuit risicorendementsperspectief, terwijl de voorkeur uitgaat naar de combinatie van activa die potentieel de meest positieve SDG-resultaten biedt. Hoewel positieve SDG-resultaten sterk afhankelijk zijn van de onderliggende portefeuilleposities, bieden sommige (sub)beleggingscategorieën (bijvoorbeeld infrastructuur, opkomende markten, SDG- of groene obligaties, *venture capital*, *small caps*, thematische of impactbeleggingen) betere kansen voor positieve SDG-resultaten dan andere categorieën. Variant 1 leidt tot het mogelijk bij-mixen of wijzigen van de asset allocatie van een deel van de portefeuille.

Variant 2 gaat een belangrijke stap verder en betreft een beleidsmatige keuze ter vergroting van de positieve impact en inperking van negatieve impact van de allocatie- en beleggingsbeslissingen van de gehele beleggingsportefeuille. Dit is in lijn met een rapport van de PRI uit 2020 getiteld 'Investing with SDG Outcomes'. De PRI neemt daarbij de OECD-richtlijnen voor multinationale ondernemingen en de VN-richtlijn voor mensenrechten en ondernemingen (UNGP) als basis voor het verminderen van de negatieve impact van de beleggingen. Dit is ook de basis van het IMVB-convenant (Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Beleggen), dat een overgrote meerderheid van de Nederlandse pensioenfondsen eind 2018 heeft getekend. De SDG's worden als universeel geaccepteerd referentiekader voor positieve *outcomes* (en uiteindelijk impact) beschouwd. Hier komen dus twee werelden (SDG en IMVB) bij elkaar. Een dubbele beleidsdoelstelling tot (enerzijds) vermindering van negatieve impact én (anderzijds) vergroting van positieve impact van de gehele beleggingsportefeuille, kan zowel worden gesteld binnen de randvoorwaarde van een bepaalde risico-rendementsdoelstelling (dit is een verbijzondering van variant 1), ofwel als een op zichzelf staande doelstelling naast financieel risico-rendement.

Om te kunnen sturen op die negatieve en positieve *real-world* impact is inzicht en analyse nodig van alle negatieve en positieve impact van de gehele beleggingsportefeuille, van de bewuste en onbewuste impact, en voor de beleggingsprocessen en producten van entiteiten waarin belegd wordt. Dit vereist aandacht en data die deels al voorhanden is en deels nog niet (het beter toegankelijk maken van dat laatste is onderdeel van de duurzaamheidsagenda van de EU voor de komende jaren). Dit inzicht wordt vervolgens ingezet om beleidsdoelstellingen vast te stellen: meer positieve en minder negatieve impact. Omdat tussen veel

duurzaamheidsvraagstukken onderlinge verbanden bestaan (bijvoorbeeld klimaatverandering en waterschaarste of voedselzekerheid en armoede) zullen beleggers een integrale visie moeten ontwikkelen over alle beleggingen en alle SDG's heen en zullen ze moeten bepalen waar de belangrijkste impact zit die ze kunnen beïnvloeden en willen realiseren. In dialoog met deelnemers van pensioenfondsen en andere belanghebbenden kan bepaald worden waarop een pensioenfonds impact wil hebben. De implementatie van deze aanpak zal wijzigingen van de asset-, sector-, en/of regio-allocatie betekenen en zal daarnaast gevolgen hebben voor zowel de implementatie binnen de portefeuilles als voor de rapportages (inclusief rapportage over de behaalde *real-world* impact).

Naar een strategische asset allocatie met beter ESG- en SDG-profiel



Figuur 3 Bron: MHA Jeucken, *Verantwoord beleggen 3.0: impact duurzaamheid op én van de beleggingsportefeuille*, in *Pensioen Magazine*, november 2020.

Vanuit een breder gevoelde verantwoordelijkheid voor een betere wereld kunnen pensioenfondsen de negatieve en positieve impact van de gehele portefeuille optimaliseren, waarbij duurzaamheid niet langer als randvoorwaarde wordt gezien maar als een aan het risico-rendement gelijkwaardige variabele. Dit klinkt mogelijk als vergaand, maar de tijd lijkt rijp om in samenspraak met deelnemers de doelstellingsfunctie van pensioenfondsen van puur financieel te verruimen naar tegelijk financieel én maatschappelijk duurzaam. Naast het bereiken van een beter risico-rendementsprofiel door middel van integratie van ESG-factoren, draagt de gekozen strategische asset allocatie en daarbij aansluitende beleggingsportefeuille bij aan een beter duurzaamheidsprofiel (in termen van PRI '*real-world* impact – aligned

with the SDGs'). In onderstaande figuur illustreren we dat met een verschuiving van de allocatie naar de verschillende beleggingscategorieën (de bollen, naar grote van de omvang van de beleggingscategorie) naar rechtsboven. Het meten van de daadwerkelijke behaalde *real-world* impact maakt de bereikte resultaten inzichtelijk. Rapportage vindt idealiter plaats in *real-world* termen, aansluitend bij de SDG's (wie, wat, waar, hoeveel en in welke mate zijn eventuele negatieve bijeffecten voorkomen), dat wil zeggen kubieke meters schoon drinkwater, MW schone energie, aantal mensen met betere gezondheid etc., en niet alleen in financiële termen (euro belegd vermogen). Het verantwoorden en communiceren over de bredere 3D doelstelling wordt zo mogelijk gemaakt. Voor deelnemers van pensioenfondsen wordt zo inzichtelijk wat het 'nastreven van een duurzamere wereld', wat veel pensioenfondsen inmiddels tot beleid verheven hebben, concreet betekent. Dit kan de interesse voor het pensioen, zeker in het nieuwe pensioenstelsel, onder deelnemers vergroten.

Conclusie en aanbevelingen

Voor pensioenfondsen

De noodzaak van incorporatie van ESG en duurzaamheidsdoelstellingen in het proces van strategische asset allocatie lijkt ons evident. In de praktijk zal het echter nog niet eenvoudig zijn, zowel omdat het van alle betrokkenen vraagt afstand te doen van de 'vertrouwde' benadering op basis van historische data, correlaties en risico-rendementsprofielen, als omdat de alternatieve methoden nog in een 'pril' stadium van ontwikkeling zijn. Toch menen wij dat met de geschetste theoretische mogelijkheden c.q. methoden, de eerste stappen kunnen en moeten worden gezet in het verankeren van ESG-issues en duurzaamheidsdoelstellingen in het proces van strategische asset allocatie. De financiële en maatschappelijke aspecten van beleggen door pensioenfondsen kunnen niet langer als separate onderdelen van de beleidsvorming worden beschouwd. ESG-issues en duurzaamheidsdoelstellingen horen integraal onderdeel uit te maken van alle relevante beleidsstappen en uitvoering, dus ook van de voor iedere *asset owner*, ieder pensioenfonds, cruciale stap van strategische asset allocatie. Onze oproep is urgent. Ten eerste om te komen tot duurzame pensioenen. Ten tweede om te komen tot wereldwijde duurzame economische ontwikkeling. Realisatie van de VN duurzame ontwikkelingsdoelen (SDG's) voor 2030 vergt een enorme inspanning van landen, burgers, bedrijven en de financiële sector. Schaal en snelheid zijn essentieel om de noodzakelijke verandering van de wereld te realiseren. Als pensioenfondsen zich beleidsmatig baseren op een

solide '*forward-looking*' proces van strategische asset allocatie, met inbegrip van ESG en duurzaamheidsdoelstellingen en daarbij aansluitende praktische methoden, zal de beweging van '*backward-looking*' op basis van 2 dimensies naar '*forward-looking*' met 3 dimensies betekenisvol worden, voor zowel pensioenfondsen als voor de samenleving.

Daarom komen wij tot het volgende advies aan pensioenfondsen:

1. Kijk zowel in beleidsvorming als in de uitvoering gelijktijdig door een driedimensionale bril: risico, financieel rendement en duurzaamheid/maatschappelijk rendement;
2. Durf afstand te nemen van het deels zelf, deels van buiten opgelegde denken in termen van benchmarks, relatieve rendementen en '*tracking errors*';
3. Realiseer integratie van de drie dimensies in de beleidsvorming en strategische asset allocatie in 2025 of eerder of als onderdeel van het herontwerp van uw beleggingsproces n.a.v. invoering van het nieuwe pensioenstelsel;
4. Hanteer bij de beleidsvorming in ieder geval deels *forward looking* methoden zoals scenario-analyse om beter grip te krijgen op risico's, kansen en verantwoordelijkheden;
5. Betrek deelnemersvoorkeuren, zowel in formulering van doelstellingen als in rapportage;
6. Stel de gewenste eindsituatie vast, bijvoorbeeld: in 2030 kennen we een even groot gewicht toe aan financiële en maatschappelijke rendementen;
7. Start met een voor u realistische stap en voer stapsgewijs in, zodat u kunt leren en bijsturen (Integreer bijvoorbeeld eerst klimaatverandering en de minimumstandaarden die volgen uit IMVB);
8. Denk bij de beleidsvorming vanuit de doelen en vertaal die in de meest effectieve instrumenten, in plaats van andersom (= redeneren vanuit bestaande instrumenten);
9. Zorg dat de relevante competenties om 3D-beleggen succesvol te kunnen doen in bestuur en beleggingscommissie en bij de eventueel in te schakelen adviseurs aanwezig zijn.

Voor andere belangrijke spelers

Andere belangrijke spelers, deelnemers in het ecosysteem van de pensioenfondsen roepen wij op het gedachtengoed en de gereedschappen te ontwikkelen die het

mogelijk maken om een goede en verantwoorde beleidsvorming in 3D, de dimensies risico, rendement en duurzaamheid, te realiseren, te ondersteunen en te propageren.

- **Academische wereld:** formuleer theorieën en publiceer over modellen die het mogelijk maken om portefeuilles te construeren die optimaal zijn bekeken door zowel een financiële als door een maatschappelijke bril. Reik de sector theorieën aan die helpen om *forward looking* te alloceren in een veranderende wereld. Doe zoveel mogelijk empirisch onderzoek dat deze modellen toetst en formuleer op grond daarvan aanbevelingen voor het beleidsvormend proces waarin portefeuilles worden geconstrueerd. Help om het dogma te doorbreken dat we in alle beursgenoteerde ondernemingen moeten beleggen om een goed gespreide of efficiënte portefeuille hebben.
- **ALM- en andere technische adviseurs:** bouw de tools en de gereedschappen die het mogelijk maken om 3D beleidsvorming te ondersteunen. Denk na over de vraag hoe het traditionele top-down strategische asset allocatie proces (SAA) zou moeten veranderen: moet er een sectorblik worden toegevoegd? Hoe kunnen we *forward looking* gaan werken? Waarom zouden we accepteren dat brede benchmarks voor beleggingscategorieën (mogelijk efficiënte portefeuilles door de financiële bril, zeer zeker niet door de duurzaamheidsbril) een gegeven zijn? Als we een idee hebben over de transitie van een sector op lange termijn, hoe zou dat onze allocatie moeten beïnvloeden? Kunnen we een reeks iso-rendements-risico portefeuilles identificeren met verschillende gradaties van duurzaamheid?
- **Consultants:** laat ons de alternatieven zien voor het huidige (*backward looking*) Strategische Asset Allocatie model. Lever alternatieven voor de huidige governance op het beleggen door pensioenfondsen, "*control by benchmark*". Reik *best practices* aan.
- **Toeziethouders:** creëer ruimte voor bredere doelstellingen van fondsen, *real world impact* als additionele bron van 'resultaat'. Houd (binnen herziene kaders) in het toezicht meer rekening met de maatschappelijke noodzaak van investeringen in duurzaamheid. Geef meer ruimte voor beargumenteerde afwijking van benchmarks en voor minder liquide

duurzame investeringen. Ondersteun deze beweging met macro-economische scenario analyses waarin ESG en duurzaamheid volledig zijn geïntegreerd. Toets de competentie van bestuur en relevante gremia om 3D beleggen en uitvoering mogelijk te maken.

- **Deelnemers-communicatie:** vanuit de gedachte dat de pensioendeelnemers, als '*ultimate beneficiaries*', naast financiële doelstellingen ook maatschappelijke doelstellingen hebben: versterk de verbinding tussen fonds en deelnemers, incorporeer hun *real-world* impact, duurzame doelstellingen en maak die onderdeel van de communicatie met deelnemers.
- **Asset managers:** faciliteer pensioenfondsen op alle mogelijke manieren met beleggingsoplossingen die passen bij een 3D beleggingsbeleid en incorporatie van duurzaamheid in strategische asset allocatie.

Colofon

Utrecht, februari 2022

SPIL

Het Sustainable Pension Investments Lab (SPIL) bestaat uit een tiental bestuurders en experts op het terrein van pensioenen en beleggingen die veel waarde hechten aan duurzaamheid. Op persoonlijke titel ontwikkelen zij ideeën voor een verdere verduurzaming van de belegging van de Nederlandse pensioengelden en gaan hierover in gesprek met de sector en betrokkenen.

Deze kennisupdate is geschreven door Jaap van Dam, Kris Douma en Marcel Jeucken.

Kennisupdates

Op voor Nederlandse pensioenfondsbestuurders relevante onderwerpen brengt SPIL regelmatig korte kennisupdates uit. Deze paper is te downloaden van www.spilplatform.com/publicaties. SPIL Kennisupdates zijn opgesteld met bijdragen van de SPIL-leden. Dat betekent echter niet dat alle SPIL-leden noodzakelijkerwijze alles onderschrijven wat in de updates staat.