Transcriptie van debat van het European Equities Panel

April 2021

[Het wordt tijd dat we eens naar de minst geliefde markt in de wereld kijken: Europa. Zullen de door de wol geverfde Europese bedrijven deze keer een vruchtbaardere cyclus kennen? Hoe zijn bedrijven gepositioneerd voor de verregaande klimaatveranderingsagenda van Europa?

Experts van Janus Henderson Investors voor Europese aandelen. Richard Brown, klantenportefeuillebeheerder. John Bennett, beheerder van agnostische/gemengde fondsen. Nick Sheridan, beheerder waardefondsen. Jamie Ross, beheerder kwaliteitsgroeifondsen. Janus Henderson Investors.]

Richard Brown: Hallo en welkom allemaal bij het panelgesprek van vanmiddag. Ik heb hier drie heel ervaren Europese fondsbeheerders bij me, met wie we de komende 20 of 30 minuten voluit over Europese aandelen kunnen praten.

Ik heb enkele vragen voorbereid die ik pakweg de volgende 20 of 30 minuten met de jongens wil bespreken, en daarna kunnen we overgaan naar vragen uit het publiek.

Deze drie mannen zijn eigenlijk mijn bazen, dus zelf mag ik natuurlijk geen al te moeilijke of ingewikkelde vragen stellen. Stel dus via de chat gerust wat uitdagendere vragen en dan stel ik die namens u in de tweede helft van het panelgesprek.

We hebben vandaag drie van onze fondsenbeheerders bij ons. Allemaal beheren ze Europese aandelen, maar elk van hen benadert de markt eigenlijk op een heel andere manier, en u ziet dat we hier allemaal netjes op veilige afstand van elkaar zitten op de twaalfde verdieping van ons kantoor in Londen.

Het verst van mij verwijderd ziet u Nick Sheridan, een waardebeheerder die actief is in Europese aandelen. Daarnaast, in het midden, zit John Bennett, die in zijn portefeuillebenadering agnostisch omgaat met stijl of combinaties van effecten. En naast mij, ten slotte, hebben we Jamie Ross, die in het kwaliteitsgroeisegment van de markt werkt.

Het stijldebat is eigenlijk waar ik vandaag bij wil beginnen, en John, ik begin graag bij jou. Als ik pakweg 12 of 18 maanden geleden naar je portefeuille keek, dan zou je stoel veel dichter bij die van Jamie staan qua stijl, je portefeuille was veel meer op groei gericht. Als ik nu kijk, is die echt ingrijpend veranderd en zit je positionering veel dichter bij het waardesegment van de markt, zoals bij Nick.

Het zou goed zijn als je even kunt zeggen wat je daartoe heeft aangezet en waar je je toenemende kapitaal vandaag aan het werk zet, meer aan de kant van Nick of veeleer aan de kant van Jamie?

John Bennett: Dat klopt helemaal. Ik denk dat dat een heel accurate beschrijving is van de manier waarop we de portefeuille de voorbije twaalf maanden hebben omgevormd. Het klinkt heel simplistisch, maar ik denk dat de dingen in onze sector vaak al te ingewikkeld worden gemaakt, terwijl dat helemaal niet nodig is. Eenvoud boven alles. Wat ik bedoel, is dat het neerkwam op risico en rendement. Het kwam neer op risico en rendement.

Toen de pandemie uitbrak, zul je je nog herinneren dat er werd gezegd dat die situatie de lopende trends zou versnellen, en dat klopt ook volgens mij. Thuisgeleverde maaltijden, thuisbezorging van andere producten, Zoom-gesprekken, die we ondertussen allemaal wel beu zijn, voorbeelden te over. De pandemie heeft een aantal bestaande trends waarschijnlijk wel versneld, maar ik denk dat er ook een echte tweedeling in de markt is ontstaan waarbij het kind vaak met het badwater werd weggegooid.

Toen de markt voor veiligheid ging, en voor steeds meer groei, en die disruptieve thema's, thuiswerkthema's, aan belang wonnen, werden heel wat Europese en wereldwijde kwaliteitsnamen met een Europese notering genegeerd. Vaak gaat het over wereldwijde franchises in de industriële sfeer, en daarvan zijn er veel in Europa.

In de eerste reactie op de pandemie kregen die zware klappen, omdat de markt zich logischerwijs echt zorgen maakte, over de lockdown, maar ook omdat de markt besloot te betalen voor de versnelde toekomsttrends, en ik vond dat die toekomst te duur werd betaald in vergelijking met al die andere bedrijven met een goede balans, goede cashflow. Ik verwachtte een herstel.

Een jaar geleden kon je dus Europese industriële namen van heel hoge kwaliteit kopen tegen ondergewaardeerde prijzen, en dat was het begin van wat je een verschuiving naar een waardeportefeuille zou kunnen noemen. Naarmate het jaar vorderde, kochten wij waardeaandelen, omdat wij vonden dat het kind vaak met het badwater werd weggegooid, vooral in de autosector. Je hebt dus helemaal gelijk. Wij zijn meer naar waarde opgeschoven, niet naar waarde alleen, maar toch meer richting waarde, zeker in vergelijking met een jaar geleden.

Richard Brown: En is dat ook bij het begin van het nieuwe jaar zo gebleven?

John Bennett: Een jaar geleden kochten we wat ik de industriële V-curve 1 zou noemen. Die V-vorm zou aangevoerd worden door het industriële segment. Waarom? Omdat bouwwerven die waren stilgelegd, snel weer zouden worden opgestart. En dat is ook gebeurd. Fabrieken die waren stilgelegd, zouden ook snel weer worden opgestart, en ook dat is gebeurd. En naarmate bedrijven hun voorraden afbouwden, concludeerden wij dat de vraag zich zou herstellen, in de eerste plaats vanuit die segmenten die hun voorraden hadden opgeschoond. Dat was de V-vorm voor de industriële wereld.

Je vraagt nu naar het begin van 2021. Ik denk niet dat we eender welke oude waarde mogen kopen. Ik denk zelfs niet dat er veel waarde te vinden is. Toch niet op basis van een ratio. Voor ons is dat V-vorm 2, en dat is de V-vorm voor consumenten.

De industriële V-vorm is misschien niet volledig uitgespeeld, helemaal niet, maar het zit er wel aan te komen, denk ik. Ik weet niet wat jij over de consument denkt, maar ik hou me al een hele tijd in. Ik ben klaar om me te laten gaan. Ik ben klaar om te reizen. Ik ben klaar om te consumeren. Mevrouw Bennett lijkt niet gestopt te zijn met consumeren, ze laat nu helaas gewoon thuisleveren, maar ik sta te popelen om naar buiten te gaan, te consumeren, te eten, te dineren, te reizen en alles te doen wat een consument doet.

En de consument ook, denk ik, niet alleen omdat we een jaar opgesloten hebben gezeten, maar omdat we daardoor ook enorm veel hebben kunnen sparen. In het Westen en misschien zelfs in de hele wereld is de spaarquote nu torenhoog.

De consument heeft veel kunnen sparen en staat te trappelen om naar buiten te komen. Dus nu is er een transitie naar V-curve 2, met de heropening van de economie. Ik zou onze portefeuille vandaag niet omschrijven als een waardeportefeuille, maar een heropeningsportefeuille.

Richard Brown: Prima. Dank je wel, John. Nick, dat lijkt me het moment om jou erbij te halen. John heeft zijn portefeuille opgeschoven in de richting van het waardesegment, waar je de voorbije tien jaar zowat alleen zat, aangezien groei jaar na jaar goed heeft gepresteerd.

Wat denk je nu? We zitten nu waarschijnlijk ongeveer in de zesde maand waarin waarde minstens gelijke tred houdt met groei of het zelfs beter doet. Is die trend houdbaar volgens jou? Denk je dat waarde nu de toonaangevende stijl op de markt wordt?

Nick Sheridan: Oké. Er spelen enkele factoren mee. Ten eerste waren de voorbije tien jaar niet echt slecht voor het waardesegment. De voorbije vier jaar waren wel slecht voor waarde, wegens de heel lage rentevoeten, en mijns inziens een compleet verkeerde allocatie van kapitaal aan bedrijven die zogenaamd tot de nieuwe economie behoren, maar die in werkelijkheid alleen maar het totale rendementsprofiel van bestaande bedrijven omlaaghalen en in normale omstandigheden waarschijnlijk zouden zijn weggeconcurreerd of failliet zouden zijn gegaan.

Maar als we naar het verleden kijken, zien we dat wanneer de economie zich begint te herstellen, waarde gedurende een periode van twee tot drie jaar beter presteert dan groei. Dat is een behoorlijk lange periode en volgens mij staan we nu aan het begin van zo'n periode.

Nu denk ik eigenlijk dat vreemd genoeg alle voorwaarden vervuld zijn om die historische periode van meerprestatie langer te laten duren, omdat het hier over een gemiddelde gaat en het groeisegment de voorbije vier jaar buitengewoon veel sterker heeft gepresteerd dan waarde.

Dus waarde is een beetje als een fluitketel die bijna op het kookpunt staat. Hij staat klaar om stoom af te blazen, en de situatie is volgens mij nu zo dat de inflatie weldra de kop zal opsteken. Dat is op zich goed voor waardeaandelen, omdat ze wat prijszettingsvermogen krijgen. Het is ook goed voor de waarde die mensen aan waardeaandelen geven, omdat de discontovoet verandert.

Zoals John zegt, is er ook heel wat ingehouden vraag die nu een inhaalbeweging maakt, en dat zal nog even zo blijven. Als je naar de wereldwijde politieke/economische situatie kijkt, is er anderzijds hier en daar spanning in de wereldhandel, en ook dat zal lokale waardeaandelen helpen.

Dus persoonlijk denk ik dat waarde al drie of vier jaar een eenzaam segment is. De beursrendementen waren niet denderend, maar de onderliggende bedrijfsrendementen wel. De afgelopen drie of vier jaar was de markt eigenlijk bereid minder te betalen voor de aandelen die ik bezit, maar hun rendementsprofiel is wel steeds beter geworden, en dat is precies het tegenovergestelde van wat er in andere marktsegmenten is gebeurd. Ik denk dus dat alle voorwaarden aanwezig zijn om langere tijd sterk te presteren.

Richard Brown: Prima. Dank je wel, Nick. Jamie, dit lijkt me een heel goed moment om jou erbij te halen. Nick heeft een heleboel redenen opgesomd waarom waarde eindelijk in de lift kan zitten. Wat betekent dat voor jou, want jij werkt in het segment van de kwaliteitsgroei, in termen van hoe je je aandelen waardeert en hoe je je portefeuille wil positioneren?

Jamie Ross: Het eerste wat ik wil zeggen, is dat ik niet in stijlen beleg. Ik kies er niet voor om te beleggen in waarde of in groei of in wat voor factor je ook wil gebruiken om een marktsegment te beschrijven. Ik beleg trouwens ook niet in sectoren. Ik neem geen beslissingen over sectorallocaties. Voor mij gaat het altijd om de individuele bedrijven en de individuele vooruitzichten van een bepaald bedrijf.

Als ik nadenk over het proces en de strategie, speelt evenwicht altijd een rol. Hoe dat in zijn werk gaat, kan ik illustreren met twee types beleggingen die ik in overweging neem. Het eerste zijn bedrijven met een superieur rendement, die je kunt omschrijven als klassieke groeibedrijven die kwaliteit vooropstellen. Maar er is een tweede element, een tweede soort bedrijf dat ik in overweging neem. Die noem ik rendementsbuigpunten.

Dat zijn bedrijven die op het moment dat ik ze analyseer misschien een heel laag of gemiddeld beleggersrendement bieden, maar waar iets mee aan de hand is. Soms is dat de manier waarop dat bedrijf is opgezet of de sector waarin het actief is, maar in ieder geval iets waardoor het rendement zal verbeteren.

Als ik voor dat evenwicht en de strategie terugblik op de afgelopen zes maanden, dan heb ik veel meer opportuniteiten gevonden in de rendementen, de buigpunten en de verschillende mogelijkheden dan in de superieure rendementen.

Eerder had John het over de verschuiving die hij met veel succes in de portefeuille heeft doorgevoerd. Ik moet zeggen dat ik ook ben opgeschoven, maar niet evenveel. Ik beschouw mijn portefeuille nu veeleer als relatief evenwichtig, niet echt gericht op een heropening of een lockdown, of op waarde of groei. Ik ben waarschijnlijk nog nooit zo evenwichtig geweest als de laatste tijd.

Een van de transacties die ik heb gedaan, voornamelijk in september, oktober en november vorig jaar, was de aankoop van IAG, een luchtvaartmaatschappij. Dat is een klassiek voorbeeld van een bedrijf dat momenteel geen enkel rendement te bieden heeft. Ze draaien geen omzet, maar zodra de vliegtuigen weer gevuld raken, zullen ze volgens mij aanzienlijk wat meer gaan verdienen.

We kochten een Franse producent van auto-onderdelen, Faurecia. We kochten een Italiaans tractorbedrijf, CNHI. Evenwicht is dus echt belangrijk voor onze positionering op dit moment, en ik denk dat groei en kwaliteit uiterst laag zitten vergeleken met het verleden van de strategie.

Richard Brown: Dus, zelfs die waardenamen inbrengen, maakt de portefeuille evenwichtiger. John, even terug naar jou. Onze groeiman zegt dat zelfs hij wat meer evenwicht in zijn portefeuille brengt en dat zelfs hij mogelijkheden ziet in het waarde segment.

Welke repercussies heeft dat voor de vermogenscategorie als geheel, denkt u? Maakt dat Europa weer koopwaardig na wat een vrij somber decennium is geweest? Ik hoop dat ik mijn mening deze keer niet moet herzien, maar brengt dat Europa terug?

John Bennett: Ik denk dat je bijna het monopolie hebt op het geld van assetallocators, niet? De naam is S&P 500, maar het lijkt me veeleer de S&P 5 geworden in termen van leiderschap, en het vernauwende leiderschap. En ik ben nooit een onvoorwaardelijk verdediger geweest van de vermogenscategorie waarin ik toevallig geld beheer. Ik zal niet zomaar zeggen dat Europa fantastisch is.

Er zitten veel fantastische Europese elementen in de bedrijfswereld, in de wetenschap, in de cultuur en in de kunst. Maar er is ook een heleboel rommel in Europa, geopolitiek en inderdaad ook bepaalde bedrijven.

Maar daar komt het denk ik op neer als je geld plaatst. Het is heel interessant. Europa blijft onbemind en volgens mij duurt dat misschien al te lang, maar ik doe dit al 34 jaar of zo en ik kan me niet echt veel jaren herinneren waarin het wel geliefd was.

En ik herinner me veel. Dat Europa niet geliefd is, ben ik al gewend. Ik hou wel van dingen die uit de gunst liggen. Zolang ze niet voor eeuwig uit de gunst blijven, verdien je er geld aan.

Dat is denk ik de essentie, en onze sector ziet het nogal graag zwart-wit, niet? Als je dit moet kopen, moet je dat verkopen, dus je verkoopt groei om waarde te kopen, je verkoopt de VS om Europa te kopen.

We moeten ook kijken naar iets waar Nick het al over heeft gehad: de discontovoet, de obligatierente en in verband daarmee de inflatieverwachtingen. Als je deflationist bent en denkt dat de obligatierente ... Amerikaanse staatsobligaties zijn weer gedaald van 1,75% naar 1,5%. Als ze weer onder 1,5% zakt en we over deflatie beginnen te praten zoals in de voorbije tien jaar bij ons of pakweg de laatste dertig jaar in Japan, blijf dan belegd in Amerikaanse aandelen en groeiaandelen.

Maar wie vindt dat de wereld verandert, heeft volgens mij gelijk. Hij wordt inflatiegevoeliger, wegens de reactie op de pandemie, zowel geopolitiek, monetair als fiscaal, en door het socialisme dat overal in de westerse wereld opkomt, door op Boris Johnson te stemmen om toch het beleid van Jeremy Corbyn te krijgen, door Joe Biden. Dat steeds socialistischere beleid in grote landen werkt vaak inflatoir.

Dus inflatie raakt volgens mij verweven in het systeem. Als dat klopt, moet je Amerikaanse aandelen verkopen en Europese aandelen kopen, maar ik heb dat voorspeld door te zeggen: 'Als dat klopt.' Dat is belangrijk.

Richard Brown: Begrepen. Dat is een interessante visie, Jamie, want als we naar een wereld met meer inflatie gaan en de obligatierente stijgt, dan wil je toch veeleer waarde dan groei, dan wil je Europa.

Als globaal groeibeheerder heb je het eerder al over je evenwicht gehad. Wat doet dat met je visie op pakweg Europa versus de VS of Europa versus andere vermogenscategorieën?

Jamie Ross: Het eerste punt wat ik wil zeggen is dat het volgens mij persoonlijk haast onmogelijk is om de inflatie en de rentevoeten te voorspellen, net zoals wat die met de aandelenmarkten zouden doen. Dat probeer ik dan ook niet, en dat helpt wel wat om het evenwicht in de portefeuille te houden op dit moment.

Het tweede wat ik wil zeggen, is dat, als ik naar de kwaliteitsbedrijven kijk die ik in portefeuille wil, waarin ik echt wil beleggen voor de lange termijn, ik een heel groot waarderingsverschil zie tussen de bedrijven die toevallig in een Europees land genoteerd staan en bedrijven die in de VS genoteerd staan.

Ik denk dus als beheerder van Europese kwaliteitsfondsen dat Europa het goed kan doen en u dus ook. Je hoeft geen waardebeheerder te zijn om het goed te doen wanneer Europa het goed doet.

Ik wil ook ingaan op wat John zei over de VS en de S&P. John heeft er vroeger al vaker over gesproken, maar ik wil nog iets specifieker zijn. Het afgelopen decennium was het decennium van de Amerikaanse technologiesector. Dat is alles wat ertoe deed.

Als we nadenken over die paradigmaverschuivingen en wat er het komende decennium kan gebeuren, wat is dan het volgende? Ik acht de kans reëel dat duurzaamheid het volgende grote thema wordt. Momenteel blaast de media dat thema nogal op, maar op de beleggingsmarkt is dat allesbehalve een zeepbel, daar ben ik van overtuigd. We staan misschien zelfs nog maar in de uitlopers van die berg. We kunnen het er later nog over hebben, maar als duurzaamheid het toonaangevende thema wordt, zal Europa mogelijk fors gaan stijgen.

Het laatste wat ik wil zeggen, is dat we de voorbije twaalf maanden twee grote gebeurtenissen hebben gehad die op dat moment als heel negatief voor Europa werden gezien. Er was de Brexit en er was de coronacrisis, twee zaken die negatief zijn voor Europa, voor de EU.

Ik zou dat eigenlijk wat willen omkeren. Wat er is gebeurd en wat er in Europa is ondernomen als gevolg van de coronacrisis, met bijvoorbeeld de volgende generatie EU-fondsen, die focussen op groene beleggingen en de digitalisering van de economie, twee belangrijke domeinen, dat zijn gebeurtenissen die het Europese project dichter bijeen zouden kunnen brengen.

Een van de redenen waarom Europa lang als een oninteressante regio om in te beleggen werd beschouwd, is de politieke instabiliteit. Misschien, heel misschien, kunnen die negatieve punten van de voorbije twaalf maanden een betere omgeving scheppen en het project dichter bij elkaar brengen. Ik ben dus behoorlijk optimistisch over Europa.

Richard Brown: Prima. Ik heb een ESG-gedeelte in de vragen die ik stel, dus ik ben blij dat je dat ter sprake brengt. Maar ter afronding van het eerste deel, Nick, hou ik het niet bij de vraag over de VS alleen. Zou je vandaag liever de S&P 500 bezitten of zou je liever wat geld aan het werk zetten in Europa? Ik denk dat ik het antwoord ken, maar ik wil graag jouw mening horen.

Nick Sheridan: Als je ergens in belegt, en vooral in bedrijven, is het belangrijk je even af te vragen wat je eigenlijk aan het doen bent? Eigenlijk koop je een cashflow, een rendementsprofiel, je koopt dat bedrijf. En wanneer je een bedrijf waardeert, moet je je afvragen of dat bedrijf kan overleven of kan groeien.

Daarna bekijk je wat jij daarvoor een correcte prijs vindt. En de juiste prijs voor iets wordt op de markt bepaald door de angst en de hebzucht van de mensen, en de laatste jaren hebben mensen zich heel hebzuchtig getoond met betrekking tot de Amerikaanse markten en heel angstig met betrekking tot de Europese markten.

Als je, zoals Jamie zegt, denkt dat duurzaamheid belangrijk wordt en aan kracht wint, en dat thema wordt vertegenwoordigd door Europa, dan zullen beleggers uiteindelijk misschien bereid zijn meer te betalen voor Europese activa, omdat ondernemingen daar in hun ogen correct zakendoen en niet langer angst inboezemen. Die activa worden dan populairder en uiteindelijk zal een belegger op een feestje trots laten vallen dat hij een waarde in portefeuille heeft van een onderneming die duurzaamheid hoog in het vaandel draagt. Die verandering zit er misschien wel aan te komen.

Denk ik dat de VS overgewaardeerd is? Dat hangt af van het rendement dat die bedrijven kunnen behalen. Denk ik dat je de juiste prijs betaalt voor dat rendement? Nee, persoonlijk niet, maar ik ben altijd wat gemeen in mijn waardering van aandelen. Dat wil niet zeggen dat de aandelen van Jamie mij niet bevallen. Dat wil niet zeggen dat sommige aandelen van John mij niet bevallen. Ik wil er gewoon niet zoveel voor betalen. Daar ligt het verschil, denk ik.

Richard Brown: Prima. Dank je wel, Nick. Ik zie dat er vragen binnenkomen. Daar ga ik straks op in, dus hou jullie niet in, straks behandelen we er zoveel mogelijk.

Het volgende waar ik het met jullie over wil hebben, en het is al vermeld, is duurzaamheid, ESG, een heel belangrijk thema op de markten op dit moment. Ik heb opgeschreven: is dat een blijvend thema? Jamie, jij hebt al gezegd dat het volgens jou zeker een blijver is.

Als we nog iets verder gaan, specifiek in het licht van jouw domein, kunnen we zeggen dat kwaliteitsgroei vaak eigenlijk synoniem is met behoorlijk goed scorende ESG-namen. Belangrijk is dat technologie- en softwarebedrijven doorgaans een bedrijfsmodel met weinig activa hebben en dus goed scoren. Ze zijn niet echt schadelijk voor het milieu. Of vind je consequent namen met producten en diensten die daadwerkelijk een ecologische impact hebben?

Jamie Ross: Ik wil eerst nog even terugkomen op je vorige vraag, als ik mag, om nog iets toe te lichten. Ik had het eerder moeten zeggen, maar als duurzaamheid een belangrijk beleggingsthema wordt, dan is dat in mijn ogen vooral in Europa, omdat overheden en regelgevende instanties in Europa en ook de bedrijven, directieteams en beleggers zelf daar al veel verder in staan dan hun evenknieën in andere regio's. Het decennium van de duurzaamheid wordt volgens mij dus vooral het decennium van de door Europa aangestuurde duurzaamheid.

En dan wil ik nog even ingaan op duurzaamheid en het verband met kwaliteit. Wij bekijken dat waarschijnlijk vooral door een kapitalistische bril. We zien bedrijven en directieteams die focussen op duurzaamheid, die focussen op hun bredere stakeholders en hun invloed op het milieu, op de mensen om hen heen, om de dingen waar hun bedrijf mee in contact komt. Ze denken aan het milieu op de lange termijn.

Dat zijn meestal het soort bedrijven en het soort directies die ook belang hechten aan langetermijnrendement op het geïnvesteerde kapitaal en daar zit de connectie. Er is een connectie tussen duurzaamheid en kwaliteit. Dus die twee zijn wat mij betreft aan elkaar gekoppeld.

Met dat andere punt, die kapitalistische bril, bedoel ik dat ik er rotsvast van overtuigd ben dat ik meer geld verdien voor mijn klanten als ik in bedrijven beleg die om duurzaamheid geven. Mijn overtuiging steunt dus niet louter op mijn morele opvattingen. Het is de overtuiging dat bedrijven met oog voor duurzaamheid op lange termijn beter zullen presteren.

Als ik de duurzaamheid van een bedrijf analyseer, gebruik ik wat ik mijn rangschikkingskader noem. Ik analyseer vijf domeinen en geef die elk geen gewogen gemiddelde score. Zo kom ik tot een totaalscore voor elke belegging, zodat ik verschillende beleggingen kan vergelijken en tegenover elkaar kan plaatsen.

15% van de score voor elk bedrijf dat ik analyseer, houdt rechtstreeks verband met mijn analyse van de duurzaamheid, dus er ontstaat vanzelf een voordeel voor bedrijven die ik een hoge duurzaamheidsscore geef. Dus ja, er is een verband tussen kwaliteit en duurzaamheid. Naar mijn mening bestaat er een correlatie tussen langetermijnrendement en een focus op duurzaamheid, en daar probeer ik de portefeuille op af te stemmen.

Richard Brown: Heb je een paar voorbeelden die misschien gekoppeld zijn aan die thema's?

Jamie Ross: Ja, zeker. Ik zal een paar voorbeelden geven, onder meer van een bedrijf dat is veranderd. Het is uitgegroeid van bedrijf dat aanvankelijk misschien niet zo duurzaam was tot een heel duurzaam bedrijf dat zich nu zelfs een mooi voorbeeld van een duurzaam bedrijf mag noemen.

Een grote positie die we al een tijdje hebben, is DSM, een Nederlands bedrijf. Vroeger was het een producent van chemische producten en plastics. En 100 jaar geleden had het zelfs nog een totaal andere naam: de Nederlandse Staatsmijnen. Het is dus een mijnbouwbedrijf. Maar tegenwoordig haalt het meer dan 80% van zijn winst uit voedingsingrediënten.

Het bedrijf dat vroeger plastics, harsen en al bij al niet zo milieuvriendelijke producten maakte, is dus een onderneming geworden die focust op duurzame voedselproductie. En ze hebben enkele heel interessante producten. Eentje waar vaak over wordt gesproken, is het product Clean Cow.

Nu is de koe net een van de grootste bronnen van koolstofuitstoot. Ik wil niet in detail treden, maar het voedselproduct dat zij produceren, Clean Cow, vermindert de methaanuitstoot van een koe met zo'n 40%, en

dat kan een aanzienlijk milieuvoordeel opleveren. Tien jaar investeren ze daar al in, dus dit bedrijf denkt op de lange termijn en draagt duurzaamheid hoog in het vaandel, en dat maakt het tot een cruciale belegging voor ons.

Een tweede naam is SIG Combibloc, een Zwitsers verpakkingsbedrijf dat steriele verpakkingen maakt. Het is een concurrent van Tetra Pak, dat wellicht bekender is dan SIG. Maar het bedrijf heeft heel wat pluspunten.

Ten eerste vervangen ze plastic in heel wat verschillende voedselketens, wat positief is voor het milieu. Maar er is ook een sociaal aspect, want in heel wat ontwikkelingslanden is de toeleveringsketens voor gekoelde producten en steriele verpakkingen heel rudimentair, zeker als je bedenkt dat de melk of soep die wij in onze contreien kopen, vaak in een steriele verpakking zit. Daardoor kan voedsel bij kamertemperatuur worden vervoerd en langer bewaard blijven. De ecologische en sociale functie van de verpakkingen is dus duidelijk. Dat zijn dus twee voorbeelden.

Richard Brown: Prima. Dank je wel, James. Ik ga je even afremmen, want we mogen de tijd niet uit het oog verliezen. Jamie zei al dat hij graag praat, dus ik had misschien al eerder moeten ingrijpen, want ik wil ook even luisteren naar wat de anderen hierover te zeggen hebben.

John, in termen van ESG, duurzaamheid, bevat je portefeuille grote posities in koolstofrijke sectoren zoals de cement- en de staalindustrie. Klanten vragen zich misschien af of je helemaal geen rekening houdt met ESG? Hoe kun je jezelf in de nieuwe omgeving waarin we ons bevinden, ertoe bewegen in zulke namen te beleggen?

John Bennett: In één woord: verandering. In de huidige wereld van ESG-beleggingen worden volgens mij gigantische fouten gemaakt. De verzamelaars van activa verzamelen volop zogeheten ESG-activa en daardoor is de verkeerde allocatie van kapitaal nu al aan de gang. Dat is immers beleggen op basis van een scorekaart en ESG door uitsluiting. Wat niet past volgens de scorekaart, gaat eruit.

Ik denk niet dat onze planeet daar echt bij gebaat is, laat staan dat dat het doel van een beleggersportefeuille is. Laat mij uitleggen waarom. Mijn grootste belegging, zoals je terecht opmerkte, zit in de cementindustrie, ondanks het feit dat het om cement gaat. Cement is nooit een goede industrie geweest, niet alleen voor het milieu maar historisch gezien ook voor de aandeelhouders, en toch is het mijn grootste participatie.

Verandering. Wat wij als team doen, noemen we ESG, maar eigenlijk moet er nog een woordje achter: delta. Wij zijn geïnteresseerd in de ESG-delta, de resultaten, niet enkel de scorekaart van vandaag. Kijk eens hoe dat van toepassing is op LafargeHolcim, dat momenteel 82% van de omzet uit cement haalt en 18% uit de lichte downstream. Drie jaar geleden zat ik aan tafel met de nieuwe CEO van LafargeHolcim, die overkwam van een geliefd bedrijf, Sika, een Zwitsers chemiebedrijf.

Ik vroeg hem waarom hij dat bedrijf zou inruilen voor LafargeHolcim. Een vreselijke industrie, vervuilend, maar traditioneel ook slecht qua aandeelhoudersrendement. Omdat het bedrijf cement afbouwt en meer wil inzetten op lichte, milieuvriendelijke downstream-bouwproducten, aangezien Joe Biden in de VS ook wil inzetten op duurzaam bouwen.

Dus LafargeHolcim gaat voor minder cement en minder opkomende markten, meer downstream-isolatieproducten en andere, lichtere, milieuvriendelijke bouwproducten, omdat je in gebouwen ook koolstof kunt absorberen. Daarin is LafargeHolcim een leider, en daar moet je naar kijken.

LafargeHolcim is goed op weg om de nummer één te worden in de ontkoling van cement. Het vuilste deel van het bedrijf is cement, omdat het gemaakt wordt van stenen en het productieproces behoorlijk vuil is. Er komt enorm veel koolstof vrij. Deze grondstof is ook een blijver. We hebben cement nodig om wegen, ziekenhuizen, bruggen, gevangenissen en scholen te bouwen. We kunnen niet zonder. Wat telt, is hoe je het duurzaam en ecologisch maakt. En daarin staat Lafarge aan de top.

Daarin beleggen, lijkt me dus een win-winsituatie voor onze beleggers en voor de planeet. Ik denk niet dat het een goed idee is om uit die bedrijven te stappen, zoals veel van die scorekaartbeleggers momenteel doen. Maar wanneer zij zich uit die bedrijven terugtrekken, drijven ze die bedrijven dan niet in de armen van minder transparante eigenaars? Dat vraag ik me dikwijls af.

En wat doen ze dan met het kapitaal als ze pakweg Lafarge verkopen omdat het toevallig niet op hun scorekaart past? Maar over vijf jaar voldoet het misschien wel aan de eisen, en dan kopen ze die aandelen veel duurder terug. Zo redeneer ik.

Richard Brown: Ze maken dus nog altijd cement, maar niet op een koolstofarme manier zoals je bij beursgenoteerde bedrijven kunt afdwingen.

John Bennett: Precies. En als ze kapitaal weghalen, waar plaatsen ze dat kapitaal dan? In dingen die volgens die kaart wel mogen, dingen die vijf groene sterren krijgen of fantastisch ogen. Op dit moment zijn zulke dingen buitensporig duur. ESG staat vandaag voor groei plus deugdzaamheid. Technologieaandelen hebben hun hausse al achter de rug.

Richard Brown: Prima. Nick, ik haal jou er even bij. John had het al over zijn overgangsbenadering. Als ik aan waarde denk, traditionele waarde, olie, banken, tabak, zijn dat waarschijnlijk niet de domeinen die als toppers uit de gemiddelde ESG-analyse zouden komen. Is het tegenstrijdig om zowel waardebelegger als ESG-belegger te zijn?

Nick Sheridan: Nee, ik denk het niet. Ik denk dat het afhangt van het type waardebelegger dat je bent, of gewoon van het type belegger. Zoals je weet, en dat zeg ik vaak, is een van de belangrijkste zaken waar je moet naar kijken bij een bedrijf de duurzaamheid van het bedrijfsmodel, want als het bedrijfsmodel niet duurzaam is, is de waarde ook maar tijdelijk.

Nu, ESG staat nog in de kinderschoenen en op dit moment kijken beleggers, zoals John zegt, gewoon naar de scorekaart, ze vinken gewoon vakjes aan. Een van de dingen waar ik me zorgen over maak bij al dat ESG-gedoe, is dat sommige bedrijfsmodellen onhoudbaar worden, omdat ze geen toegang krijgen tot kapitaal zonder dat ze daar zelf wat aan kunnen doen. Je moet dus naar de onderliggende activiteiten kijken en vervolgens naar de plaats van de ESG-criteria daarin. En je mag daarbij vooral je gezond verstand niet vergeten.

Richard Brown: Jullie benaderen het thema allemaal op een andere manier, maar het lijkt erop dat duurzaamheid de vermogenscategorie de komende jaren enorm zal ondersteunen. Maar zelfs op bedrijfsniveau, laat staan op sectorniveau, komt het erop aan dat je elk bedrijf apart moet bekijken, en hopelijk is dat waar wij, als actieve beheerders, misschien echt iets kunnen toevoegen aan de portefeuilles van klanten vergeleken met bepaalde passieve indexen. Ik heb de indruk dat je wil reageren, John?

John Bennett: Ja, ik wil even inpikken op wat je net zei ter bevestiging van wat Nick heeft gezegd. Kijk onder de motorkap en zoek uit wat er echt gebeurt in een cementbedrijf of een Trigano of een DSM. Ga gewoon op zoek. Het was ooit een mijnbouwbedrijf, zoals Jamie zei. Maar kijk naar wat het nu is.

Maar, het is dat niet alleen. Als actief beheerder is het onze plicht, vind ik, om met die bedrijven in gesprek te gaan. Als ze niet kunnen veranderen, zoals een bruinkoolmijn die nooit iets anders zal worden dan een bruinkoolmijn, blijven de kapitaalkosten hoog, omdat wij niet in zo'n bedrijf investeren. Dat is nu eenmaal de realiteit.

Maar veel van die bedrijven kunnen en zullen veranderen, en zich aanpassen aan de regels en het voortouw nemen in de ontkolen van cement of wat dan ook. Als actief beheerder vind ik het mijn plicht om met die bedrijven in gesprek te gaan en ze het vuur aan de schenen te leggen, ze ter verantwoording te roepen.

Je werkt samen met ons aan ons ESG-kwartaalrapport voor klanten. Jij stelt het op. Jij doet het meeste werk, en wij gaan met de pluimen lopen. Dit is dus echt belangrijk. Beleg er als actief beheerder in als je denkt dat het globale plaatje klopt, rekening houdend met ESG- en andere factoren, en oefen vervolgens druk uit.

Hou de dialoog op gang. Wat doen ze? Halen ze hun doelstellingen? Overtreffen ze hun doelstellingen? Blijven ze achter bij hun doelstellingen? Dat is volgens mij hoe je je als actief/activistisch beheerder moet gedragen.

Richard Brown: Absoluut. En hier wil ik er graag de vragen van het publiek bij brengen. Ik heb er al enkele binnengekregen. We hebben een paar vragen gekregen over het kapsel van Jamie, de blauwe schoenen van John en de nieuwe baard van Nick, maar laten we het daar maar niet over hebben. De eerste is heel actueel qua marktleiderschap dit jaar en gaat over auto's.

Iemand vraagt hier naar de transitie naar elektrische voertuigen in Europa. Gingen Tesla en Elon Musk de wereld niet veroveren? John, Nick, dit is misschien een vraag voor jullie, aangezien jullie daar allebei een redelijke blootstelling aan hebben. Misschien is dat de vraag. Gaat Tesla de wereld veroveren en liggen Daimler en BMW en Volkswagen op apegapen?

John Bennett: Wel, hij gaat niet alleen de wereld veroveren, toch? Hij wil ook de maan en zelfs nog meer. Zoals ik het zie, is dat een prachtig voorbeeld van hoe de aandelenmarkt of spelers op de aandelenmarkt zich kunnen gedragen. Dat zwart-witdenken, de dingen binair zien.

Tesla en Elon Musk ... Zelfs als we hem als een genie beschouwen, als we ervan uitgaat dat hij de wereld gaat veroveren. Ze maken de Duitse auto-industrie haast waardeloos, want de verbrandingsmotor die Gottlieb Daimler destijds ergens rond München heeft uitgevonden, is op sterven na dood.

En dus waarderen we Daimler, met die prachtige franchise Mercedes-Benz, op pakweg 2,5 keer de cashflow, als we de vrachtwagens eruit halen, en dat is zo'n beetje wat er afgelopen zomer is gebeurd: het kind met het badwater. En BMW zal daar nooit aan komen, omdat ze geen strategie hebben voor volledig elektrische auto's. Daar is het veeleer hybride, maar het moet zwart of wit zijn. En Elon Musk, tja, die is gewoon fantastisch, want hij gaat de wereld veroveren, en daarna de maan en andere planeten. En Volkswagen mag je vergeten. Enzovoort.

Zo werkt het niet echt. De Duitse auto-industrie heeft geen luxemerken die veel waard zijn, zij hebben geen dealers over de hele wereld die iets waard zijn, zij hebben geen balans en geen cashflow. Ik dacht dat dat een cadeau was vorig jaar. Mijn hele carrière al laat ik Europese auto's volledig links liggen en door die tweedeling heb ik er nu drie in portefeuille.

Richard Brown: Maar hoe zit het nu met die technologische achterstand? Maken ze een inhaalbeweging? Zijn ze aanwezig?

John Bennett: Een inhaalbeweging. Als u iets koopt dat is geprijsd voor perfectie, dan betaalt u waarschijnlijk te veel, of het nu gaat om de perfectie van "laten we met z'n allen naar de maan gaan" van Tesla of de perfectie van luxegoederen of welke sector dan ook. De echte waarde zit in de imperfectie. De waarde zit in verandering. Als je pakweg Continental bent, dan sta je voor een uitdaging. Je wordt uitgedaagd. Natuurlijk word je uitgedaagd. Je maakt versnellingsbakken, en die worden stilaan overbodig of verouderde technologie.

Maar banden blijven nodig. Elon zal zijn auto's in de nabije toekomst niet meteen op iets anders dan banden laten rijden. Veiligheidsgordels en airbags blijven ook nodig, want die staan volledig los van de aandrijving van een voertuig. Die heb je nodig, en Tesla heeft dat onlangs nog op tragische wijze aangetoond.

Dus nogmaals, dat vindt de aandelenmarkt leuk. Als het geen groei is, dan is het wel waarde. Als het de toekomst niet is, dan is het het verleden. En Europa voelt dat wel, maar da's het verleden. Kijk naar de rendabiliteit van Mercedes-Benz. Dat heeft een toekomst. Kijk naar de nieuwe EQS, die ze onlangs hebben gelanceerd. Ik kijk uit naar die tegenzet tegen Tesla, zeker weten, en trouwens, het bedrijf heeft cashflow. Kun je dat ook van Tesla zeggen? Ik denk dat hij meer geld verdient met de verkoop van koolstofkredieten dan met auto's.

Richard Brown: Nick, zit jij ook op die lijn? Ik weet dat je een fervent Škoda-rijder bent, maar ben je ook een fan van Europese auto's?

Nick Sheridan: Eigenlijk heb ik momenteel geen auto. Ik heb een elektrische fiets en de auto heb ik aan mijn zoon gegeven, maar je hebt helemaal gelijk. Ik betaal niet graag te veel, dus heb ik iets gekocht dat mij op een heel efficiënte manier van A naar B brengt, en dat was een Škoda.

Ik ga helemaal akkoord met John. Zoals ik eerder al zei, gaan de markten van angst naar hebzucht, en de prijs die mensen bereid zijn te betalen voor aandelen weerspiegelt die angst en die hebzucht. En Elon Musk weet net buitengewoon goed in te spelen op heel emotionele redenen waar niemand het oneens mee is.
Het heeft weinig zin om je nog voort te planten als je gelooft dat de aarde over 200 jaar één grote vuurbal zal zijn. Dus helpen we met z'n allen maar al te graag om dat te voorkomen, en dus kopen we Tesla om te kunnen geloven dat we onze bijdrage leveren. Is de koers van het aandeel correct?

Dat Elon Musk de krantenkoppen heeft gehaald omdat hij een Tesla de ruimte heeft ingestuurd, toont aan dat mensen wat te ver meegingen in het verhaal, want dat is zowat het minst ecologische dat je kunt doen. Maar toch stonden de kranten er vol van en hoorde je nergens kritiek.

Aan de andere kant had je dan een sector die als de baarlijke duivel werd gezien wegens de verbrandingsmotor, en er was dieselgate. Zij waren het die de aarde onleefbaar maken.

Niemand kiest ervoor om failliet te gaan. Niemand kiest voor een bedrijfsmodel dat uit de mode raakt en verandert. Dus om te overleven, passen zij hun bedrijfsmodel aan en schakelen ze over op elektrische voertuigen.

Volkswagen was vroeger het probleem en is nu zelf een deel van de oplossing geworden. Ze zullen misschien het supermodel van Tesla niet overnemen, al zal Porsche dat wel doen, samen met Daimler. Maar ze zullen wel de elektrische auto voor de gewone man maken, voor mensen zoals ik, die niet te veel willen betalen en niet te veel toeters en bellen verwachten, maar gewoon een degelijke auto zonder meer.

Je hebt dus een prijs voor perfectie en een prijs waarmee je failliet gaat. Mettertijd zullen we ergens tussenin uitkomen, en dan weet ik wel aan welke kant ik wil staan. Ik ben al een tijdje overwogen in de autosector en ik ga volledig akkoord met John.

Richard Brown: Prima. Bedankt, Nick, en als we ooit horen dat je je Škoda naar de maan schiet, kunnen we ervan uitgaan dat waarde weer helemaal in is.

Nick Sheridan: De Škoda van mijn zoon.

Richard Brown: De Škoda van je zoon. We hebben nog enkele vragen. Een open vraag. Ik weet niet wie deze wil beantwoorden. Ze gaat over de inflatiedruk in de toeleveringsketen. Zal dat de winstmarges in de komende twaalf maanden of zo aantasten? Heeft iemand daar iets over te zeggen?

Jamie Ross: Gewoon een algemeen uitgangspunt. Nogmaals, waarom hou ik van kwaliteitsbedrijven? Wel, deels om hun prijszettingsvermogen. Een van de heel belangrijke dingen om over na te denken is dat we bij de grondstoffen al inflatiedruk zien en die sijpelt al door naar de toeleveringsketen en begint aan de winstmarges te knagen. Dat zien we nu al, maar als je prijszettingsvermogen hebt, kun je dat op termijn doorrekenen. Dat is dus iets essentieels waar ik naar zou kijken als ik in een bedrijf wil beleggen.

Nick Sheridan: Het enige verschil tussen firma A en firma B is misschien hoelang het duurt voor ze die prijs kunnen doorberekenen. Sommige bedrijven hebben maar drie maanden nodig om hun prijzen op te trekken, bij andere zal dat misschien negen maanden duren.

Ik kom nog terug op dat argument. Het is niet echt een argument, gewoon een stelling, dat mensen te veel of te weinig betalen voor bepaalde dingen, naargelang ze bang of hebzuchtig zijn. Een van de redenen dat mensen bang zijn voor niet'-groeiaandelen' is dat ze lijnen hebben die niet zijn gestegen.

Als zij de prijzen kunnen doorberekenen, wat ze in een inflatoire omgeving kunnen, zal de omzet stijgen en zal de ratio toenemen, omdat mensen minder bang zijn voor zulke bedrijven, wat een van de argumenten is voor lager gewaardeerde aandelen.

Richard Brown: Prima. Bedankt, Nick, en daarmee beëindigen we dit panelgesprek. Een paar vragen zijn vrij laat binnengekomen, daar zullen we via mail op ingaan. Jammer dat we er nu geen tijd meer voor hebben. Ik bedank iedereen voor zijn aanwezigheid. Ik weet dat virtuele vermoeidheid een reëel probleem is, dus bedankt

voor jullie tijd, en wij praten in de toekomst graag met elk van u over uw portefeuille. En ten slotte dank ik ook de drie fondsenbeheerders die ons vandaag te woord hebben gestaan.

De beschreven visies zijn die op het moment van publicatie. Ze zijn alleen bedoeld ter informatie en mogen niet worden gebruikt of opgevat worden als beleggings-, juridisch of fiscaal advies of als een aanbod of verzoek om een effect te verkopen of te kopen, of te houden of om een beleggingsstrategie of marktsector te volgen. Niets in dit materiaal geldt als een directe of indirecte verlening van diensten voor beleggingsbeheer specifiek gericht op de wensen van klanten. Meningen en voorbeelden zijn bedoeld ter illustratie van algemene thema's, zijn geen indicatie van handelsintenties, zijn onderhevig aan verandering en ze weerspiegelen niet altijd de meningen van anderen binnen de organisatie. Het materiaal is niet bedoeld om te stellen of impliceren dat een van de genoemde voorbeelden op dit moment is opgenomen in een portefeuille of dat ze dat ooit zijn geweest. Prognoses vormen geen garantie voor toekomstige resultaten en we garanderen niet dat de informatie volledig of tijdig is, en bieden geen garantie voor het resultaat op basis van het gebruik hiervan. Janus Henderson Investors is de bron van de gegevens tenzij anders aangegeven, en heeft redelijke gronden om te vertrouwen op informatie en gegevens die van externe partijen afkomstig zijn. Prestaties uit het verleden vormen geen garantie voor toekomstige resultaten. Beleggen gaat gepaard met risico, waaronder het mogelijke verlies van vermogen en waardeschommelingen.

Niet alle producten of diensten zijn beschikbaar in alle jurisdicties. Dit materiaal of de informatie die het bevat, kan wettelijk beperkt zijn, mag niet gereproduceerd worden en er mag niet naar worden verwezen zonder uitdrukkelijke schriftelijke toestemming, noch mag dit materiaal gebruikt worden in een rechtsgebied of onder omstandigheden waarin dit gebruik onwettig zou zijn. Janus Henderson is niet verantwoordelijk voor een eventuele onrechtmatige, volledige of gedeeltelijke, distributie van dit materiaal aan derde partijen. De inhoud van dit materiaal is niet goedgekeurd door een toezichthouder.

Beleggingsproducten en -diensten worden onder de naam Janus Henderson Investors geleverd door de rechtspersonen in de volgende rechtsgebieden: (a) in Europa door Janus Capital International Limited (reg.nr. 3594615), Henderson Global Investors Limited (reg.nr. 906355), Henderson Investment Funds Limited (reg.nr. 2678531), Henderson Equity Partners Limited (reg.nr.2606646), (elk geregistreerd in Engeland en Wales met hoofdzetel te 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE en gereglementeerd door de Financial Conduct Authority) en Henderson Management S.A. (reg.nr. B22848 te 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg en gereglementeerd door de Commission de Surveillance du Secteur Financier).

Buiten de VS.: Uitsluitend voor gebruik door institutionele, professionele, gekwalificeerde en gesofistikeerde beleggers, gekwalificeerde distributeurs, zakelijke beleggers en zakelijke klanten, zoals gedefinieerd voor de desbetreffende jurisdictie. Niet voor openbare publicatie of distributie. Voor promotiedoeleinden.

Janus Henderson, Janus, Henderson, Perkins, Intech, Knowledge Shared en Knowledge Labs zijn handelsmerken van Janus Henderson Group plc of een van zijn dochterondernemingen. © Janus Henderson Group plc.