WWW.FINANCIALINVESTIGATOR.NL

JAARGANG 12 | NUMMER 6 | 2020 | €10.95

ONAFHANKELIJK MAGAZINE OVER VERMOGENSBEHEER EN SECURITIES SERVICES

FINANCIAL INVESTIGATOR

DUURZAAMHEID IS NIET MEER VOOR SOFTIES

PIET KLOP, PGGM

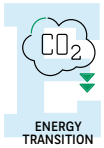
De stimulerende werking van de overheid verdient herwaardering
Dr. Robert Skidelsky, Warwick University

Ronde Tafel
Green & Social Bonds

Paneldiscussie
Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars

DUURZAAMHEID STAAT CENTRAAL BIJ AL ONZE BELEGGINGSBESLISSINGEN

BNP Paribas Asset Management biedt als vermogensbeheerder particulieren, bedrijven en institutionele beleggers een breed scala aan oplossingen. Bij al ons doen en laten — ook voor beleggers — staat duurzaamheid centraal. Onze strategie en bedrijfs- en beleggingsbeslissingen zijn erop gericht actief bij te dragen aan de energietransitie, milieubehoud en de bevordering van gelijkheid en inclusieve economische groei ("de drie E's").



De drie E's van BNP Paribas Asset Management

Als langetermijnbelegger is het van essentieel belang om ons te richten op de toekomst, en met name drie hoofdthema's vormen de basis voor ons diepgaand onderzoek, onze betrokkenheid en thematische investeringen. Dit zijn de energietransitie, ecologische duurzaamheid en gelijkheid (Engels: equality) en inclusieve groei.

In overeenstemming met deze focus heeft BNP Paribas AM een strategie voor energietransitie, een koolstofvrije strategie en een circulair fonds gelanceerd. Deze inspanningen zijn in lijn met het werk dat we doen aan klimaatgerelateerde financiële informatie en het classificeren van bedrijfsactiviteiten, bijvoorbeeld in verband met de nieuwe taxonomie van de EU Technical Expert Group on Sustainable Finance.

Voor de toekomst ligt de focus van de industrie vooral op het meten van impact: impact op het milieu, en breder, impact afgestemd op de duurzame ontwikkelingsdoelen (SDG's) van de VN. Dit is een onderwerp waaraan we werken en we kijken ernaar uit om onze vorderingen de komende jaren met investeerders te delen.

Ons commitment voor duurzaamheid

Wij zien onszelf als beleggers die de wereld willen vormen: *future makers*. Wij zetten onze beleggingen — en onze invloed bij bedrijven en overheden — in voor een economie met een lage CO_2-uitstoot in een wereld die goed en gezond is voor de huidige én voor komende generaties. Wij zijn *future makers*.

Lees meer over de duurzame ontwikkelingen en beleggingsmogelijkheden: **www.bnpparibas-am.nl**

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT Nederland N.V. (adres: Postbus 71770, 1008 DG Amsterdam) ("BNPP AM NED"), is een (vermogens) beheerder geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten. Voordat u investeert in enig financieel instrument dient u het prospectus alsmede de Essentiële Beleggersinformatie (EBi) met informatie over het product, de kosten en de risico's te lezen. Het prospectus, de EBi alsmede overige informatie zijn verkrijgbaar op de website: www.bnpparibas-am.nl. De in deze advertentie opgenomen opinies zijn het oordeel van BNPP AM NED op een specifiek moment en kunnen worden gewijzigd zonder voorafgaand bericht. BNPP AM NED is niet verplicht de hierin opgenomen informatie en opinies te actualiseren of te wijzigen.

BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

De vermogensbeheerder
voor een wereld
in verandering

HOOFDREDACTEUR
Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR
Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE
Baart Koster

REDACTIE
Hans Amesz, René Bogaarts, Baart Koster, Joost van Mierlo, Jan Jaap Omvlee en Lies van Rijssen.

RAAD VAN ADVIES
Han Dieperink
Justus van Halewijn
Bob Homan
Mary Pieterse-Bloem
Jeroen van der Put
Karin Roeloffs
Hans de Ruiter

REDACTIERAAD
Michiel Cleij
Ronald Florisson
Derya Gunaydin

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE
Sevinç Acar, Frans Annokkee, Kris Atkinson, Luke Barrs, Erik Jan van Bergen, Aron Berket, Elisa Bontrop, Bram Bos, Kes Brattinga, Theo Brouwers, Marc Olivier Buffle, Vincent van Bijleveld, Tony Campos, Han Dieperink, Alexander Duckwitz, Tuur Elzinga, Sylvia Giezeman, Dan Grandage, Bruno de Haas, Harald Henke, Elliot Hentov, Lili Hocke, Maarten Jennen, Thijs Jochems, Piet Klop, Bernardo Korenberg, Raphael Lance, Andy Langenkamp, Koen van Leeuwen, Mark Lewis, Samy Lounis, Roderick MacDonald, Gerard Moerman, Herman Mulder, Jérôme Neyroud, Daan Nijssen, Matt Orsagh, Mario Overduin, Nikkie Pelzer, Josien Piek, Pim Poppe, Dion van Proosdij, Pim Rank, Robert Skidelsky, Gavin Smith, Francesca Souarez, Rezah Stegeman, Daniel Ung, Jacqueline van Voorthuizen, Wietse de Vries, Esther Waal en Ineke de Wilde.

FOTOGRAFIE
Mark van den Brink photography
Ruben Eshuis Photography
Kees Rijken Fotografie

OPMAAK
Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

DRUK EN DISTRIBUTIE
Scope Business Media in samenwerking met PreVision

ADVERTENTIES
Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

UITGEVER
Financial Investigator Publishers B.V.
info@financialinvestigator.nl

ABONNEMENTEN
Financial Investigator wordt via controlled circulation uitsluitend verspreid onder professionele beleggers. Lezers die tot de doelgroep behoren waar Financial Investigator zich op richt, kunnen het magazine of de PDF van het magazine zonder kosten toegezonden krijgen. U kunt zich zowel aanmelden als afmelden via onze website www.financialinvestigator.nl. Voor verzending naar het buitenland brengen wij portokosten in rekening. Neem voor meer informatie contact met ons op via info@financialinvestigator.nl

DISCLAIMER
De inhoud van Financial Investigator dient enkel ter informatie en is geen voorstel of aanbod tot het aankopen of verhandelen van de financiële instrumenten die hierin beschreven worden en is geen beleggingsadvies. Uitgever en auteurs verklaren dat deze uitgave op zorgvuldige wijze en naar beste weten is samengesteld, evenwel kunnen uitgever en auteurs op geen enkele wijze instaan voor de juistheid en volledigheid van de informatie. Uitgever en auteurs aanvaarden dan ook geen enkele aansprakelijkheid voor schade, van welke aard dan ook, die het gevolg is van handelingen en/of beslissingen die gebaseerd zijn op bedoelde informatie. Evenmin aanvaarden uitgever en auteurs aansprakelijkheid voor materiaal zoals foto's en afbeeldingen die door derden zijn aangeleverd. Niets uit deze uitgave mag worden vervaelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt worden, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, middels fotokopieën, opnamen, of enige andere manieren, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Foto: Ruben Eshuis Photography

Jolanda de Groot / Hoofdredacteur

De Amerikaanse presidentsverkiezingen komen eraan. Op 3 november moeten de Amerikanen kiezen. Het contrast tussen de kandidaten Donald Trump en Joe Biden kan bijna niet groter zijn. Trump staat voor protectionisme, een harde Brexit en shareholder-kapitalisme, Biden staat voor verbondenheid, een bewuste keuze voor een vrouwelijke running mate en stakeholder-kapitalisme. America First versus diplomatie en allianties, klimaatontkenning versus de ambitie om de planeet te redden. Met president Biden zal de wereld een heel andere kant uitgaan dan met een tweede keer Trump. Op geen enkel gebied zal het verschil tussen Biden en Trump echter groter zijn dan in de aanpak van de klimaatverandering.

Trump negeert het probleem, Biden maakt er een topprioriteit van. Hij stelde al een energie- en klimaatplan voor dat er in bepaalde opzichten ambitieuzer uitziet dan de doelstellingen van Europa. Tegen 2035 wil Biden de elektriciteitsproductie in de VS volledig koolstofvrij hebben. Hij is bereid daar in vier jaar tijd 2 biljoen dollar tegenaan te gooien.

Deze editie staat in het teken van ESG en Impact Investing. Piet Klop, Senior Advisor Responsible Investment bij PGGM, geeft aan dat impact investing voor pensioenfondsen steeds belangrijker wordt. Samen met pensioenfonds Zorg en Welzijn ontwikkelt de uitvoeringsorganisatie modellen om die impact te kwantificeren.

De ronde tafel ging dit keer over Green & Social Bonds. Beleggers in deze obligaties kiezen ervoor een bijdrage te leveren aan een betere wereld. Een belangrijke reden voor de opleving van de groene obligatiemarkt in de laatste jaren is politiek draagvlak. Het besef dringt door dat de emittenten van deze obligaties toekomstgerichter en innovatiever zijn en minder blootgesteld aan ESG- en klimaatrisico's.

Verder in deze uitgave nog veel meer interessante artikelen, interviews en columns over duurzaamheidsgerelateerde onderwerpen.

Trump heeft overigens een tweet geplaatst dat er, als hij zou verliezen, geen geruisloze machtsoverdracht zal plaatsvinden. De verkiezingen beloven dit keer ongemeen spannend te worden.

Ik wens u veel leesplezier!

Interactive Live Broadcast Where to find yield in (Alternative) Fixed Income?
November 12: 10.00 am - 5.00 pm

Attend online or in person at Rosarium, Amsterdam

Keynote speakers include, amongst others:
Joachim Fels, Global Economic Advisor, Managing Director, PIMCO
Bob Homan, CIO, ING Investment Office
Jan Loeys, Managing Director and Senior Advisor, Long-Term Strategy, J.P. Morgan
Erik Norland, Executive Director, Senior Economist, CME Group
Kees Verbaas, CIO, Altis Investment Management
Andrew Wilson, Chairman Global Fixed Income and Liquidity Solutions Business, Goldman Sachs Asset Management
Wouter Weijand, CIO, Providence Capital

This Live Broadcast will be moderated by **Prof. Dr. Mary Pieterse-Bloem,** Global Head Fixed Income, Global Investment Centre and Voting Member of Global Investment Committee, ABN AMRO Private Banking.

More information & registration:
https://www.financialinvestigator.nl/nl/seminar-12-november/about

FINANCIAL INVESTIGATOR

UITNODIGING

Live Uitzending voor pensioenfondsen en bestuursbureaus over Klimaatverandering, Klimaatrisico en Energietransitie

26 oktober 2020 van 13:00 tot 17:00 uur

Digitaal volgen of op locatie bijwonen in Planetarium Meeting Center, Amsterdam

Moet je als pensioenfonds een beleggingsbeleid voor klimaatverandering ontwikkelen? Hoe integreer je als pensioenfonds klimaatgerelateerde risico's in de governance, het risicomanagement en je rapportages? Hoe ga je om met fysieke risico's van klimaatverandering in de beleggingsportefeuille?

Op **maandagmiddag 26 oktober van 13.00 tot 17.00 uur** zullen diverse experts tijdens de Live Uitzending op deze vragen ingaan. U kunt het programma digitaal volgen óf op locatie in het Planetarium in Amsterdam bijwonen. De Live Uitzending wordt gepresenteerd door **Jeroen van der Put**, Bestuurder, Adviseur pensioenfondsen en Voorzitter van de Commissie Risicomanagement bij de Pensioenfederatie.

Keynote speakers zijn onder andere:
Caspar Vlaar, Bestuurder bij verschillende pensioenfondsen
Geert Jan Kremer, Bestuurslid, Pensioenfonds Kas Bank
Marcel Jeucken, Oprichter en Managing Director, SustFin
Samantha Lamb, Head of ESG, Fixed Income, Aberdeen Standard Investments
Manuel Coeslier, Portfolio Manager en SRI Analyst, Mirova (onderdeel van Natixis IM)
Mark Lewis, Chief Sustainability Strategist, BNP Paribas Asset Management

Tijdens de uitzending zal bekend gemaakt worden welk Nederlands pensioenfonds het beste scoort op het gebied van verantwoord beleggingsbeleid, volgens onderzoek van de VBDO. VBDO Directeur **Angélique Laskewitz** zal ingaan op belangrijke ontwikkelingen en conclusies uit de Benchmark Verantwoord Beleggen Pensioenfondsen 2020 en de **winnaar op feestelijke wijze bekendmaken**.

Registratie

Deelname aan het seminar is gratis en staat open voor pensioenfondsbestuurders en medewerkers van bestuursbureaus. Meerdere bestuursleden van een fonds zijn welkom. De Live Uitzending is digitaal te volgen óf op locatie in het Planetarium in Amsterdam bij te wonen (beperkt aantal toegangsplaatsen).

Voor het programma en registratie, ga naar www.financialinvestigator.nl/seminar-26-oktober/

In samenwerking met:

Aberdeen Standard Investments

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT

FTSE Russell

NATIXIS INVESTMENT MANAGERS

Coververhaal

12 **Duurzaamheid is niet meer voor softies,** Interview met Piet Klop, PGGM

Thema Green & Social Bonds

22 **Ronde Tafel Green & Social Bonds**

Thema Maatschappelijk Verantwoord Beleggen in Real Assets

32 **Verslag Live Uitzending Maatschappelijk Verantwoord Beleggen in Real Assets**

Thema ESG & Impact Investing

48 **Making markets fit for SDG implementation,** Herman Mulder
53 **North America catching up to EMEA on sustainable investment,** FTSE Russell
54 **De overlap tussen impactbeleggen en thematisch beleggen,** Pictet Asset Management
58 **Financiële inclusie: Uit de as herrezen!,** ACTIAM

Wetenschap en praktijk

8 **De stimulerende werking van de overheid verdient herwaardering,** Interview met Dr. Robert Skidelsky, Warwick University
16 **Borst vooruit en aanpakken,** Interview met Tuur Elzinga, FNV
42 **Beleggers laten eengezinswoningen ten onrechte links liggen,** Syntrus Achmea Real Estate & Finance
64 **Paneldiscussie Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars**
68 **Verzekeraars blijven nog achter met hun private beleggingen,** Harry Geels
74 **Millennials: Love and Beauty,** Goldman Sachs Asset Management
76 **DNB gooit de UFR in de blender,** Mercer
80 **Zijn uw OTC-derivaten gereed voor de benchmarktransitie?,** Simmons & Simmons
82 **US hedge fund performance in the era of quantitative easing,** Dion van Proosdij

Gesponsord

34 **De markt voor renewable energy infrastructure wordt volwassener en diverser,** Interview met Raphael Lance, Mirova (Natixis Investment Managers)

Duurzaamheid is niet meer voor softies
12

De stimulerende werking van de overheid verdient herwaardering
8

Ronde Tafel Green & Social Bonds 22

Verslag Live Uitzending Maatschappelijk Verantwoord Beleggen in Real Assets 32

38 **Infra debt gaat over financiering van de reële economie,** Interview met Jérôme Neyroud, Schroders

46 **Investing in the future of European renewable energies,** Allianz Global Investors

50 **Impact investing wordt de komende jaren alleen maar belangrijker,** Interview met Nikkie Pelzer en Theo Brouwers, ACTIAM

56 **Algoritmes kunnen de ESG-hiaten dichten,** Interview met Gavin Smith, QMA (onderdeel van PGIM)

60 **The COVID-19 pandemic will accelerate the energy transition,** Interview met Mark Lewis, BNP Paribas Asset Management

72 **Beleggen tijdens politieke onzekerheid rond Amerikaanse verkiezingen,** State Street Global Advisors

78 **Diversified factor approaches on the rise,** Dr. Harald Henke, Quoniam Asset Management

Columns

11 **Bruno de Haas:** In een superspagaat naar de vrije oefening

20 **CFA Society VBA Netherlands:** Kortetermijndenken heroverwogen

41 **IVBN:** Sámen werken aan een gezonde woningmarkt voor iedereen

44 **Thijs Jochems:** Worden conventionele risicomanagers straks risicoleiders met een lange ij?

63 **Han Dieperink:** Rijkdom is relatief

71 **Pim Rank:** Betalingsuitstel Covid-19: balanceren op het slappe koord?

86 **Andy Langenkamp:** Amerikaanse overbelasting op het mondiale 3D-schaakbord

Rubrieken

84 Boeken

87 On the move special: **Frans Annokkee**

88 On the move kort

SEMINARS 2020

- **LIVE UITZENDING KLIMAATVERANDERING, KLIMAATRISICO EN ENERGIETRANSITIE VOOR PENSIOENFONDSEN: 26 OKTOBER**
- **INTERACTIVE LIVE BROADCAST WHERE TO FIND YIELD IN (ALTERNATIVE) FIXED INCOME?: 12 NOVEMBER**

Financial Investigator zonder kosten (blijven) ontvangen?
Meld u dan nu aan op onze website: **www.financialinvestigator.nl**

RWE

Wij maken elektriciteit die werkt. En werkt. En werkt. En werkt.

Je auto, mobiele telefoon, gereedschap ... niets werkt nog zonder elektriciteit.
De vraag neemt toe. Naar schone, betrouwbare en betaalbare elektriciteit.
Wij maken het. Zodat alles blijft werken. Het nieuwe RWE. Klimaatneutraal in 2040.

rwe.com

CFA Institute doet aanbevelingen voor integratie klimaatanalyses in investeringsbeslissingen

CFA Institute, de wereldwijde vereniging van beleggingsprofessionals, heeft een rapport uitgebracht over de analyse van klimaatverandering. Het is bedoeld als een hulpmiddel om beleggers te helpen bij de integratie van klimaatanalyses in het beleggingsproces.

Het rapport, Climate Change Analysis in the Investment Process, bevat een onderzoek naar de problematiek rond klimaatverandering, bespreekt de materiële risico's en transitierisico's die klimaatverandering met zich meebrengt, verkent de CO_2-markten en presenteert de huidige middelen en beste analysemethodieken die beschikbaar zijn voor beleggers gerelateerd aan klimaatverandering.

Het verslag bevat ook een enquête onder de leden van het CFA Institute over klimaatverandering. Uit de resultaten blijkt dat ongeveer 75 procent van de wereldwijde C-level executives in de onderzochte beleggingsindustrie gelooft dat klimaatverandering een belangrijk onderwerp is. Ongeveer 40 procent van alle respondenten van de enquête neemt informatie over klimaatverandering ook daadwerkelijk in het investeringsproces op. Het rapport bevat ook 10 casestudies van wereldwijde investment managers, waaronder APG, die schetsen hoe zij klimaatverandering in het beleggingsproces inpassen. Deze casestudies hebben betrekking op uiteenlopende beleggingsthema's, zoals CO_2-markten, kwantitatieve analyse, interactie over klimaatkwesties en bosbouw als een asset.

< OP DE AGENDA VAN >

Foto: Archief Jannie van Leeuwen

Na haar rechtenstudie kwam ze in 2007 via een recruiter in de pensioensector terecht, bij Akkermans & Partners. 'Dat ga ik een tijdje proberen', dacht ze. Ze werd daar Pensioenconsultant en besloot in de pensioensector te blijven. Vervolgens werkte ze bij Syntrus Achmea Pensioenbeheer als Fondssecretaris, als (Senior) Bestuursadviseur bij pensioenfonds VLEP en als accountmanager bij pensioenfonds Molenaars en bij diverse sociale- en VUT-fondsen. Sinds 2017 is ze Secretaris op het Bestuursbureau van Het Nederlandse Pensioenfonds.

De agenda van Jannie van Leeuwen

PRIORITEITEN ZAKELIJK

- Het bestuur ondersteunen bij de voorbereiding, verslaglegging en nazorg van alle vergaderingen;
- Contacten onderhouden met de bestuursleden, de kringregisseurs – zij ondersteunen de belanghebbendenorganen van onze kringen – en onze Raad van Toezicht;
- Zorgen dat de verschillende gremia over de juiste informatie beschikken;
- De archieffunctie zo inrichten dat het archief overzichtelijk, volledig en actueel is;
- Zorgdragen voor onderlinge consistentie tussen beleidsstukken en notulen;
- Samen met de controller de activiteiten in verband met het bestuursverslag coördineren;
- Beleidsdocumentatie opstellen in overleg met de betrokkenen.

PRIORITEITEN PRIVÉ

- Het gezin. Ik ben sinds januari moeder van een tweeling. Mijn partner heeft drie kinderen uit een vorige relatie. Het is bij ons een gezellige drukte met een volle weekagenda;
- We zoeken een groter huis, maar iets naar wens vinden valt helemaal niet mee;
- Gezondheid en verstandig omgaan met de coronamaatregelen van de overheid;
- Leuke dingen ondernemen, tijd doorbrengen met familie en vriendinnen. Dat is wel wat lastiger met twee kleintjes en door de coronatijd...;
- Meer tijd vrijmaken voor sport. Vóór mijn zwangerschap liep ik regelmatig een rondje hard.

NN IP en MN bundelen hun krachten in Emerging Markets Debt

NN Investment Partners (NN IP) en MN bundelen hun krachten op het gebied van Emerging Markets Debt (EMD) door het EMD-team en de intern beheerde EMD-beleggingen van MN over te hevelen naar NN IP. Hierdoor kunnen NN IP en MN samenwerken aan de verdere ontwikkeling van hun ESG-geïntegreerde beleggingsoplossingen voor EMD.

Het gecombineerde EMD-team beheert een vermogen van ongeveer USD 16 miljard in EMD Hard Currency, Local Currency en EM Corporate Debt. Zes ervaren beleggingsexperts zullen worden toegevoegd aan het EMD-team van NN IP, waarmee het totaal uitkomt op 25 beleggingsprofessionals.

Psf. Detailhandel investeert in opkomende markten via nieuwe duurzaamheidsbenchmark

Pensioenfonds Detailhandel streeft naar een goed pensioen voor zijn deelnemers en is ervan overtuigd dat duurzaam beleggen ook op langere termijn waarde zal creëren. Het fonds stimuleert de bedrijven waarin het investeert verantwoord om te gaan met het milieu, de maatschappij en medewerkers.

In dit kader heeft Pensioenfonds Detailhandel samen met indexprovider FTSE Russell en vermogensbeheerder BlackRock opnieuw specifiek voor haar beleggingen een duurzaamheids-benchmark (index) ontwikkeld en toegepast. Nu gaat het om een index voor de aandelenportefeuille 'opkomende markten' met een waarde van circa € 1,2 miljard. Door de toepassing van de index nemen de CO_2-productie en oliereserves af met ongeveer 60% en zullen de 'groene opbrengsten' met zo'n 30% stijgen.

De index is ontworpen om een brede publieke benchmark voor aandelen in overeenstemming te brengen met aspecten van de Sustainable Development Goals van de VN. Wegingen van investeringen in bedrijven binnen de index worden aangepast op basis van de uitkomsten van ESG-screening door FTSE Russell op thema's als klimaatverandering, mensenrechten en arbeidsomstandigheden. De kenmerken van een passief beheerde portefeuille blijven behouden.

Vorig jaar maart presenteerde het pensioenfonds met dezelfde partners een index voor de aandelen uit ontwikkelde markten, een portefeuille van nu circa € 7,5 miljard.

SPOA kiest Achmea IM als coördinerend vermogensbeheerder

Stichting Pensioenfonds Openbare Apothekers (SPOA) heeft Achmea Investment Management geselecteerd als haar coördinerend vermogensbeheerder. Achmea Investment Management gaat het fonds vanaf 1 januari 2021 de volgende diensten leveren: portefeuillemanagement en herbalancering, beleggingsadministratie, monitoring en evaluatie externe managers, integraal risicomanagement en rapportages. Beroepspensioenfonds SPOA heeft in totaal ruim 5.500 deelnemers en een belegd vermogen van ongeveer € 2 miljard.

UBS AM: Digitalisering en duurzaamheid bepalen toekomst vastgoedmarkt na pandemie

De vastgoedsector is hard getroffen door de pandemie, maar de prijsdalingen zijn niet zo groot als tijdens de Grote Financiële Crisis. Dit stelt Fergus Hicks, vastgoedstrateeg bij UBS Asset Management in zijn meest recente real estate outlook.

De verschillen tussen sectoren zijn groot en beleggers moeten er in de post-pandemiewereld rekening mee houden dat de trends per sector belangrijker worden dan ontwikkelingen in specifieke landen en regio's, stelt Hicks.

'Wij adviseren een overwogen positie in industrieel en logistiek vastgoed, zijn neutraal naar de kantorenmarkt en onderwogen in retail. Het is nog steeds onzeker of mensen ook na de pandemie thuis zullen blijven werken, en wij verwachten forse dalingen in de retailwaardering. Als beleggers in dit segment willen kopen, is dat alleen slim tegen significant lagere prijzen in vergelijking met de pre-crisiswaarden.

Twee thema's zullen volgens Hicks de vastgoedsector domineren als de pandemie voorbij is. Ten eerste is dat de sterke toename van de afhankelijkheid en het gebruik van digitale middelen. Ten tweede is dat het toegenomen belang dat beleggers, overheden en de maatschappij toekennen aan ESG-factoren. 'Het is waarschijnlijk dat het vliegverkeer blijvend zal afnemen vanwege de negatieve gevolgen voor het klimaat en dat daardoor het toekomstige toerisme meer binnenlands zal plaatsvinden. Dit vormt een probleem voor hotels in kleinere economieën van landen waar toerisme de belangrijkste industrie is.'

De stimulerende werking van de overheid verdient herwaardering

DOOR JOOST VAN MIERLO

Overheden geven miljarden uit om hun economieën te redden na de enorme impact van de coronacrisis, maar de overheid zelf wordt nog altijd niet vertrouwd. ‘Als de ergste ellende voorbij is, komt het oude neoklassieke marktdenken vanzelf weer naar boven.’ Dat verwacht Robert Skidelsky, emeritus Hoogleraar Politieke Economie aan Warwick University en auteur van onder meer een bekroonde driedelige biografie van de econoom John Maynard Keynes.

Skidelsky heeft zich de laatste decennia ontpopt tot een van de felste criticasters van het grenzeloze vertrouwen in feilloos werkende markten. Na de kredietcrisis dacht hij dat het geloof in het marktdenken was gebroken, maar hij kwam naar eigen zeggen ‘bedrogen uit’.

In 2009 schreef hij ‘The return of the Master’, een succesvol boek waarin de invloed van Keynes op het denken van Skidelsky duidelijk wordt. Dat is geen wonder. Skidelsky schreef eerder een gelauwerde biografie in drie vuistdikke delen over de meest invloedrijke econoom van de twintigste eeuw, wiens gedachtegoed de afgelopen veertig jaar naar de achtergrond is gedrukt. Het Keynesianisme, een actief stimuleringsbeleid door de overheid, kende een korte opleving in 2008-2009, maar werd vrij kort na de crisis alweer in de prullenbak gegooid. Het maakte plaats voor een streng bezuinigingsbeleid.

Skidelsky schudt er zijn hoofd over. De rol van de overheid wordt in zijn ogen ten onrechte gebagatelliseerd. Ook na de huidige crisis denkt hij dat er binnen afzienbare tijd weer zal worden teruggegrepen op het neoklassieke marktdenken. ‘Er is nu eenmaal een diep gegrond geloof dat alles wat de overheid doet, beter kan worden gedaan door de markt. Het is in mijn ogen evident onjuist en ik denk de geschiedenis aan mijn kant te hebben. Of het nu gaat om de kanalen in Engeland, de Duitse spoorwegen of de Nederlandse dijken, ze zijn allemaal door overheden geïnitieerd. En meer recent zien we ontwikkelingen rond een bijproduct van de Amerikaanse ruimtevaartinvesteringen. Maar tegenwoordig wordt gedacht dat dit soort projecten efficiënter kunnen worden gedaan door marktkrachten. Het is moeilijk te weerleggen. Ik constateer alleen dat het in het verleden niet is gebeurd en ik denk dat het ook in de toekomst niet zal gebeuren.’

Er is een diep gegrond geloof dat alles wat de overheid doet, beter kan worden gedaan door de markt. Dit is in mijn ogen evident onjuist en ik denk de geschiedenis aan mijn kant te hebben.

Lijkt het Keynesianisme niet weer helemaal terug te zijn nu overheden massaal afscheid nemen van hun bezuinigingsbeleid en de route van overheidsstimulering hebben gekozen?

‘Dit heeft niets met Keynesianisme te maken. Het is een paniekreactie van politici. Ze kunnen op dit moment niet anders dan massaal geld uitgeven. Maar het heeft niets met een vertrouwen in de stimulerende werking van de overheid te maken. Robert Lucas, een van de meest vooraanstaande neoklassieke economen en tevens Nobelprijswinnaar, zei het al: ‘Als we in de penarie zitten, zijn we allemaal Keynesianen.’ Maar het grote probleem is natuurlijk dat je moet zien te voorkomen dat je in de penarie terechtkomt.’

Dat kan misschien gezegd worden van de kredietcrisis, maar een pandemie is toch niet te voorkomen?

‘Het probleem van het neoklassieke denken is dat het ervan uitgaat dat er onder normale omstandigheden een situatie bestaat waarbij sprake is van volledige benutting van de beschikbare economische middelen. Dat wil zeggen dat er nauwelijks werkloosheid is. Die situatie wordt verstoord

door onvoorziene omstandigheden, of black swans. Door ze black swans te noemen, geef je al aan dat je er geen controle op kunt uitoefenen.

Keynes dacht heel anders. Hij ging ervan uit dat er ook onder normale omstandigheden extra capaciteit is. Hij schreef dat er alleen sprake was van volledige werkgelegenheid op momenten van tijdelijke euforie. Het betekent in ieder geval dat er in de meeste omstandigheden ruimte is voor stimulering van de economie.'

Het werd wel even geprobeerd na de kredietcrisis.
'Ja, overheden gaven in de eerste jaren veel geld uit. Maar ook toen was dat vooral 'ambulancewerk'. Er was een crisis en daar moest op worden gereageerd. Het IMF schreef indertijd rapporten over deze uitgaven, waarin werd ontkend dat deze stimulerend konden werken.

Het probleem is dat de overheid wordt beschouwd als een huishouden. Binnen een gezin kom je in de problemen als je meer geld uitgeeft dan er binnenkomt. Maar een overheid is geen gezin. Een overheid kan zelf geld drukken.'

Maar dat is toch vragen om problemen?
'Waarom? De impliciete gedachte is dat overheden dat geld niet op een verstandige manier kunnen gebruiken. In plaats van te spreken over de noden van de huidige generatie, wordt steevast gesproken over de last voor volgende generaties. Maar dat is onzinnig. Overheden kunnen geld investeren, waardoor de belastinginkomsten op den duur stijgen. Daarmee kan de schuld worden afgelost.'

Hoe zorg je hier voor enige discipline?
'Keynes had het erover dat het niet nodig was om te kijken naar een evenwicht op de begrotingsbalans. Het was zaak om de economie als geheel in balans te krijgen. Ik denk dat het mogelijk is om deze gedachte te verfijnen. Ik denk dat er veel voor te zeggen is dat een overheid de lopende uitgaven tracht te financieren met belastinginkomsten.

Maar dat wil nog niet zeggen dat de overheid geen geld zou kunnen lenen om te investeren. Wat dat betreft werkt het voor een overheid niet anders dan voor een onderneming. Ook daar wordt geld geleend om investeringen te doen. Maar het probleem is dat iedereen er op dit moment van overtuigd is dat ondernemingen in staat zijn dit geld terug te verdienen en dat van overheden wordt gedacht dat ze het geld niet goed kunnen uitgeven.'

Over investeringen van bedrijven gesproken: bedrijven lijken vandaag de dag huiverig om te investeren.
'Ja, dat is een zorgelijke situatie. Aan de ene kant zie je dat er sprake is van een enorme toename van de schuld van ondernemingen, net als van de schuld van huishoudens overigens. Maar die schulden worden gebruikt om aandelen in te kopen of voor andere doeleinden die niets met een verhoging van de productiviteit te maken hebben.

Het leidt tot een enorme stijging van de schulden die door slimme bankiers worden rondgepompt. Degenen die daar vooral van profiteren zijn de bankiers zelf. Je kunt dat efficiënt noemen, maar ik zie dat toch anders.'

Foto: Archief Robert Skidelski

CV

1939	Geboren in Harbin, China;
1961	Studie Geschiedenis, Oxford;
1961	Wetenschappelijk Medewerker Nuffield College, Oxford;
1967	Promotie, boek: Politicians and the Slump;
1970	Hoogleraar Geschiedenis, Johns Hopkins University;
1975	Biografie Oswald Mosley;
1978	Hoogleraar International Studies, Warwick University;
1983, 1992, 2000	Drie delen biografie Keynes;
1991	Benoemd in Hogerhuis als Baron Skidelsky of Tilton;
2009	Boek: Keynes, the return of the master;
2012	Boek: How much is enough (met zoon Edward);
2020	Boek: What's wrong with economics;

Terug naar investeringen door de overheid. Hoe ziet u die voor zich?

'Ik raak meer en meer gecharmeerd van het idee dat je mensen een baangarantie geeft. Dat is hoogst actueel op dit moment. Er wordt voor volgend jaar gesproken over een werkloosheid van 13% in het Verenigd Koninkrijk. In andere landen kan de werkloosheid zelfs oplopen tot 15%.

Iedereen begrijpt dat dit een enorm probleem is, maar je kunt als overheid ook zeggen dat je ervoor zult zorgen dat iedereen een baan heeft. De oplossing wordt door sommigen weggelachen. Die mensen lijken te denken dat de enige banen die een overheid kan creëren, volstrekt nutteloos zijn – anders zou de markt immers wel voor een oplossing zorgen. Je kunt mensen toch geen gaten laten graven om die daarna weer zelf op te vullen?

Ik verwerp die gedachte totaal. Er zijn tal van lokale of regionale initiatieven die op dit moment niet worden ontplooid. Ik denk bijvoorbeeld aan het verbeteren van de efficiënte energievoorziening in lokale gemeenschappen. Dat kun je niet alleen aan de markt overlaten. Het gaat daarbij om het ontwikkelen van een overkoepelende economische politiek. Dat is heel iets anders dan cheques van 1.000 dollar uitschrijven om mensen wat vertrouwen te geven. Dat heeft niets met economisch beleid te maken. Datzelfde geldt wat betreft de voortgaande automatisering.'

Betekent de robotisering dat er uiteindelijk geen banen meer beschikbaar zijn?

'Dat ligt eraan. Ik vind het een fascinerend thema. Ik ben bezig een boek te schrijven waarin de relatie tussen mens en machines in een historisch perspectief wordt geplaatst. Wat opvalt, is dat de vrees voor nieuwe technologie feitelijk van alle tijden is. Maar er zijn ook groepen die een groot vertrouwen hebben in de mogelijkheden van nieuwe technieken om welvaart te brengen of zelfs spirituele verlichting. Het zijn eigenlijk continu utopische en dystopische verhalen waar ik me nu in verdiep.

Het belangrijkste is dat mensen niet zijn overgeleverd aan de nukken van de techniek of technologen. Het zijn processen die in de hand kunnen worden gehouden. We zien dat bijvoorbeeld met de ontwikkeling van biologische wapens en kernwapens. De techniek is beschikbaar, maar de gevolgen ervan zijn zo weerzinwekkend dat er

Het probleem van het neoklassieke denken is dat het ervan uitgaat dat er onder normale omstandigheden een situatie bestaat waarbij sprake is van volledige benutting van de beschikbare economische middelen.

Ik denk dat alleen een toenemend religieus besef ons bewust kan maken van de grenzen die nodig zijn om wetenschap en technologie te beteugelen.

convenanten zijn gesloten om het gebruik aan banden te leggen. Die convenanten werken min of meer.'

Moet het gebruik van robots aan banden worden gelegd?

'Het gaat er vooral om mensen te stimuleren hun eigen grenzen te bepalen. Dat is noodzakelijk. Kijk bijvoorbeeld naar de toenemende beschikbaarheid van persoonlijke gegevens door internetaanbieders. Het is een kwestie van tijd voordat overheden daar de beschikking over krijgen. Er is altijd wel een reden te bedenken in verband met nationale veiligheid om die gegevens op te vragen. Het betekent een enorme uitholling van het begrip privacy.'

Dat klinkt dramatisch.

'Natuurlijk zijn er ook verhalen van mensen die denken dat de beschikbaarheid van dit soort technologie op den duur heel heilzaam is. Ik ben wat dat betreft somberder gestemd. Maar het cruciale is dat er controle moet worden gehouden. Dat kan in de vorm van een politieke regulering, maar ik ben enigszins huiverig om de controle van persoonlijke gegevens uit handen te geven aan politici als premier Orban in Hongarije of president Trump in de Verenigde Staten.

Ik denk dat alleen een toenemend religieus besef ons bewust kan maken van de grenzen die nodig zijn om wetenschap en technologie te beteugelen. Ik zeg dit met enige voorzichtigheid, omdat ik van nature niet religieus ben aangelegd. Maar religie is natuurlijk nooit weggeweest, ook al zouden veel liberalen dat graag zien. De macht van bijvoorbeeld de katholieke kerk is nog altijd enorm groot. Je merkt dat de huidige paus die ook gebruikt met zijn boodschappen over klimaatverandering. Ik zie die invloed nog sterker worden. Ik heb toch meer vertrouwen in religie dan in de politiek om de menselijke maat te bepalen.' «

De overheid wordt nog altijd niet vertrouwd;

Schuldexpansie overheden heeft niets met stimuleringsbeleid te maken;

Ook overheden mogen zich in de schulden steken om investeringen te financieren;

Het bepalen van de grenzen aan de groei moet niet aan de politiek worden overgelaten.

Foto: Archief Bruno de Haas

COLUMN

DOOR BRUNO DE HAAS, MANAGER BESTUURSADVISERING EN BELEGGINGSSTRATEEG, MEDIA PENSIOEN DIENSTEN

In een superspagaat naar de vrije oefening

De ruimte voor een vrijer beleggingsbeleid lonkt in het nieuwe pensioenstelsel. Maar op weg daarnaartoe gaat het oude stelsel strakker knellen. De keuze draait om bijziend beleggen of de blik gericht houden op de lange termijn.

Eindelijk gaat het pensioenstelsel rekenen zoals het hoort te rekenen: met een verwacht rendement. Pensioenfondsen beleggen immers omdat zij daarmee rendement willen behalen voor de deelnemers. Dat rendement is niet gegarandeerd. Natuurlijk niet. Maar het uitzicht op rendement is de enige reden waarom iemand zijn spaargeld aan een pensioenfonds zou moeten toevertrouwen. Voor een risicovrije rente kun je ook terecht bij de bank.

In 2026 is het zover. Maar tot die tijd blijft het de risicovrije rente die pensioenfondsen diagnosticeert, aan de hand van de dekkingsgraad. Die diagnose is nu ongenadig hard, want de rente is nul. Veel fondsen worden daarom ziek verklaard. Zij kunnen immers de toegezegde pensioenen niet uitkeren. Dat wil zeggen: uitgaande van nul procent rendement. Maar een pensioenfonds dat geen rendement verwacht, zou zich moeten afvragen wat zijn bestaansrecht is.

Het is vaak gezegd. Wie een zeker pensioen wil, moet in staatsleningen beleggen, een hoge premie betalen en zich blootstellen aan koopkrachtverlies door inflatie. Wie geen torenhoge premie overheeft voor pensioen en zich wil beschermen tegen inflatie, moet juist in andere zaken beleggen dan goudgerande staatsleningen. En onzekerheid accepteren. De dekkingsgraad gaat uit van het eerste, de meeste pensioenfondsen doen het tweede. Zie daar de spreekwoordelijke spagaat tussen nominale zekerheid en reële ambitie.

Het nieuwe stelsel stopt deze spagaat door nominale zekerheid naar het land der fabelen te verwijzen. De onzekerheid van beleggingsrisico wordt tastbaar doordat pensioen gaat meebewegen met het vermogen en het verwachte rendement daarop, het projectierendement. In dat projectierendement zit een eigenaardig stukje beschermingsrendement. Dit is het rendement op staatsleningen dat deelnemers, en vooral gepensioneerden, moet beschermen tegen een daling van de rente. Maar waartegen beschermt een rente van bijna nul iemand precies? Alleen tegen kapitaalverlies. Niet tegen een geniepiger soort dief, genaamd inflatie. In de huidige omgeving is het beschermingsrendement een gegarandeerd koopkrachtverliesrendement.

Desondanks geeft het nieuwe stelsel meer bewegingsruimte voor fondsen. Zij krijgen meer vrijheid om beleggingsrisico te nemen op basis van verwacht rendement. Zonder dekkingsgraad en zonder solvabiliteitsbuffers die de ene beleggingscategorie kunstmatig aantrekkelijker maken dan de andere. De enige beperking in het nieuwe stelsel is de hoeveelheid risico die deelnemers willen nemen. Bevrijd van de dekkingsgraad kunnen fondsen vervolgens beleggen voor de lange termijn.

Helaas geeft het oude stelsel zich niet zonder slag of stoot gewonnen. Vlak voor de start van het nieuwe stelsel bijt het nog één keer venijnig van zich af. Want dan berekenen fondsen hoeveel geld elke deelnemer meeneemt naar het nieuwe stelsel. Dat kan op twee manieren. De eerste is bijna niet uit te leggen (value based ALM). De andere is eenvoudig en bekend. Je waardeert de pensioenvoorziening tegen de risicovrije rente. Kortom, je rekent af tegen die verfoeide dekkingsgraad.

Dit zet pensioenbeleggers voor het blok. Om te voorkomen dat de dekkingsgraad vlak voor de overgang wegzakt, hebben ze op korte termijn immers veel beschermingsrendement nodig. U weet wel, dat rendement waarvoor een langetermijnbelegger terugdeinst omdat het uiteindelijk bijna nergens tegen beschermt. Kortom, de vrije oefening komt eraan. Maar eerst vijf jaar navelstaren in superspagaat. «

Bruno de Haas schreef deze column op persoonlijke titel. Het artikel geeft niet noodzakelijkerwijs de mening van MPD weer.

Foto's: Kees Rijken Fotografie

Duurzaamheid is niet meer voor softies

DOOR RENÉ BOOGAARTS

Impact investing wordt steeds belangrijker voor pensioenfondsen. Samen met Pensioenfonds Zorg en Welzijn ontwikkelt vermogensbeheerder PGGM modellen om die impact te kwantificeren. 'Verantwoording schept verplichtingen', zegt PGGM-specialist Piet Klop.

In 2015 sprak het Pensioenfonds Zorg en Welzijn (PFZW) het voornemen uit om vóór eind 2020 twintig miljard euro belegd te hebben in impact-investeringen, ongeveer 10% van het belegd vermogen. 'Dat gaan we waarschijnlijk niet halen. We blijven vermoedelijk steken op zo'n 18,5 miljard', vertelt Piet Klop, Senior Advisor Responsible Investment bij PGGM, de vermogensbeheerder van het pensioenfonds. 'Dat is aan de ene kant jammer, maar het toont aan de andere kant dat we zorgvuldig met het geld van de pensioendeelnemers omgaan. Het is immers de bedoeling dat er rendement mee gehaald wordt.' Dezer dagen werkt PFZW aan een nieuw meerjarenplan. Klop kan daar nog niks over zeggen, maar het is duidelijk dat het pensioenfonds de komende jaren doorgaat op de weg om meer aan impact investing te doen.

'Duurzaamheid was voor softies', zegt Klop met enige zelfspot, want hij is er al vanaf zijn studie land- en watermanagement in Wageningen mee bezig. Zo werkte hij onder meer voor de Wereldbank en deed hij ontwikkelingswerk in Jemen, voordat hij in 2011 bij PGGM aan de slag ging. Duurzaamheid is al lang geen zaak meer voor softies. Het is de laatste jaren een echt issue geworden in de financiële wereld. 'Naast rendement en risico is er een belangrijke factor bijgekomen: wat betekenen onze beleggingen voor mens, milieu en maatschappij?', zegt hij.

Harde werkelijkheid

'Duurzaamheid is vooral een issue geworden omdat ook financiële instellingen worden geconfronteerd met fysieke wetmatigheden als klimaatverandering, en sociale ontwikkelingen als toenemende ongelijkheid. Waterschaarste bijvoorbeeld ís er gewoon, de stijging van de zeespiegel valt niet te ontkennen. Dat levert risico's op voor je portefeuille waar je rekening mee moet houden. Het oplossen van grote milieuproblemen was lang een zaak voor overheden, maar langzaam krijgt ook de particuliere sector er oog voor. Eerst vanwege de risico's, maar in toenemende mate vanuit de wens om een positieve bijdrage te leveren', zegt Klop. Hij denkt even na, en voegt er dan aan toe dat 'verlicht eigenbelang' op de achtergrond altijd wel een rol zal blijven spelen, al was het maar omdat het negeren van overduidelijke misstanden je reputatie schade berokkent. 'En', zegt hij glimlachend, 'je vertelt thuis liever dat je met klimaatoplossingen bezig bent dan dat je de hele dag achter een Bloomberg-terminal hebt gehangen.'

Waterschaarste ís er gewoon, de stijging van de zeespiegel valt niet te ontkennen. Dat levert risico's op voor je portefeuille waar je rekening mee moet houden.

'Misschien zorgt aandacht voor maatschappelijke en milieuproblemen uiteindelijk ook wel voor een betere beleggingsportefeuille. Er wordt in toenemende mate gevraagd naar het nut van je beleggingen: wil je deel van de oplossing zijn of deel van het probleem? Zo'n 70% van de pensioendeelnemers van het PFZW, veruit de grootste klant van PGGM, staat positief tot heel positief tegenover duurzaam beleggen. Dat was ook wel te verwachten. Mensen die in de zorg werken, hebben het immers over het algemeen goed met de medemens voor. Het is aan ons om dat in goede banen te leiden, want het uitbetalen van pensioenen staat uiteraard op één', zegt Klop. De uitslag van een recent onderzoek onder deelnemers van PFWZ waaruit die 70% naar voren kwam, bevestigde dat PGGM op de juiste weg zit.

Rendement

'Iedereen wil natuurlijk armoede en kinderarbeid bestrijden, maar wie wil er ook echt pensioen voor inleveren? Daarom mikken wij op pensioenen met impact,

zonder risico's te nemen die we niet kunnen overzien. Pensioenfondsen blijven risico-averse organisaties. Ze kunnen ook niet in de impact-frontlinie staan zoals overheden of filantropen als Bill Gates. Onze beleggingen in Afrika bijvoorbeeld, waar je echt impact kunt hebben, zijn op de vingers van één hand te tellen. Maar wat wij pensioenfondsen wél kunnen, is bewezen successen uitvergroten en vermenigvuldigen.'

Klop voegt er meteen aan toe dat hij zich er persoonlijk weleens ongerust over maakt dat de meeste betrokkenen met langzame oplossingen komen terwijl de grote wereldproblemen om een snelle aanpak schreeuwen. 'Wij kijken elk kwartaal naar de financiële resultaten, maar het gaat vaker over de dekkingsgraad dan over hoe de wereld er over vijftig jaar bij ligt. De financiële sector blijft kortzichtig.' Klop denkt even na over wat hij net gezegd heeft, en corrigeert zijn woorden. 'Kortzichtig is te negatief. We zijn bijziend.'

Wel heeft PGGM onlangs samen met herverzekeraar Munich Re een soort landkaart gemaakt waarop de klimaatrisico's van vastgoedbeleggingen worden weergegeven. 'Wanneer loopt Miami onder water, bijvoorbeeld? Misschien is dat pas over vijftig jaar, maar je moet er nu al rekening mee houden. Wanneer zou je je vastgoedbeleggingen daar moeten verkopen?' Direct voegt Klop er deemoedig aan toe dat je ook in dat opzicht flink mis kunt zitten. 'Zo dachten wij dat de grootste bedreiging voor het Californische energiebedrijf PG&E een acuut watertekort zou zijn, waardoor de koeling niet goed zou werken. Maar het bleken bosbranden en schadeclaims te zijn waaraan PG&E bijna ten onder ging.'

Klop wijst vervolgens ook op overheidsbeleid waarop PGGM moet inspelen. 'Kijk bijvoorbeeld naar de energietransitie, want die gaat nu heel snel. Als we EU-commissaris Frans Timmermans mogen geloven, gaat er de komende tien jaar heel veel gebeuren. Daarop sorteren we voor door meer in bedrijven te beleggen die carbon-efficiënt zijn of klimaat-oplossingen bieden.'

Tompoezen

'Beleggingsportefeuilles zijn als tompoezen', meent Klop. 'Onderin zit de rottigheid, beleggingen waar je eigenlijk liever uit wilt – en uit veel ervan zijn we al gestapt, zoals tabak en wapens. De bovenkant is waar we juist wel willen zitten, impact beleggingen, beleggingen die een deel van de oplossing zijn. Middenin zit de pudding, waaronder de index-beleggingen, waarop we meer grip willen hebben. Dankzij steeds betere data kunnen we daar tegenwoordig ook meer doen. In overleg met PFZW kijken we waar we eventueel van de index kunnen afwijken zonder dat dat te veel kost. We hebben voortdurend discussies over alle morele, financiële en strategische aspecten die daarbij komen kijken. Want als duidelijk is dat iets geen toekomst heeft, ben je eerder bereid over een korte pijn heen te stappen.'

De keuze om méér aan impact investing te doen, meer geld te steken in het roze fondantlaagje van de tompoes, wordt uiteindelijk gedreven door de wens van de pensioen-deelnemers. 'ESG-beleggen gaat vooral over de vraag hóe je iets doet, 'how to do things right', waarbij je alles in je berekeningen betrekt: rendement, risico en duurzaamheid. Maar het gaat ook om 'doing the right things', en dat is impact investing. Toen ik hier negen jaar geleden kwam, dacht ik: nu gaat het beginnen. Maar het bleek toen vooral te gaan over wat we niet meer wilden en het beleggings-proces. Het heeft even geduurd, maar nu gaat het over wat we willen bereiken. Daarvoor koos PFZW in 2015 vier thema's: klimaat, water, voedsel en gezondheid. Klimaat omdat het de portefeuille gaat raken. Gezondheid is voor PFZW natuurlijk een no-brainer. En we kozen voor water en voedsel omdat we daar als Nederland goed in zijn en we kunnen aanhaken bij experts en initiatieven. Het ging om drie dingen: Wat kunnen we? Water en voedsel. Wat willen we? Gezondheid. En wat moeten we? Klimaat. 'Beleggen in oplossingen' noemden we het.'

ESG-beleggen gaat vooral over de vraag hóe je iets doet: 'how to do things right'. Maar het gaat ook om 'doing the right things'. En dat is impact investing.

Wij mikken op pensioenen met impact, zonder risico's te nemen die we niet kunnen overzien.

Track record

Twintig miljard euro investeren in impact investing voor het einde van 2020 lijkt PFZW niet te halen, maar Klop gaat ervan uit dat de mogelijkheden de komende jaren flink zullen toenemen. Waterstof is volgens Klop een duidelijk grote kanshebber. 'Het is niet alleen handig voor het aandrijven van auto's, maar vooral een goede manier om via windmolens of zonnepanelen opgewekte energie in op te slaan. Er wordt momenteel maar weinig in geïnvesteerd omdat de projectomvang te klein is of de risico's te groot zijn. Dat is nu nog meer een taak voor venture capitalists of private investeerders. Pensioenfondsen zullen volgen, maar hebben eerst succesvolle voorbeelden nodig, track records, een netwerk en voldoende expertise.'

Net zoals risico en rendement zou ook impact gemeten moeten kunnen worden, erkent Klop. 'Daar zit ik middenin, want als je pensioenen met impact wilt leveren, moet je die impact ook duidelijk maken De meeste bedrijven rapporteren echter nog nauwelijks over hun impact. Gek eigenlijk', zegt hij. 'Maar er zijn uitzonderingen, zoals DSM en Philips Medical Systems, waar bijgehouden wordt hoeveel mensen baat hebben bij hun medische apparatuur.

Een paar weken geleden sprak ik met McDonalds. Nu wordt de wereld er in het algemeen niet beter van als mensen meer hamburgers eten, maar in dat gesprek ging het onder meer over de manier waarop zij tegen arbeidsrechten aankijken. Komen mensen tijdens de coronacrisis meteen op straat te staan of blijft McDonalds hen betalen? En wat doen ze om de uitstoot van broeikasgassen, ontbossing en watergebruik in de vleesketen terug te dringen? Hoe ziet het bedrijf er over tien jaar uit? Verkopen ze dan plant-aardige hamburgers?'

Meten

Met collega's APG, British Columbia Investment Management Corporation en Australian Super identificeert PGGM nu bedrijven die een positieve bijdrage leveren aan de Sustainable Development Goals (SDGs) van de VN. 'We hebben daarvoor een asset owners platform gebouwd waarmee we nu voor twaalf van de zeventien goals objectief kunnen vaststellen hoe groot die bijdrage is, als percentage van de omzet. De overige vijf zijn meer een kwestie van beleid en gedrag van ondernemingen, zoals gender equality. Daarvoor wordt nog een methodiek ontwikkeld.'

Voor het meten van tastbare impact, zoals vermeden CO_2-emissies, kubieke meters bespaard water, of aantallen patiënten met betere zorg, maakt PGGM ook deel uit van een werkgroep onder de paraplu van DNB, die zich volgens Klop ook bekommert om de bijdragen die financiële instellingen kunnen leveren aan mens en milieu. Die werkgroep probeert het pad te effenen voor het meten en rapporteren van de impact die ondernemingen hebben op het gebied van de SDGs. 'Het lijkt te werken', zegt Klop. 'Bedrijven gaan meer rapporteren. Daar is het ook allemaal om begonnen. Verantwoording schept verplichtingen. En dat is goed.' «

CV

Piet Klop is Senior Advisor Responsible Investment bij PGGM Investments. Voor hij in juli 2011 bij PGGM Investments aan de slag ging, was hij werkzaam voor het World Resources Institute in Washington en bekleedde hij verschillende posities bij het Ministerie van Buitenlandse Zaken en in het bedrijfsleven. Hij werkte ook als waterspecialist voor de Wereldbank en de Verenigde Naties. Klop heeft een Master behaald in Water Resources Management aan de Wageningen University en in Applied Environmental Economics aan de University of London.

Borst vooruit en aanpakken

DOOR LIES VAN RIJSSEN

Hij was de FNV-onderhandelaar voor het pensioenakkoord. Financial Investigator sprak met Tuur Elzinga, vicevoorzitter van de FNV en voormalig Eerste Kamerlid voor de SP.

'Ik ben lange tijd tegelijk in de politiek én in de vakbeweging actief geweest. Ik zat in de Tweede Kamerfractie van de SP en na wat omwegen een kleine tien jaar voor de SP in de Eerste Kamer. Ik was onder meer woordvoerder Sociale Zaken en Werkgelegenheid. Daar vielen ook de pensioenen onder. Alles waar de minister of staatssecretaris van SZW mee kwam, belandde op mijn bordje. Ik boog me over het FTK en andere pensioenregelgeving en zit dus al lang in de wettelijke pensioeninhoud. De laatste jaren kreeg ik ook met de uitvoering van doen.

Mijn politieke werk botste nooit met mijn werk voor de FNV, dat vooral internationaal gericht was. Ik werkte voor Mondiaal FNV en was vaak in Genève bij de Global Union Federations, waar ik via vakbondssolidariteitsprogramma's vakbonden in Afrika ondersteunde. Ik kwam ook geregeld in Brussel voor internationale afstemming. Op een zeker moment wilde ik graag bestuurlijke verantwoordelijkheid gaan dragen binnen de FNV. Ik ben toen teruggetreden uit de Eerste Kamer, omdat ik anders met twee petten op zou zitten. Dat was in 2016. Kort daarna kandideerde ik me en werd ik gekozen in het FNV-bestuur. Ik mocht het mooie pensioendossier weer oppakken, maar nu anders: het accent lag op de uitvoering.

'Pensioenen' is een eervol dossier. Het is ingewikkeld, maar je kunt er lekker je tanden in zetten. In het arbeidsvoorwaardenpakket is pensioen na het loon de belangrijkste arbeidsvoorwaarde. Gemiddeld werken we ruim een dag per week voor ons pensioen. Dat er veel te doen is om pensioen, is al langer het geval. Zo'n tien jaar geleden raakte de FNV tot op het bot verdeeld over de pensioenen. Het werd tijd dat we het pensioendossier alsnog tot een goed einde zouden brengen en ook het slepende interne conflict achter ons zouden laten. Borst vooruit en aanpakken.

Ons uitgangspunt was steeds: een nieuw pensioencontract brengt nieuwe spelregels met betere pensioenen en meer indexatie met zich mee.

Ik was de onderhandelaar namens de FNV voor het pensioenakkoord. Toen ik net in het FNV-bestuur zat, was er een SER-commissie die nadacht over de toekomst van het pensioenstelsel, geleid door Kees Goudswaard. Ik kwam op een rijdende trein terecht en had het gevoel dat die niet de goede kant opging. Er waren zoveel verschillende visies over waar het naartoe moest. Sommigen vonden het ontwerpcontract zo goed als af. Anderen zagen de collectiviteit en solidariteit in het geding komen en wilden er zo snel mogelijk mee stoppen.

Die zomer heb ik me flink verdiept in de plannen en voor mezelf vastgesteld dat we er alleen zouden komen als we heldere doelen zouden stellen, met als randvoorwaarde handhaving van de collectiviteit en daarmee de verplichtstelling. De rest mocht voor mij pragmatisch worden ingevuld. We lieten op basis van die uitgangspunten een doorrekening maken. De uitkomst viel vies tegen. Hiermee konden we de meerwaarde van de intergenerationele risicodeling, de welvaartswinst, niet realiseren. We verlieten dit pad en stonden met lege handen.

We zagen de noodzaak om de boel weer aan de praat te krijgen. We zijn toen apart als werknemers met de werkgevers om de tafel gegaan om te kijken of we er samen, buiten SER-verband, uit konden komen. Dat was deels met alle werknemers- en werkgeversorganisaties, maar soms moest je als grootste van de werknemerskant even regie voeren met de grootste van de werkgeversclubs. Over het akkoord dat we nu hebben, heb ik van A tot Z mee onderhandeld.

Als vakbeweging hebben we soms nog een andere rol te vervullen: die van stakingsorganisator en actieleider. Om de boel in beweging te krijgen, moet je de druk soms opvoeren. Onze opzet slaagde: vorig jaar konden we eindelijk een akkoord tekenen. Een half jaar eerder, in november 2018, was het nog geklapt. Niet zozeer vanwege het contract zelf - op hoofdlijnen waren we al een eind deze kant opgekomen - maar vanwege de vragen die voor ons ook heel belangrijk zijn: wanneer mág je met pensioen? En wat krijg je?

Voor een deel van onze achterban is de vraag wanneer je mág stoppen met werken een heel groot issue. Met name

Om de boel in beweging te krijgen, moet je de druk soms opvoeren.

voor medewerkers met zwaar werk, zoals bijvoorbeeld in de bouw en de zorg. Om dat op te lossen, hadden we geld nodig van het kabinet. Dat lag er nog niet in november en daar hebben we vervolgens twee keer het land voor plat moeten leggen. Toen kwam het er wel. Goed, vorig jaar lag er dus een akkoord en dat hebben we dit jaar uitgewerkt. Ook met de uitwerking zijn we tevreden. Vanwege eerdere slechte ervaringen met de uitwerking van sociale akkoorden had de stuurgroep die het pensioenakkoord uitwerkte ervoor gekozen om dat tripartite te doen. Met de inbreng van werkgroepen vanuit de verschillende partijen, vanuit het veld, maar ook rechtstreeks vanuit de FNV.

Het pensioenakkoord is helder. Nu moet het worden omgezet in wetgeving. Natuurlijk blijf ik het dossier volgen. De grote discussies zijn geweest, maar er staat nog veel te gebeuren. Daarbij moeten we secuur meekijken, want 'the devil is in the details', hoewel aardig vastligt hoe het in de wet moet worden opgeschreven. Op het niveau van de specifieke pensioenregelingen moet natuurlijk ook veel gebeuren. Dat ligt meer op de tafels van de fondsen zelf. Die moeten de volgende grote stap zetten als de wetgeving er straks ligt en een goed transitieplan maken, inclusief spelregels voor het invaren van oude en nieuwe rechten. Dat gaat heus nog discussie opleveren met deelnemers. Jong en oud willen erop kunnen vertrouwen dat de overstap generatie-evenwichtig gebeurt.

Centraal hebben we nog een belangrijke rol in de afspraken die moeten gaan gelden tot het nieuwe contract in 2026 eenmaal in werking is. Als FNV zijn we ook partij in de gesprekken met fondsen, want de sociale partners zijn de contractpartijen die het nieuwe contract en de nieuwe regeling ondertekenen. De fondsen zullen daar met al hun kennis op adviseren. Dus centraal en decentraal houden we een rol. Voor de fondsen vooral centraal, bij vragen als hoeveel premie wij noodzakelijk vinden voor een goed pensioen en dergelijke zaken. Dat is onze arbeids-voorwaardeninzet die we elk jaar coördineren.

Ons uitgangspunt was steeds: een nieuw pensioencontract brengt nieuwe spelregels met betere pensioenen en meer indexatie met zich mee. Nu zitten we in een economisch ingewikkelde tijd. De economische ontwikkelingen kunnen we niet sturen. Bovendien gelden de oude pensioenspelregels nog. Dat helpt niet. Mensen kijken naar ons en zijn bang dat er straks misschien toch gekort wordt. Ze verwarren dit met het akkoord. Het nieuwe contract gaat uiterlijk in 2026 in en de nieuwe wetgeving per 2022, maar fondsen hebben tijd nodig om het nieuwe contract te implementeren.

Er liggen nu afspraken met zicht op indexatie en meer risico, tegenover een hoger verwacht pensioen, omdat je niet meer van die hoge buffers hoeft op te bouwen. Het is natuurlijk

Foto: Liesbeth Dinnissen

CV

2017–heden	Vicevoorzitter FNV;
2016–2017	Beleidsadviseur FNV (Internationaal en Europees vakbondswerk);
2007–2016	Lid Eerste Kamer (SZW, EZ, Financiën, BDO en EuZa, Stuurgroep Parlementaire dimensie EU-voorzitterschap);
2011–2016	Lid parlementair netwerk van de OESO;
2007–2016	Lid Parlementaire Assemblee Raad van Europa (PACE);
2007–2016	Beleidsadviseur Mondiaal FNV (o.a. Zimbabwe en Global Decent Work Program);
2012	Lid FNV-commissie (kwartiermaker) vernieuwing FNV;
2007	Medeoprichter Tax Justice NL;
2004–2005	Lid coördinatiegroep Nederlands Sociaal Forum;
2003–2007	Coördinator solidariteitsfonds XminY;
2002–2003	Beleidsmedewerker FNV (Uitkeringsgerechtigden en Ouderen);
1998–2002	Beleidsmedewerker Tweede Kamerfractie SP.

Afbeelding: Woordwolk.nl

zuur dat dit vooruitzicht pas over vijfenhalf jaar wordt geëffectueerd. Daarover moeten we de komende tijd centraal met werkgevers en vooral het kabinet aan de slag: wat betekenen dit contract en dit akkoord nu voor de spelregels waar het huidige contract juridisch nog aan gebonden is? Houden we vol dat je bij een te lage dekkingsgraad binnen 12 jaar moet herstellen via een herstelplan, terwijl je weet dat je over 12 jaar in een heel ander contract zit? Is het logisch om die oude regels één op één te handhaven?

Wij hebben met werkgevers hard ons best gedaan om tot een goed contract te komen, maar we zijn er eigenlijk jaren te laat mee. Gelukkig ligt het akkoord er sinds vorig jaar en hebben we dat conform planning in een jaar uitgewerkt. Tien jaar geleden waren er ook mensen met ideeën. Niet dezelfde als nu, maar er waren overeenkomsten. Je hebt alleen niets aan goede ideeën als je daarvoor geen draagvlak vindt. Toen was er nog geen duidelijke gedragen opinie, geen draagvlak voor een hervorming. Nu gelukkig wel.

Door schade en schande zijn we wijzer geworden. Verschillende zaken hielpen daarbij. Het vorige akkoord ging gepaard met concrete afspraken voor mensen met zwaar werk, maar met nadruk op de afspraak over langer doorwerken. Dat is nog een keer versneld vanwege bezuinigingen in de vorige financiële crisis. De AOW-leeftijd steeg dus, terwijl we nu konden afspreken het tempo van die verhoging juist wat terug te schroeven. Dat maakt voor werknemers nogal wat uit. Zelfs de premier heeft de verhoging van destijds een hysterische AOW-leeftijds-verhoging genoemd. Die hysterische snelheid kon er weer af. Het maatschappelijk debat is wat gekanteld en we konden een aanpassing in het voordeel van werknemers doorvoeren. Daardoor konden we gemakkelijker draagvlak organiseren.

Het pensioenakkoord is helder. Nu moet het worden omgezet in wetgeving. Daarbij moeten we secuur meekijken, want 'the devil is in the details'.

Tien jaar geleden waren mensen ook minder bereid om minder zekerheid te accepteren bij een kapitaalgedekt pensioen gebaseerd op de rendementen van fonds-beleggingen. Maar de zekere rente is wel steeds verder gedaald. We ondervonden dat je met behoud van zekerheid ook behoud van ellende organiseerde en meer dan tien jaar niet kon indexeren. In reële termen van koopkracht is dat tien jaar korten. Zo ontstond het inzicht dat, als we die koopkrachtzekerheid toch niet hebben, we maar beter kunnen indexeren in jaren dat het wel goed gaat.

Ja, er is zeker leven naast de pensioenen. Deze zomer heb ik drie hele weken niet aan mijn werk gedacht. Ik heb lekker gekampeerd, gevaren op de plassen en tijd doorgebracht met mijn gezin. Ik zong aanvankelijk mee in een projectkoor voor een operaproductie. Die ging helaas niet door vanwege corona, maar we hopen dat het volgend jaar alsnog lukt. Dat dit pensioenhoofdstuk nu klaar is, is ook een opluchting. Mijn andere portefeuilles verdienen ook mijn aandacht bij de FNV: Europa, Internationaal, arbeidsmigratie. Door corona werk ik nu veel meer vanuit huis. Dat is overwegend goed te doen. Mijn inschatting is dat we dat structureel gaan volhouden waar het kan. Goedkeuring van ons leden-parlement krijgen voor het pensioencontract was door het thuiswerken wel moeilijker. Als iets politiek ingewikkeld wordt, moeten mensen elkaar toch echt in de ogen kunnen kijken.' «

Het pensioenakkoord is conform planning uitgewerkt. Hopelijk gaan we hiermee nu ook een langslepend intern conflict beslechten;

Als vakbeweging moeten we soms de druk opvoeren;

Sociale partners moeten de komende tijd centraal met het kabinet vaststellen wat het pensioenakkoord betekent voor de spelregels van het huidige contract;

Zonder draagvlak heb je niets aan goede ideeën;

Thuiswerken gaan we structureel volhouden.

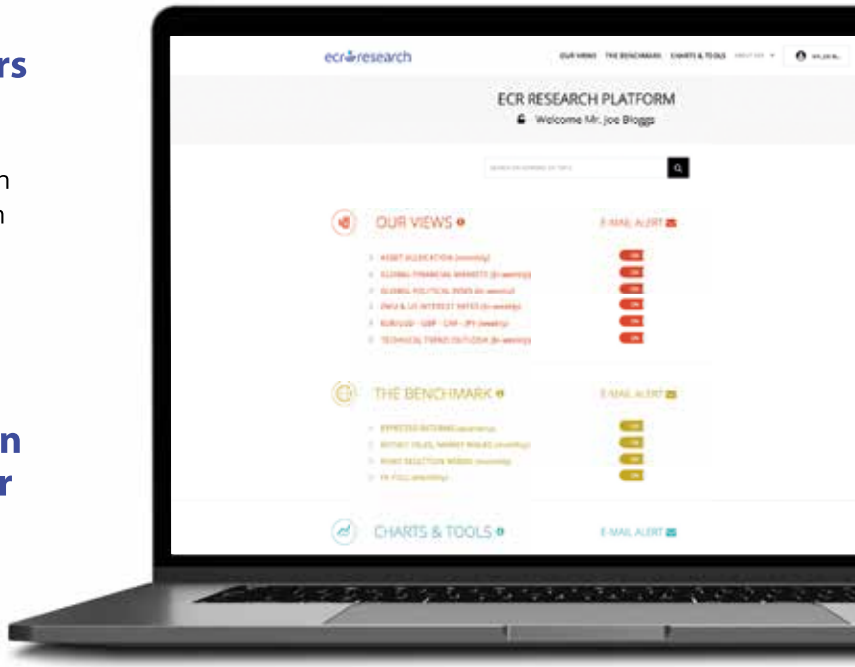
ECR Research ondersteunt beslissers in het vermogensbeheer

De corona-pandemie maakt duidelijk dat niet alles in modellen en cijfers te vatten is. Toch kunnen we een aantal markt-, economische en politieke trends onderscheiden die door de coronacrisis in een stroomversnelling komen.

Wereldwijd gelezen door duizenden professionals in de financiële sector

- Al ruim 40 jaar volledig onafhankelijk
- Fundamenteel, technisch en politiek
- Duidelijke afweging van standpunten
- Bondig, scherp en helder verwoord
- 3 research categorieën, 14 publicaties

De analisten van ECR Research investeren wekelijks 200 uur in het volgen van internationale topresearch, alle grote namen en de onafhankelijke research boutiques. Het beste van het beste teruggebracht tot de essentie.



Activeer uw gratis proefperiode

Vraag vandaag nog uw vrijblijvende kennismakings-periode aan. Ervaar waarom 32 Centrale Banken werken met ECR. U heeft **volledige toegang** tot alle publicaties op ons platform. Elke publicatie is los te abonneren.

Ga naar www.ecrresearch.com/investigator

ecr research

Foto: Archief CFA Institute

COLUMN

DOOR MATT ORSAGH, CFA, SENIOR DIRECTOR CAPITAL MARKETS POLICY, CFA INSTITUTE

Kortetermijndenken heroverwogen

In 2006 publiceerde CFA Institute het rapport 'Breaking the Short-term Cycle'. Driekwart van de ondervraagde topmanagers bleek meer bezig te zijn met de volgende kwartaalresultaten dan met het creëren van waarde over een langere periode. Dat was zorgwekkend. Hoe is dat nu?

Een panel van experts kwam destijds tot een vijftal aanbevelingen:

- Hervorm het beloningsbeleid;
- Creëer incentives die gericht zijn op waardecreatie op de lange termijn;
- Stimuleer topmanagement om prioriteit te geven aan waardecreatie op de lange termijn;
- Verbeter de transparantie;
- Verduidelijk de schade van kortetermijndenken in de educatie van finance professionals.

De jaren na de publicatie van het rapport lieten een wisselend beeld zien. Enkele van de aanbevelingen zagen we uitgevoerd en daarnaast zorgde de opname van ESG-data in het beleggingsproces ervoor dat beleggers en bedrijven zich meer gingen richten op indicatoren en strategieën voor de lange termijn. Zo stopte een significant aantal bedrijven met het afgeven van kwartaalprognoses. Volgens het FCLT Global Report 'Moving Beyond Quarterly Guidance: A Relic of the past' uit 2017 is het aantal bedrijven uit de S&P 500 dat kwartaalprognoses afgeeft, gezakt van 36,0% in 2010 tot 27,8% in 2017. Van deze ondernemingen geeft 31,4% jaarprognoses en 40,8% geeft geen enkele prognose meer.

Het beloningsbeleid voor de top is sinds 2006 ook veranderd. Zo kwam er meer inspraak voor beleggers. Tegenwoordig is een groter deel van de beloning van de top gekoppeld aan langetermijndoelstellingen en is de transparantie op het gebied van beloningen verbeterd.

Na 2006 hebben beleggers en bedrijven ook meer geïnvesteerd in manieren om onderlinge verhoudingen te bevorderen. Partijen beseffen dat het opbouwen van een vertrouwensrelatie kan leiden tot beter wederzijds begrip en minder verzuurde verhoudingen, zoals die in het verleden wel voorkwamen.

Nadat CFA Institute opnieuw met een groep vooraanstaande panelleden het probleem van kortetermijndenken heeft bezien, zijn vier nieuwe aanbevelingen toegevoegd:

- Richt als vervanging van de afgenomen focus op winstprognoses de gezamenlijke focus op langetermijn-strategieën en -indicatoren;
- Vereenvoudig het beloningsbeleid, zodat de prikkels beter te begrijpen zijn en aansluiten bij die van de aandeel-houders;
- Investeer in wederzijdse samenwerking in het belang van een constructieve discussie over de langetermijnstrategie;
- Stel duidelijke standaarden op voor ESG-data, zodat deze consistent, vergelijkbaar en controleerbaar worden.

Om te bepalen of de vrees voor kortetermijnvisie gegrond is, werd samen met Fund Governance Analytics ook op een kwantitatieve manier gekeken naar de beschikbare data tussen 1996 en 2018. Hieruit werd duidelijk dat er over deze periode inderdaad sprake was geweest van kortetermijn-gedrag, maar dat beleggers bedrijven met een langetermijn-strategie over het algemeen beter waardeerden dan die met een strategie gericht op de korte termijn.

Bedrijven die niet investeerden in zaken als R&D en die een lagere CapEx hadden, presteerden op de middellange termijn (drie tot vijf jaar) ondermaats. Dit bewijst dat het beleggers opvalt als bedrijven snijden in hun investeringen op de lange termijn. Ze steken hun geld liever in bedrijven met een langere tijdshorizon.

De agencykosten van kortetermijndenken werden geraamd op ongeveer USD 1,7 biljoen over de periode van 22 jaar die door de analyse werd bestreken, oftewel ongeveer USD 79,1 miljard per jaar. Hoewel bedrijven inmiddels stappen in de goede richting hebben gezet, is er nog veel werk aan de winkel.

Opvallend is dat er meer aandacht uitgaat naar ESG-beleggen dan naar de verschuiving van kortetermijndenken naar langetermijndenken. Duurzaam beleggen is niet meer weg te denken en men begrijpt dat dit automatisch ook leidt tot een langetermijnstrategie. Maar of ESG-integratie en ESG-beleggen ook de sleutel is tot langetermijndenken, valt nog te bezien. «

ALLEEN VOOR PROFESSIONELE BELEGGERS.

WIE DUURZAAM WIL BELEGGEN, RAAKT AL SNEL VERSTRIKT IN DE KEUZEMOGELIJKHEDEN EN TERMINOLOGIE. BELEGGEN MET MEER OOG VOOR MILIEU EN SAMENLEVING WORDT DAARDOOR NODELOOS INGEWIKKELD. WIJ DENKEN DAT JE DOOR INDEXBELEGGEN EEN STUK EENVOUDIGER GREEP KUNT HOUDEN OP JE DUURZAME RESULTATEN, DANKZIJ DUIDELIJKE ESG-METHODIEKEN EN TRANSPARANTE CIJFERS.

iShares. Duidelijk over duurzaamheid.

Weet wat je kiest bij de opbouw van een duurzame portefeuille.

Beleg in grotere perspectieven.

iShares®
by BlackRock

Beleggingsrisico.

Belangrijke informatie. Tot 31 december 2020, uitgegeven door BlackRock Investment Management (UK) Limited, erkend en gecontroleerd door de Financial Conduct Authority ("FCA"), waarvan het hoofdkantoor is gevestigd 12 Throgmorton Avenue, London, EC2N 2DL, Engeland, Tel: +44 (0)20 7743 3000. Voor uw bescherming worden telefoongesprekken gewoonlijk opgenomen. BlackRock is een handelsnaam van BlackRock Investment Management (UK) Limited. Raadpleeg de website van de Financial Conduct Authority ("FCA") voor een lijst van geautoriseerde activiteiten die door BlackRock worden uitgevoerd. Vanaf 31 december 2020, in het geval waarin het Verenigd Koninkrijk de Europese Unie verlaat zonder een overeenkomst te zijn aangegaan met de Europese Unie die ondernemingen in het Verenigd Koninkrijk in staat stelt om financiële diensten in de Europese Unie aan te bieden ("No Deal Brexit situatie"), is de uitgever van dit materiaal:
-BlackRock Investment Management (UK) Limited voor alle gebieden buiten de Europese Economische Ruimte; en
-BlackRock (Netherlands) B.V. voor binnen de Europese Economische Ruimte.
BlackRock (Netherlands) B.V. is geautoriseerd en gereguleerd door de Autoriteit Financiële Markten. Statutaire zetel Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, Tel: 020 - 549 5200, Tel: 31-20-549-5200. Handelsregister nr. 17068311 Voor uw bescherming worden meestal telefoongesprekken opgenomen. Elk onderzoek in dit document is ingekocht en kan door BlackRock voor eigen doeleinden zijn uitgevoerd. De resultaten van dergelijk onderzoek worden slechts incidenteel ter beschikking gesteld. De geuite meningen vormen geen investering of enig ander advies en zijn aan verandering onderhevig. Zij geven niet noodzakelijkerwijs de standpunten van een onderneming van de BlackRock Groep of een deel daarvan weer en er wordt geen garantie gegeven dat zij accuraat zijn. Dit document dient uitsluitend ter informatie en vormt voor niemand een aanbod of uitnodiging om te investeren in BlackRock-fondsen en is niet opgesteld in verband met een dergelijk aanbod.
© 2020 BlackRock, Inc. Alle rechten voorbehouden. 1302897.

VOORZITTER:
Sevinç Acar, *PGGM*

DEELNEMERS:
Kris Atkinson, *Fidelity International*
Bram Bos, *NN Investment Partners*
Lili Hocke, *Sustainalytics*
Samy Lounis, *Allianz Global Investors*
Francesca Suarez, *Mirova (onderdeel van Natixis Investment Managers)*
Jacqueline van Voorthuizen, *PGB Pensioendiensten*

Foto: Ruben Eshuis Photography

GROENE OBLIGATIES BIEDEN BETERE BESCHERMING VAN DE PORTEFEUILLE

Door Hans Amesz

De wereld wordt zowel op het gebied van klimaatverandering als op sociaal en economisch gebied geconfronteerd met grote uitdagingen. Beleggers in green en social bonds kiezen ervoor een bijdrage te leveren aan een betere wereld.

Is er een rol weggelegd voor passief beheer in een klimaatbewust fonds?

Kris Atkinson: 'Het is waarschijnlijk wel mogelijk een klimaatbewust fonds passief te beheren, maar of er dan ook sprake is van goed beheer? Dat vraag ik me af. Het doel van passief beleggen is om een benchmark te repliceren en het is duidelijk dat we binnen Fixed Income nog niet beschikken over benchmarks die op het akkoord van Parijs zijn afgestemd. We weten bijvoorbeeld allemaal hoe moeilijk het is om uitstoot te meten en hoe makkelijk het is om je uitstoot te verlagen door je te richten op bepaalde sectoren of bepaalde emittenten die van nature minder uitstoot hebben, vooral als we denken aan koolstofintensiteit. Het gaat hier om een metriek die heel makkelijk te misbruiken is. De genoemde benchmarks zullen er in een of andere vorm ooit wel komen, maar ik heb mijn twijfels over de effectiviteit ervan. Dus vooralsnog zou ik zeggen dat er voor passief beheer in een klimaatbewust fonds geen rol is weggelegd, maar het is duidelijk dat er wel bepaalde oplossingen denkbaar zijn.'

Jacqueline van Voorthuizen: 'Als de portefeuille passief is belegd, moet je werken met de beschikbare middelen. Sluit dan bedrijven met een hoge CO_2-uitstoot uit en gebruik onderzoek van gespecialiseerde bureaus om die bedrijven te identificeren. Maak wel een uitzondering voor bedrijven die positief scoren wat betreft hun transitiestrategie.'

Moeten beleggers zich richten op het verlagen van de emissies van de portefeuille ten opzichte van de benchmark, of op het aanpakken van moeilijk te bestrijden sectoren?

Foto: Ruben Eshuis Photography

> Sevinç Acar is Investment Director Fixed Income bij PGGM Vermogensbeheer. Daarnaast is ze lid van de beleggingscommissie van Pensioenfonds AkzoNobel en Nouryon. Acar is haar carrière in 2000 begonnen bij Fortis Bank. In 2006 is ze overgestapt naar PGGM. Zij heeft de Certified Pensioenexecutive-opleiding aan de Erasmus Universiteit doorlopen. Acar is afgestudeerd in Bedrijfseconomie aan de universiteiten van Maastricht en Bern.

Foto: Archief Fidelity International

> Kris Atkinson is Portfolio Manager van Fidelity's Global Corporate Bond, Reduced Carbon en Global Hybrids portefeuilles & Co-Manager van Fidelity Money Builder Income and Short Dated Corporate Bond Strategy. Hij begon in 2000 bij Fidelity International als Research Associate, werd na een jaar Credit Analist en promoveerde tot Senior Credit Analist in 2010. Gedurende deze tijd bestreek hij verschillende sectoren binnen Investment Grade, High Yield en Emerging Markets. In 2013 werd hij Portfolio Manager en tevens een belangrijk lid van het Core Investment Grade-strategieteam. Voordat hij bij Fidelity kwam, werkte Atkinson voor Lexecon, een adviesbureau dat vervolgens werd overgenomen door Charles River Associates. Atkinson heeft een MSc Economics van de University of Cambridge.

Samy Lounis: 'De focus moet op de portefeuille zelf liggen, omdat er nog heel wat werk moet worden verricht om de benchmarks beter te kunnen invullen. De doelen die je wilt bereiken en de indicatoren waarop je je wilt richten, zijn van cruciaal belang. Wij hebben verschillende indicatoren geïdentificeerd die het meest vertegenwoordigd zijn in onze portefeuilles en waar gegevens voor beschikbaar zijn.'

Francesca Suarez: 'Ik denk dat de focus echt op de portefeuille moet liggen: wat wil de belegger met de portefeuille bereiken? Welke financiële en duurzame impact zou de portefeuille moeten bewerkstelligen?'

Bram Bos: 'Klanten die groene obligaties kopen, kijken niet echt naar reducties van emissies ten opzichte van een bepaalde benchmark. Ze zijn op zoek naar een absolute vermindering van de CO_2-uitstoot. Ik denk wel dat we ons niet te veel moeten richten op alleen kwantitatieve resultaten. Er kunnen uiteindelijk ook goede dingen worden bereikt zonder dat het mogelijk is ze te meten. Klimaataanpassing is bijvoorbeeld ook heel belangrijk, maar dat is moeilijk vast te leggen in een eenvoudig metrisch stelsel. Veel klanten willen de kwalitatieve resultaten van hun klimaatbewuste portefeuille echt begrijpen.'

Is er een duidelijk voorbeeld van dat kwalitatieve aspect te geven?

Bos: 'Als je in een land met honderd procent kernenergie die energie (gedeeltelijk) wilt vervangen door windmolens, heb je het over een groen project. Omdat kernenergie geen uitstoot heeft, wijst een traditionele berekening uit dat je met betrekking tot emissies niets bespaart, maar uiteindelijk is vervanging van kernenergie door windmolens toch positief voor het milieu. Een ander voorbeeld is de bescherming van Nederland tegen de stijging van de zeespiegel. De positieve gevolgen hiervan voor het milieu zijn echt moeilijk te meten, maar we zijn het er denk ik allemaal over eens dat het nodig is om maatregelen te nemen tegen deze stijging.'

Alloceren naar green bonds biedt, ook vanuit risico-oogpunt, op de lange termijn een betere bescherming van de portefeuille.

Wat is jullie visie op sustainability bonds?

Lili Hocke: 'Sustainability bonds zijn obligaties die worden gebruikt om projecten te financieren die een positieve impact hebben op zowel het milieu als de maatschappij. Als wereldleider op het gebied van ESG-onderzoek pleiten wij voor sustainability bonds, zolang deze maar geloofwaardig zijn. Ze verschillen overigens enorm in transparantie, details, emittenten en dergelijke.'

Van Voorthuizen: 'Ik ben enthousiast over duurzaamheids-obligaties. Je ziet dat de opbrengsten worden besteed aan zaken als energie-efficiëntie, groene energie, groene gebouwen en groen transport, maar ook aan betaalbare woningen, rassengelijkheid en steun voor kleine bedrijven in het kielzog van Covid-19. ESG wordt vaak gezien als een waas van data; bij duurzaamheidsobligaties zie je wat er echt aan de hand is en waar voor impact wordt gezorgd.'

Hoe zit het met sustainability linked bonds? Hoe verschillen ze van green & social bonds?

Suarez: 'Sustainability linked bonds zijn in tegenstelling tot green & social bonds niet bestemd voor specifieke groene en sociale projecten. Bij duurzaamheidsgebonden obligaties is geen sprake van earmarking, ze zijn bestemd voor het algemene bedrijfsdoel. Als bepaalde duurzaamheids-doelstellingen niet binnen de aangegeven termijn worden behaald, kan bijvoorbeeld een couponverhoging plaats-vinden om het niet behalen van de doelstellingen te compenseren.'

Lounis: 'Sustainability bonds zijn financiële instrumenten waarmee de emittent kan laten zien dat hij echt toegewijd is aan duurzaamheid. Als een emittent zijn verbintenis in dit

opzicht niet nakomt, krijgt hij vooral te maken met reputatierisico. Ik denk wel dat sustainability bonds zorgen voor meer complexiteit in de markt, die toch al vrij sterk gefragmenteerd is. Vandaag de dag moeten beleggers begrijpen wat een groene obligatie is en wat een sociale, een duurzaamheids-, een klimaat- en een transitie-obligatie is. Het risico bestaat dat we te veel complexiteit aanbrengen in een sterk verbrokkelde markt. Ik ben dus niet voor nog meer labeling.'

Bos: 'De structuur van sustainability linked bonds is erg onduidelijk en ten opzichte van andere concepten inferieur qua transparantie. Als belegger in sustainability linked bonds weet je niet goed wat er met je geld gebeurt. Bij groene obligaties is er bijvoorbeeld veel meer begeleiding. De EU- en CBI (Climate Bond Initiative)-taxonomie zijn niet beschikbaar voor sustainability linked bonds. De ECB mag ze niet kopen en ze komen niet in aanmerking voor een index. Ik denk dat het concept van sustainability linked bonds faalt.'

Atkinson: 'Ik ben minder negatief. Ik denk dat het de moeite waard is om de markt van duurzaamheidsobligaties te stimuleren. Er zijn volgens mij veel sectoren die zich meer lenen voor sustainability bonds dan voor green bonds. Veel van de besproken problemen zijn een weerspiegeling van het feit dat een duurzaamheidsobligatie gewoon een nieuwer instrument is dan een groene obligatie. De markt van green bonds bestaat aanzienlijk langer en is veel volwassener dan die van sustainability bonds. Ik zou graag een verdere groei van de laatste categorie zien.'

Hocke: 'Er zijn de laatste tijd geen emissies meer geweest van sustainability linked bonds. Dat is echter niet noodzakelijkerwijs een indicatie voor het falen van de markt. Het gaat om een complexer instrument dat meer aandacht verdient. Het is zeer bedrijfsspecifiek.'

Hoe kunnen we de geloofwaardigheid van de onlangs gelanceerde Sustainability-Linked Bond Principles garanderen?

Het groene obligatie-instrument is een fantastische innovatie en hoort thuis in elke vastrentende portefeuille. Het ontbreekt echter aan diversificatie in de sector en van emittenten en aan omvang en liquiditeit.

Suarez: 'De geloofwaardigheid van dergelijke principes hangt natuurlijk af van de marktreacties. De huidige marktomstandigheden maken het moeilijk om nu sustainability-linked bonds te lanceren, dus ik denk dat het misschien nog te vroeg is om iets over de geloofwaardigheid van de Sustainability-Linked Bond Principles te zeggen.'

Hocke: 'De komende tijd zullen we zien hoe de Principles door de verschillende marktpartijen worden geïnterpreteerd. Dat is bepalend voor de geloofwaardigheid.'

Er bestaat veel scepsis over duurzame obligaties. Wat voor verbeteringen zijn er nodig om een geloofwaardig instrument te krijgen?

Atkinson: 'De selectie van de KPI's is het meest kritische punt. Ze moeten meetbaar, controleerbaar en materieel zijn. Dat soort functies vergroot de geloofwaardigheid. Ik denk echter dat er in de huidige marktomgeving weinig stimulans is voor emittenten om sustainability-linked obligaties uit te geven. Liquiditeit is vandaag de dag in overvloed aanwezig en je kunt vrijwel elk instrument op een heel aantrekkelijk niveau prijzen, zonder investeerders een optie te hoeven geven.'

Lounis: 'Zoals gezegd kunnen emittenten nu vrij gemakkelijk geld ophalen tegen interessante tarieven, dus is er geen grote behoefte om aan te dringen op duurzame obligaties. Ik denk dat in de komende periode steeds meer emittenten

Foto: Archief NN Investment Partners

> Bram Bos is Lead Portfolio Manager voor de NN Investment Partners Green Bonds-strategie. Hiervoor was hij Senior Portfolio Manager Government & Government (Related) Debt. Voordat hij in 2015 bij NN IP kwam, bekleedde hij verschillende functies bij Univest, Nomura Singapore, APG en Fullerton Fund Management. Hij begon zijn carrière als Valutaportefeuillemanager bij ABP. Bos is afgestudeerd aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam met een master in Economie. Hij was van 2014-2018 lid van de UN PRI Fixed Income Steering Committee.

Foto: Archief Sustainalytics

> Lili Hocke beheert de SFS Opinion Services van Sustainalytics voor Green/Social & Sustainability Bonds/Loans, evenals de Linked Loans. In haar rol als Productmanager identificeert ze wereldwijd nieuwe marktkansen en bevordert ze de commercialisering en ontwikkeling van duurzaamheidsproducten voor de krediet- en kapitaalmarkt. Daarvoor bekleedde ze sector-, project- en teammanagementfuncties bij Sustainalytics, met ervaringen variërend van het beheren en schrijven van Second-Party Opinions van groene, sociale en duurzaamheidsobligaties tot benchmarking van duurzaamheidsprestaties, ESG-beoordelingen en ondersteuning bij engagement.

duidelijk zullen moeten communiceren over hun doelen. Daarbij gaat het niet alleen om het sturen van een boodschap naar de markt, je moet ook vertellen hoe je die doelen denkt te verwezenlijken. Voor beleggers moet je analyseren waarom zij dit soort obligaties zouden moeten kopen.'

Bos: 'Het concept van sustainability-linked bonds moet zichzelf in de loop der tijd bewijzen. Cruciaal is de vraag hoe je doelen kunt stellen. Het management van de uitgevende instelling weet over het algemeen heel goed wanneer een doel bereikt kan worden, maar voor beleggers is dat veel moeilijker te beoordelen. Een belangrijke reden voor de opleving van de groene obligatiemarkt in de laatste jaren is politiek draagvlak. Dit zou in principe de markt voor sustainability-linked bonds kunnen stimuleren, maar ik moet erbij zeggen dat de complexiteit en structuur van sustainability-linked bonds er wellicht voor zullen zorgen dat dit misschien nooit zal gebeuren.'

Sinds kort zijn er enkele COVID-19-obligaties op de markt. Wat voor soort kader is nodig voor deze obligaties en wat zullen de belangrijkste drijfveren van de markt zijn?

Foto: Ruben Eshuis Photography

Bos: 'Wij zien de COVID-19-obligaties die tot nu toe zijn uitgegeven meer als social bonds, dus niet als noviteit in de markt. Het is gewoon het labelen van sociale obligaties aan bepaalde gebruiksopbrengsten als gezondheidszorg en werkloosheid. Ik denk wel dat de COVID-19 bonds de markt van social bonds naar een ander niveau zullen duwen. Door de haast waarmee COVID-19-obligaties op de markt zijn gebracht, ontbrak het vaak aan transparantie. Dat is nu juist een van de zaken die cruciaal zijn voor duurzame vastrentende waarden.'

Wie hebben deze obligaties onlangs uitgegeven?

Van Voorthuizen: 'De meeste emittenten van COVID-19-obligaties zijn overheidsinstellingen die geld ophaalden om de gevolgen van de coronacrisis het hoofd te bieden. Dat is natuurlijk een goede zaak, maar als je te snel crisisobligaties uitgeeft en overreageert, bestaat het gevaar van slechte governance.'

Suarez: 'Wij zien COVID-19-obligaties als een subcategorie van sociale obligaties. Hopelijk zetten deze obligaties de sociale obligatiemarkt in een ander licht. We hebben eerder gezien dat er veel gepraat wordt over groene en duurzaamheidsobligaties, maar dat sociale obligaties er om de een of andere reden niet echt in geslaagd zijn op het podium te komen. COVID-19-obligaties kunnen meer licht werpen op sociale obligaties in het algemeen.'

Het besef dringt door dat de emittenten van groene obligaties meer toekomstgericht en innovatiever zijn en minder blootgesteld aan ESG- en klimaatrisico's.

Kunnen groene obligaties de bestaande vastrentende allocaties volledig vervangen?

Lounis: 'Er is een sterke correlatie tussen de Global Fixed Income Index en de Global Green Bond Index en er zijn duidelijk veel overeenkomsten tussen beide beleggingscategorieën. Ik denk dat beleggers zouden kunnen overwegen een deel van hun globale vastrentende portefeuille te alloceren naar groene obligaties. Het voordeel daarvan is dat je bij beleggen in groene obligaties weet dat je investeert in emittenten die bijvoorbeeld de klimaatverandering als een groot onderwerp aanpakken. Deze emittenten zullen in de komende jaren en decennia minder worden beïnvloed door politieke en regelgevende druk, met name op de koolstofprijzen.'

Bos: 'Het besef dringt door dat de emittenten van groene obligaties meer toekomstgericht en innovatiever zijn en minder blootgesteld aan ESG- en klimaatrisico's. Alloceren naar green bonds biedt, ook vanuit risico-oogpunt, op de lange termijn een betere bescherming van de portefeuille. Verder zijn er steeds meer aanwijzingen dat beleggen in groene obligaties niet ten koste gaat van het rendement. Integendeel.'

Atkinson: 'Ik ben een fan van green bonds. Het groene obligatie-instrument is een fantastische innovatie en hoort thuis in elke vastrentende portefeuille. Het ontbreekt echter aan diversificatie in de sector en van emittenten en het ontbreekt aan omvang en liquiditeit. Groene obligaties zijn bij lange na niet volwassen genoeg om de bestaande vastrentende allocaties te vervangen. Ik hoop dat de markt voor green bonds snel groeit, maar we zijn er nog lang niet.'

Suarez: 'Er is nog altijd een gebrek aan diversiteit bij de emittenten van groene obligaties. Er zijn ook niet genoeg overheden die groene obligaties uitgeven. Op dit moment kunnen groene obligaties de bestaande vastrentende allocaties zeker niet volledig vervangen, maar die richting gaat het wel op.'

Wij hebben de indruk dat het concept van transitieobligaties tot nu toe niet erg positief is geweest. Het lijkt erop dat de minder schone bedrijven op dit moment misschien een beetje misbruik maken van dit label.

Hocke: 'Als second party opinion provider zien we voortdurend nieuwe sectoren in de markt voor duurzame obligaties. We vinden het echter wel belangrijk dat activiteiten die met groene obligaties worden gefinancierd daadwerkelijk een significant positief groen effect hebben.'

Hoe belangrijk is het voor emittenten van obligaties om projecten te identificeren die in aanmerking komen voor financiering met groene obligaties?

Lounis: 'Dat is cruciaal. Het is een van de pijlers van de green bond principles. Als belegger moet je duidelijk weten en begrijpen wat er met de opbrengst van groene obligaties gefinancierd gaat worden. Dat is het grootste pluspunt van groene obligaties in vergelijking met andere obligaties: emittenten van groene obligaties moeten volledig transparant zijn.'

Atkinson: 'Er zijn allerlei tinten groen op de markt van green bonds. Voor de gezondheid van de markt, maar zeker ook voor die van de planeet, moeten we nog meer tinten groen verwelkomen. Ik denk ook dat er ruimte is voor groene obligaties die niet gelinkt zijn aan een specifiek project, wat niet wegneemt dat ikzelf veel liever een specifiek project zou zien.'

Van Voorthuizen: 'Voor emittenten van groene obligaties is het van wezenlijk belang om projecten en activiteiten te

Foto: Archief Allianz Global Investors

> Samy Lounis is Fixed Income Product Specialist bij Allianz Global Investors, waar hij zich in 2010 bij heeft aangesloten. Hij is met name verantwoordelijk voor kredietstrategieën met een focus op Sustainable and Responsible Investment (SRI) en Impact Investing. Hij vertegenwoordigt Allianz Global Investors in de adviesraad van 2019/2020 bij het Executive Committee van de Green Bond Principles en de Social Bond Principles. Hij heeft een Master in Financiën van de Neoma Business School en een postdoctorale graad in Portefeuillebeheer van de Universiteit van Parijs XII.

Foto: Archief Natixis Investment Managers

> Francesca Suarez is sinds 2012 Senior Sustainability Analyst bij Mirova. Ze is ook verantwoordelijk voor de adviezen over duurzame ontwikkeling van overheidsemittenten en de analyse van duurzame obligaties. Ze begon haar carrière als Financial Analyst bij Avon Cosmetics in 2008 voordat ze bij Ostrum AM kwam. Suarez is afgestudeerd aan HEC Parijs en heeft een masterdiploma in Sustainable Development. Ze heeft ook een bachelordiploma in Management Engineering van de Ateneo de Manila University (Filippijnen).

identificeren die in aanmerking komen voor financiering met groene obligaties. Daardoor zijn ze er nog bewuster mee bezig dan op algemeen niveau. Voor investeerders is dat evenzeer van belang. Ik zou bijvoorbeeld graag zien dat Shell een groene obligatielening uitgeeft.'

Zou je iets meer kunnen zeggen over een green bond van Shell?

Van Voorthuizen: 'Je zou het een transitieobligatie kunnen noemen, maar dat is niet wat ik bedoel. Ik zou willen dat Shell een groene obligatie uitgeeft omdat het bedrijf dan zal aangeven wat er op dit moment op 'groen gebied' allemaal gebeurt. Als bijvoorbeeld alle groene activiteiten van Shell, zoals het planten van bomen, worden samengebracht in een specifieke obligatie, zou dat veel duidelijk maken. Is het echt geloofwaardig wat Shell doet en aan welk volume moet worden gedacht? Een green bond van Shell zou een voorbeeld kunnen zijn voor andere bedrijven en ook voor beleggers.'

Bos: 'Het zou goed zijn als Shell op zijn minst zou laten zien hoeveel geld het bedrijf toewijst aan groene projecten en ook hoe dat zich verhoudt tot de investeringen in fossiele brandstoffen. Voor zover ik weet is dat nog steeds een veelvoud van de investeringen in duurzame energie. Wat zijn de bedoelingen? Probeert Shell zijn strategie echt af te stellen op een temperatuurstijging van twee graden, of misschien anderhalve graad?'

Atkinson: 'Ik zou zeker de mogelijkheid verwelkomen om een groene obligatie van een olie- of gasbedrijf te kunnen kopen, wat aansluit op hun bredere strategie met betrekking tot vermindering van de CO_2-uitstoot, op voorwaarde dat er passende informatie wordt verstrekt en dat wij ons op ons gemak voelen bij het besteden van de opbrengsten.'

Wat zijn de groeivooruitzichten voor de transitieobligatiemarkt?

Atkinson: 'Het groeipotentieel is enorm. De wereldwijde energiebenchmark bedraagt iets van een biljoen dollar, ongeveer het dubbele van de omvang van de groene obligatiebenchmark. Helaas hebben we nog geen precies idee over hoe we op een zinvolle manier in de transitie-obligatiemarkt kunnen investeren. Wel staat vast dat transparantie van essentieel belang is.'

Hocke: 'Naast de financiering van de activiteiten zijn de langetermijnplannen van de uitgevende onderneming over tien of twintig jaar een van de belangrijkste zaken waar we naar kijken bij de beoordeling van transitie- of overgangs-obligaties. Op dit moment zijn we bezig met het identificeren van activiteiten in transitiesectoren waar we redelijk veel vertrouwen in hebben en die een bedrijf zullen helpen zich aan te passen aan de internationale klimaatdoelstellingen: dat wil zeggen de netto CO_2-uitstoot in 2050. We hebben al activiteiten geïdentificeerd voor twee sectoren – staal en aardgas – en zijn van plan om in de komende maanden meer sectoren uit te rollen.'

Bos: 'Wij hebben de indruk dat het concept van transitie-obligaties tot nu toe niet erg positief is geweest. Het lijkt erop dat de minder schone bedrijven op dit moment misschien een beetje misbruik maken van dit label. Net als voor groene obligaties is er voor transitieobligaties een duidelijkere taxonomie nodig.'

Regelgeving heeft zeer bijgedragen aan de groei en transparantie van de markt en aan het debat over wat 'groen' is.

Suarez: 'Wij zijn niet zo'n grote fan van transitieobligaties, vooral omdat niet duidelijk is wat het doel van deze obligaties is. Wij geloven dat er op het gebied van energietransitie een gebrek aan ambitie is. Gezien de klimaatnoodtoestand zijn kleine of middelgrote stappen niet voldoende. Er zijn grote sprongen nodig om twee graden te bereiken.'

Wat zijn de risico's van de komst van transitieobligaties naar de huidige groene, sociale en duurzame obligatiemarkt?

Suarez: 'Door de komst van transitieobligaties zou er wel eens minder gepraat kunnen worden over de noodzaak van groene, sociale en duurzaamheidsobligaties voor bijvoorbeeld de bestrijding van de gevolgen van klimaatverandering.'

Van Voorthuizen: 'Misschien bestaat ook het gevaar dat beleggers die niet echt de details van al deze soorten obligaties kennen, het totale pakket zullen verwerpen omdat ze de dynamiek en verschillen niet kunnen begrijpen. Misschien moeten we het daarom gewoon eenvoudig en duidelijk houden en vasthouden aan groen, sociaal en duurzaam.'

Hocke: 'Er zijn sectoren die een extreme hoeveelheid CO_2 uitstoten, maar waarvoor nog geen koolstofarme of bijna nul-koolstofoplossingen beschikbaar zijn. Die oplossingen kunnen er over enkele jaren zijn, bijvoorbeeld als gevolg van technologische ontwikkelingen. Transitieobligaties kunnen daarbij een rol spelen.'

Zullen er of kunnen er transitieobligaties worden uitgegeven zonder de EU-taxonomiecriteria in acht te nemen?

Suarez: 'Er zijn waarschijnlijk wel emissies die niet aan de EU-taxonomiecriteria voldoen. Het is aan de markten om te beslissen wat ze willen. Beleggers zullen dergelijke transitieobligaties wel of niet accepteren. Daarbij speelt een belangrijke rol dat de transitie niet duidelijk is, in de zin dat elke belegger zijn eigen definitie van transitie hanteert. Het goede aan de taxonomische criteria van de EU is dat deze de projecten hebben gedefinieerd: oké, dit zijn het soort projecten dat we nodig zouden hebben om iets specifieks te bereiken. Daarom is het verstandig om je aan de EU-taxonomiecriteria te houden.'

ESG wordt vaak gezien als een waas van data; bij duurzaamheidsobligaties zie je wat er echt aan de hand is en waar voor impact wordt gezorgd.

Lounis: 'Ik heb daar niet echt een sterke mening over. Ik denk dat de emittenten van transitieobligaties zeer aan geloofwaardigheid inboeten als ze zich niet houden aan de EU-taxonomiecriteria. De EU-taxonomie is een instrument om beleggers, bedrijven en emittenten te helpen bij de overgang naar een koolstofarme en hulpbronnenefficiënte economie, dus ik zie niet in waarom die transitieobligaties zouden kunnen worden uitgegeven zonder dat men zich houdt aan de EU-taxonomiecriteria. We weten dat er sprake is van een belangrijke trend in de markt en dat daar echt een nieuwe koers voor nodig is.'

Bos: 'Sommige transitieobligaties zullen waarschijnlijk wel worden afgestemd op de EU-taxonomie en andere niet, want er heerst verwarring op dit gebied. Dat is precies het risico voor de transitie, het obligatielabel.'

Van Voorthuizen: 'Ik vind dat uitgiften van transitie-obligaties absoluut moeten zijn afgestemd op de EU-taxonomie. Wij zouden moeten zeggen: dat is een voorwaarde voor het uitgeven van deze obligaties.'

Hoe heeft regelgeving organisaties beïnvloed in het verminderen van hun milieu-impact?

Van Voorthuizen: 'Pensioenfondsbesturen hechten er terecht veel belang aan dat er gehandeld wordt in overeenstemming met de regelgeving. Ik ben medeverantwoordelijk voor het duurzame beleggingsbeleid van ons pensioenfonds en internationale akkoorden en regelgeving zijn noodzakelijk omdat die richtinggevend zijn. Het helpt om onderwerpen te benoemen en beslissingen te nemen.'

> Jacqueline van Voorthuizen is in juli 2016 in dienst getreden bij PGB Pensioendiensten. Ze is verantwoordelijk voor de ontwikkeling en uitvoering van het verantwoord beleggingsbeleid van PGB. In de tien jaar voordat ze bij PGB Pensioendiensten kwam, trad ze op als onafhankelijk adviseur voor de financiële sector en adviseerde ze over duurzame beleggingsproducten en -strategieën. Ze begon haar carrière in 1984 bij MeesPierson Wealth Management, waar ze bijna 20 jaar werkte en leiding gaf aan het Charity Asset Management-team. Van Voorthuizen is een Registered Beleggings Analist en ESAA Certified Pension Executive.

Foto: Archief PGB Pensioendiensten

Suarez: 'Regelgeving heeft duurzaamheid op de voorgrond geplaatst, met name op de mondiale markten. Ik wil ervoor pleiten om ook naar de lokale markten te kijken. Hoe kunnen we het makkelijker maken om groene of sociale projecten te lanceren? Emittenten zijn maar al te zeer bereid om groene, sociale en duurzaamheidsobligaties uit te geven, maar ze hebben moeite om projecten in de praktijk te lanceren.'

Atkinson: 'Regelgeving heeft zeer bijgedragen aan de groei en transparantie van de markt en aan het debat over wat 'groen' is. Het is duidelijk dat veel klanten als gevolg van regelgeving onder druk staan om ESG-kwesties met betrekking tot hun portefeuilles breder te bekijken.'

Bos: 'Regelgeving heeft zeker een belangrijke impact. Voor onze organisatie worden de zogenoemde verschillende duurzaamheidslabels steeds belangrijker. Er zijn verschillende labels in verschillende landen en het aanvragen en verkrijgen van die labels betekent veel meer werk. Maar dat is het waard, want uiteindelijk leidt regelgeving ertoe dat er meer duurzaam geïnvesteerd wordt.'

In hoeverre kan het taxonomisch kader worden aangepast aan en geharmoniseerd worden met andere markten buiten de EU om een wereldwijde impact te hebben?

Suarez: 'Ik denk niet dat er een wereldwijde taxonomie komt. Verschillende landen of verschillende regio's zullen hun eigen taxonomieën creëren, die vervolgens in kaart worden gebracht om te zien hoe ze in andere contexten gelijkwaardig zouden zijn.'

Atkinson: 'De EU probeert, met enig succes, de internationale inspanningen op het gebied van duurzaamheid te coördineren. UCITS-fondsen zijn wereldwijd gedistribueerd, zodat de EU in feite haar regelgeving naar de internationale markten exporteert. Ik denk dat er een harmonisatie in de taxonomie komt, al zullen niet alle markten perfect op elkaar aansluiten.'

Lounis: 'Het is duidelijk dat er een afstemming nodig is, die wordt afgedwongen door de economische activiteiten in de mondiale wereld. Het is ook duidelijk dat er geen perfecte afstemming zal zijn, maar ik denk dat er op een gegeven moment wel overeenstemming zal zijn over de grootste onderwerpen.' «

Emittenten zijn maar al te zeer bereid om groene, sociale en duurzaamheidsobligaties uit te geven, maar ze hebben moeite om projecten in de praktijk te lanceren.

CONCLUSIE

Passief beheer van een klimaatbewust fonds is niet eenvoudig. Het doel is om een benchmark te repliceren, maar het is duidelijk dat er in Fixed Income nog geen benchmarks beschikbaar zijn die zijn afgestemd op het Klimaatakkoord van Parijs. Beleggers moeten zich richten op de portefeuille zelf, omdat er nog heel wat werk moet worden verricht om de benchmarks beter in te vullen. Zij moeten zich niet te veel focussen op alleen kwantitatieve resultaten. Er kunnen uiteindelijk ook goede dingen worden bereikt zonder dat het mogelijk is ze te meten. Sustainability-linked bonds zijn, in tegenstelling tot green & social bonds, niet bestemd voor specifieke groene en sociale projecten. De structuur van deze obligaties is erg onduidelijk en ten opzichte van andere concepten inferieur qua transparantie. Bij sustainability-linked bonds is de selectie van de KPI's het meest kritische punt. Die moeten meetbaar, controleerbaar en materieel zijn. Emittenten kunnen nu, vanwege de overvloedige liquiditeit, vrij gemakkelijk geld ophalen tegen interessante prijzen. Er is dus geen grote behoefte om aan te dringen op duurzame obligaties. Een belangrijke reden voor de opleving van de groene obligatiemarkt in de laatste jaren is politiek draagvlak. Het besef dringt door dat de emittenten van groene obligaties meer toekomstgericht en innovatiever zijn en minder blootgesteld aan ESG- en klimaatrisico's. Alloceren naar green bonds biedt op de langere termijn een betere bescherming van de portefeuille. Regelgeving heeft duurzaamheid op de voorgrond geplaatst en in belangrijke mate bijgedragen aan de groei en transparantie van de markt voor duurzame obligaties. Veel beleggers staan als gevolg van regelgeving onder druk om ESG-kwesties met betrekking tot hun portefeuilles in een breder perspectief te trekken.

“Wij maken onze gebouwen Paris Proof. Maatschappelijk en financieel rendement gaan hierbij hand in hand”

Bernardo Korenberg, Head of Sustainability and Innovation

Bouwinvest draagt bij aan de ambities van het Klimaatakkoord: in 2050 een gebouwde omgeving zonder CO_2 uitstoot. Oftewel, ‘Paris Proof’. Wij leggen de lat hoger: voor 2045 is al ons vastgoed ‘Paris Proof’. Onze aanpak? We investeren in gebouwen met een goed geïsoleerd casco, het toepassen van slimme moderne verwarmings-, koeling- en verlichtingssystemen en duurzame energieopwekking. Deze gebouwen kennen lagere servicekosten en een hoger comfort wat prettig is voor huurders en daardoor een betere bezettingsgraad oplevert. Ze zijn daarmee waardevaster en voorbereid op toekomstige aanscherping van wet- en regelgeving. Kortom, financieel rendement voor onze klanten, pensioenfondsen én maatschappelijk rendement door de bijdrage aan de klimaatafspraken van Parijs. Lees meer over onze strategie op **www.bouwinvest.nl/parisproof**.

This advertisement does not constitute a sale, an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any interests in the fund. The shares in the funds will not, directly or indirectly, be offered or acquired in the Netherlands, unless to or by individuals or legal entities that are ‘qualified investors’ within the meaning of Section 1:1 of the Dutch Financial Supervision Act (Wet op het financieel toezicht, “FSA”), Bouwinvest has a license within the meaning of Article 2:65 FSA and is supervised by the Authority Financial Markets and the Dutch Central Bank.

Bouwinvest Real Estate Investors

PROBEER NIET OPNIEUW HET WIEL UIT TE VINDEN, MAAR SLUIT AAN BIJ BESTAANDE INITIATIEVEN

Door Baart Koster

Maatschappelijk verantwoord beleggen in vastgoed en infrastructuur wint snel aan belang en dat vraagt om kennisuitwisseling. Tijdens de Live Uitzending die Financial Investigator over dit onderwerp organiseerde, gingen beleggingsprofessionals het gesprek aan over verduurzaming van portefeuilles, de ESG-kenmerken van Infra Debt en de vraag hoe je behaalde resultaten meetbaar maakt.

Een passender plek voor beleggingsprofessionals om kennis te delen over duurzaamheid laat zich niet snel vinden: het kantoor van Triodos Investment Management op Landgoed De Reehorst in Driebergen-Rijsenburg bezit het duurzame BREEAM-certificaat 'Outstanding'. In dat decor bespraken investment professionals onder het dagvoorzitterschap van Wietse de Vries, Partner bij Almazara, enkele ins and outs van verantwoord beleggen. Bernardo Korenberg, Head of Sustainability and Innovation bij Bouwinvest Real Estate Investors, beet het spits af. In zijn presentatie bewandelde hij de weg die loopt vanaf de selectie van door de VN geformuleerde SDGs naar de praktische vertaling daarvan in concreet vastgoedbeleid. Als langetermijnbelegger is het volgens Korenberg cruciaal om een vastgoedportefeuille op te bouwen waarin financieel en maatschappelijk rendement samenkomen. Dit rendement kan alleen worden gerealiseerd met een portefeuille waar ESG integraal onderdeel van uitmaakt.

Foto's: Ruben Eshuis photography

Duurzaam doorpakken

Over het financiële rendement zouden we ons geen zorgen hoeven te maken. Korenberg toont met een staafdiagram en klinkende cijfers aan dat de beleggingsportefeuille van Bouwinvest de afgelopen zes jaar bovengemiddeld rendeert. 80 procent van die vastgoedportefeuille bestaat uit bovengemiddeld duurzaam vastgoed en 2045 is aangewezen als deadline om de totale vastgoedportefeuille Paris Proof te hebben. Wat is ervoor nodig om zo voortvarend aan beleggen met impact in vastgoed te doen? 'Ga eerst te rade bij je achterban om te horen wat die belangrijk vindt', geeft Korenberg aan. 'Bedenk vervolgens hoe je dat kunt laten aansluiten op je beleggingsstrategie. Er zijn maar liefst 17 SDGs. Kies daarom voor thema's die je achterban herkent. Zo gaat het leven en kun je voortvarend je beleggingsbeleid optuigen. Focus daarbij op de lange termijn en ga in gesprek met je klanten. Zo zijn wij onder andere het gesprek met bpfBOUW aangegaan. Samen met hen kijken we hoe we extra kunnen verduurzamen.' Voor Korenberg gaat dat ook over sociale verantwoordelijkheid, met bijvoorbeeld investeringen in betaalbare woningen en zorgvastgoed.

Aansluitend op Korenbergs presentatie volgde de peiling onder het (online) publiek: 'Denkt u dat Covid-19 een versneller of een vertrager is voor duurzaam beleggen?' In ruime meerderheid zagen de deelnemers de coronacrisis als een versneller. Korenberg was blij met die reactie. 'Juist deze Covid-wake up call moet je benutten om door te pakken. Precies om die reden ondertekenden wij recentelijk het Green Recovery Statement, dat duurzaamheid aanwijst als hoeksteen van het corona-herstelplan.'

Hierna nam Jérôme Neyroud, Head of Infrastructure Debt Investments bij Schroders, het woord met zijn presentatie 'Infrastructure debt: hoe je duurzaamheid verdubbelt'. Dat infra debt een complexe beleggingscategorie is die veel kennis vraagt van investeerders, was bekend. Ter relativering daarvan vertelde Neyroud zijn toehoorders dat het identificeren van deze asset class in elk geval geen hogere wiskunde is. 'Alles wat geen infra equity is, is infra debt. Wat deze categorie zo interessant maakt, is dat investeringen daarin helpen om duurzaamheid te verdubbelen. Naast interessante duurzame financiële prestaties brengt infra debt de belegger namelijk ook duurzame ESG-prestaties.'

Als beleggingsbouwsteen zorgt infra debt in combinatie met infrastructuur aandelen voor een beleggingsportefeuille met een duurzaam aantrekkelijke risico-rendementsverhouding. ESG wordt daarin voor de risicobepaling automatisch meegewogen. Sterker nog: dat gebeurde al voordat ESG als begrip überhaupt bestond, vertelt Neyroud.

Have your cake and eat it

Voor een interessante ROI raadt Neyroud aan om senior debt te combineren met junior debt. Senior debt levert met 2 tot 3 procent weliswaar geen spectaculair rendement, maar wel een hogere duration. Junior debt is met 4 tot 5 procent echter rendabeler, tegen kortere looptijden van 5 tot 7 jaar. Bovendien legt deze asset class volgens Solvency II-regels geen groot kapitaalbeslag op de balans van verzekeraars. Voor institutionele beleggers is infra debt zodoende een waardevolle asset in hun beleggingsmix. Neyroud sluit af met zijn kernboodschap dat de financiële en niet-financiële prestaties elkaar niet in de weg zitten. Of, zoals hij het uitdrukt: 'With infra debt you can have your cake and eat it.'

De slotpresentatie kwam van Dan Grandage, Head of ESG, Real Estate bij Aberdeen Standard Investments. Grandage ging in op de vraag hoe je het beste de maatschappelijke impact van vastgoedbeleggingen kan meten. De grote hoeveelheid bestaande duurzaamheidscriteria vertroebelt immers het beleggersbeeld. Bovendien is impact een complex begrip. De definitie ligt binnen een breed spectrum dat begint bij het niet veroorzaken van schade en eindigt bij daadwerkelijke investeringen met impact, waarbij je een positieve bijdrage levert aan oplossingen voor ESG-problematiek. Belangrijk is dat alle activiteiten impact hebben en dat die impact positief maar óók negatief kan zijn. Grandage: 'Het gaat niet om de directe uitkomst van een investering, maar om het uiteindelijke effect op mens en welzijn. Dat effect kan óók betekenen: een vermindering van maatschappelijke kosten en dus een vermindering van een negatief effect op het welzijn.'

Het is zaak om die impact middels een economisch waarderingsproces te vertalen naar maatschappelijke kosten en opbrengsten. Daar heeft Aberdeen Standard Investments een eigen methodiek voor ontwikkeld: de ESG Impact Dial. Die helpt beleggers om ESG-factoren te integreren in beleggingsstrategieën. 'De essentie van impactbeleggen is dat je weet wat je wilt bereiken en waar je je bevindt in het impactspectrum. Een effectief meetkader helpt daarbij.' Grandage legde zijn toehoorders vervolgens de vraag voor of het, voor een fonds dat als impactfonds op de markt wordt gebracht, verschil maakt of het gegenereerde effect intentioneel is. De zaal vond in grote meerderheid dat impact inderdaad 'bedoeld' moet zijn alvorens een fonds de naam 'impactfonds' waardig is. 'Ik stelde die vraag omdat je met ons framework ook onbedoeld impact kunt bereiken. Belangrijk is dat je vooraf weet wat je impactambitie is, wat het zal opleveren en dat je achteraf met een meting concreet kunt maken wat je met een investering hebt bereikt,' besloot Grandage.

Verduurzaam je staande vastgoed

Intussen zaten panelleden Josien Piek, Head of EMEA bij GRESB, Vincent van Bijleveld, Directeur Duurzaam Beleggen bij Finance Ideas, en Maarten Jennen, Senior Director-Strategist Private Real Estate bij PGGM, klaar om op vragen van het publiek en dagvoorzitter De Vries te reageren. Die spitsten zich toe op het fysieke en transitierisico van klimaatverandering. De panelleden gaven daarvan concrete voorbeelden, zoals de verplichtstelling van milieulabel C voor kantoren, waardoor bepaalde gebouwen met waardevermindering te maken kunnen krijgen. Van Bijleveld merkte op dat vrijwel alle bestaande gebouwen ergens tussen nu en 2050 'stranded assets' dreigen te worden als je niet in duurzame renovatie investeert en dat pensioenfondsen met de nieuwe CRREM-tool kunnen nagaan wanneer hun gebouwen in de gevarenzone komen. Maar hoe moet je de noodzakelijke verduurzaming van je vastgoedbeleggingen nu aanpakken? Jennen adviseerde om niet zelf het wiel te gaan uitvinden, maar aan te sluiten bij reeds door de industrie genomen initiatieven. Van Bijleveld toverde een glimlach op het gezicht van Piek door hieraan toe te voegen: 'Stap één is om lid te worden van GRESB, zodat je ondersteund met data en samen met andere beleggers de vastgoedfondsen kunt bewegen om de klimaatrisico's beter te beheersen.' «

De markt voor renewable energy infrastructure wordt volwassener en diverser

DOOR HARRY GEELS

De laatste jaren wordt steeds meer institutioneel vermogen belegd in renewable energy infrastructure. Financial Investigator sprak met Raphael Lance, Head of Energy Transition Funds bij Mirova, een van de grotere spelers als het gaat om beleggen in de energie-transitie. Volgens hem neemt de diversiteit in de markt toe. Naast energieproductie bieden mobiliteits- en opslagprojecten en projectfinanciering kansen.

Mirova staat in de markt onder andere bekend als beheerder van beleggingen in duurzame infrastructuur. Waaruit blijkt jullie commitment op dit gebied?

'Mirova, een dochter van Natixis Asset Management, belegt sinds de oprichting enkel duurzaam. We waren in 2002 een van de eerste beheerders die een renewable energy fund oprichtten en beheren nu zo'n € 10 miljard aan duurzame beleggingen, waarvan € 3,2 miljard in renewable energy infrastructure. We zijn daarmee een van de grootste spelers in dit segment. Bij de Infrastructure Investors Awards 2016 en 2019 wonnen wij de prijs 'Energy Investor of the year, Europa'.

Naast beleggen in renewable energy heeft Mirova nog een aantal andere proposities, zoals duurzaam beleggen in beursgenoteerde aandelen en obligaties, waaronder green bonds. Verder beheren we nog diverse SRI-producten, waarvoor we ook een mooie reeks referenties kunnen opgeven. We zijn de laatste jaren in staat geweest flink wat beheerd vermogen in infrastructuur naar ons toe te trekken. Wat ons verder onderscheidt, is dat al onze beleggingen in infrastructuur plaatsvinden in de energiemarkt. Het gaat vooral om infrastructure equity, waarbij er samen met partners, zoals ontwikkelaars, nutsbedrijven en investeringsmaatschappijen, Limited Partnerships (LP's) worden opgezet. Het is overigens beter om niet alleen over renewable energy te spreken. We investeren namelijk breder in de energietransitie, bijvoorbeeld in opslag, mobiliteit en transport.'

De rendementsverwachting van renewable energy infrastructure ligt iets lager dan 'normaal' bij private equity, maar daar staat tegenover dat de kasstromen stabieler zijn.

Waarom zouden we moeten beleggen in renewable energy infrastructure?

'Ten eerste gaat het hier om door overheden gereguleerde beleggingen die inkomen genereren, wat vooral interessant is in een omgeving van lage yields. Dit geldt overigens voor bijna alle beleggingen in infrastructuur. Ten tweede staat investeren in de energietransitie hoog op de politieke en daarmee ook op de institutionele agenda's. Institutionele beleggers ondervinden ook wel enige druk van toezicht-houders en andere belanghebbenden om in dit segment te beleggen.

Renewable energy is momenteel de snelst groeiende beleggingscategorie bij Greenfield Infrastructure, zeker in Europa nu de meeste Europese landen zichzelf ambitieuze klimaatdoelstellingen hebben opgelegd. We zitten in Europa nu op een groei van € 50 miljard aan nieuw geld per jaar. Er is dus een vraag vanuit beleggers om die doelstellingen te behalen, maar ook het aanbod in de vorm van veel kleine tot middelgrote infrastructuurprojecten groeit.

Wat betreft de grootte van de projecten verschilt infrastructuur in de energietransitie van de wellicht bekendere infrastructurele projecten zoals snelwegen, havens en vliegvelden, die doorgaans veel groter in omvang zijn. Voor beleggers die behendig en wendbaar zijn (lees: efficiënt met kleinere projecten kunnen omgaan) zijn veel kansrijke projecten te vinden op het gebied van de

Renewable energy is momenteel de snelst groeiende beleggings-categorie bij Greenfield Infrastructure.

energietransitie. De concurrentie om projecten neemt de laatste jaren weliswaar toe, maar er is gelukkig nog altijd veel ruimte om interessante beleggingsmogelijkheden te vinden. Een mooi bewijs hiervoor is dat we recent al na achttien maanden het volledige investeringsbedrag voor ons vierde fonds bijeen hadden, terwijl we eerder een aanloopperiode van drie tot vier jaar hadden ingecalculeerd.

Tot slot is er nog een goed beleggingsargument. Het kapitaalsbeslag waar institutionele beleggers vanuit het toezichtkader rekening mee moeten houden, is voor infrastructure equity 30%, terwijl dat voor beursgenoteerd of 'gewoon' private equity 57% is.'

Wat voor renewable energy-projecten kopen jullie normaal gesproken?

'Zoals gezegd zijn de investeringsprojecten normaal gesproken niet erg groot. We praten over investeringsbedragen tussen de € 10 miljoen en € 50 miljoen, enkele grotere projecten daargelaten. Ongeveer 70% van de projecten betreft green field. Daarnaast is zo'n 30% brown field. We prefereren green field omdat we dan aan de wieg van de investeringsprojecten staan en dus zelf mee kunnen structureren. We geven zo ook zelf meer sturing aan de energietransitie.

Wat betreft diversificatie in landen hebben de belangrijkste allocaties plaatsgevonden naar Duitsland, Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk, de Benelux, het Iberisch schiereiland en Scandinavië, in volgorde van grootte. Daarnaast hebben we op kleine schaal geïnvesteerd in Italië, Tsjechië, Kroatië en Polen. Voor ons nieuwe fonds kijken we verder dan Europa, naar de OECD-landen in Azië.

Wat betreft de diversificatie in technologie hebben we van oudsher vooral geïnvesteerd in onshore wind- en zonne-energie. De laatste jaren hebben we gediversifieerd naar hydro- en biogasenergie en nog recenter naar elektriciteits-mobiliteit en -opslag. Deze markten groeien erg hard. Zo dalen de kosten van batterijen per jaar, waardoor ze een steeds grotere rol bij de energievoorziening gaan spelen. Diverse Europese overheden hebben strategische projecten uitgezet om stedelijk transport met lage tot nul CO_2-emissies te stimuleren. Een ander voordeel van het toevoegen van energietransport en -mobiliteit aan onze portefeuille is dat beide onderdelen complementair zijn, zodat er diversificatie ontstaat.

Ook projectontwikkeling is een interessante trend. Voorheen vonden we dit altijd risicovol, omdat projecten soms geen doorgang meer vonden, waarna de investeringen in de constructiefase konden worden weggestreept. Maar het constructierisico neemt af met het volwassener worden van de markt. Het is thans minder risicovol om ontwikkelaars te financieren in de latere fasen van de projecten, wanneer zij ook de meeste kapitaalsbehoeften hebben.'

Foto: Archief Mirova

CV

Raphaël Lance trad in 2009 in dienst bij Mirova, een onderdeel van Natixis Investment Managers, als Managing Director van de duurzame energiefondsen. Hij leidt een team van bijna 15 professionals. Daarvoor had hij 12 jaar voor General Electric gewerkt, waar hij verschillende financiële en M&A-managementfuncties bekleedde (bij GE Healthcare, GE Oil & Gas en GE Energy Financial Services). Lance begon zijn carrière bij Crédit Lyonnais bij Project en Asset Finance.
Lance heeft een Master behaald alsmede een Diplôme d'Études Supérieures Spécialisées in Finance van Paris IX Dauphine en heeft het International Executive Program bij INSEAD gevolgd.

Wat is jullie trackrecord en wat kunnen beleggers in de toekomst verwachten?

'We kunnen sinds 2014, toen we met renewable energy infrastructure begonnen, een uitstekend trackrecord overleggen voor de vier fondsen die wij hebben beheerd of nog beheren, vooral omdat we geen defaults hebben gehad. Maar het gaat natuurlijk ook om de toekomst. We schatten voor ons vijfde fonds, waarvoor we in het vierde kwartaal van dit jaar beginnen met onze roadshows, een bruto rendement van 11-12% en een nettorendement van 7-10% in. De geschatte terugverdientijd bedraagt zo'n zes jaar. Vanzelfsprekend zijn er bij dit soort hoge rendementen ook risico's, zoals tegenpartij-, liquiditeits-, project- en reguleringsrisico, om er maar een paar te noemen. Het is natuurlijk geen free lunch, al hebben wij de hoge rendementen wel altijd behaald door goede projectselecties.

Ook in crisistijden zijn we niet hard geraakt geweest, bijvoorbeeld omdat we elektriciteitsleveringscontracten hebben afgesloten met een vaste looptijd. De rendementsverwachting ligt overigens iets lager dan 'normaal' is bij private equity. Maar daar staat tegenover dat de kasstromen stabieler zijn: we keren ongeveer 5% van het rendement per jaar uit dat de meeste projecten met overheidsgaranties hebben.'

Renewable energy is natuurlijk al duurzaam. Voegen jullie ook nog ESG-factoren toe aan het beleggingsproces?

'Binnen Mirova hebben we een ESG-team van acht experts, die al onze beleggingen monitoren. Deze experts maken deel uit van het beleggingsproces. Ze meten de Environmental- en de Social-impact van alle beleggingen. Voor zowel de E als de S hanteren ze Impact Indicators. Voor renewable energy infrastructure is 'CO_2 emissions avoided' bijvoorbeeld een belangrijke indicator.

De scoreberekening doet het ESG-team met de ontwikkelaars in de zogeheten 'end-of-life' fase waar de ontmanteling en recycling plaatsvindt. Het kan natuurlijk niet zo zijn dat we investeren in projecten met hoge ESG-ratings, maar dat de 'schade' in de constructie of de eindfase zit. We hanteren een holistische, ofwel een levenscyclus-benadering.

De energietransitie heeft een grote prioriteit in de wereld en de energiebehoefte van de maatschappij is amper afgenomen tijdens de coronacrisis.

Het is niet te verwachten dat de maatschappij een stap terug zal zetten naar de traditionele energiebronnen.

Projecten krijgen, naast de individuele ESG-score en gedetailleerdere impactberekeningen, ook nog een Sustainability Opinion, met een score van 1 tot 10. We investeren alleen in projecten met het cijfer 8 of hoger. Projecten met een cijfer dat tussen de 8 en 9 ligt, noemen we Positive en projecten met een cijfer tussen 9 en 10 heten Committed. Wat duurzaamheid betreft moeten we vanuit het toezichts- en regelkader steeds meer rapporteren. Ook onze beleggers willen steeds meer inzichten in de impact van hun portefeuilles. We doen dit al jaren en zijn klaar voor eventuele verdere rapportageverplichtingen en -eisen.'

Wat is de impact van de coronacrisis op jullie business en op de bredere energietransactie in de toekomst?

'De coronacrisis heeft weinig negatieve impact gehad op onze beleggingen. Ten eerste heeft de energietransitie een grote prioriteit in de wereld en is de energiebehoefte van de maatschappij amper afgenomen tijdens de crisis. Er was weliswaar sprake van enige vertraging bij de ontwikkeling en constructie van een aantal projecten, maar al redelijk snel waren de mensen weer terug aan het werk. Ten tweede hebben we vaste contracten met veelal afnamegaranties in termen van prijs en hoeveelheden. De energie- en elektriciteitsprijzen zijn wel flink gezakt tijdens de coronacrisis, maar daar hebben wij vanwege de vaste contracten dus weinig last van gehad.

Naast de coronapandemie zijn er bij deze beleggingscategorie vooralsnog weinig potentieel schadelijke scenario's te bedenken. Het is bijvoorbeeld niet te verwachten dat de maatschappij een stap terug zal zetten naar de traditionele energiebronnen. Een ander risico is een sterke afname van de bevolking, maar dit ligt ook niet in de lijn der verwachting. Een structurele prijsverlaging van energie kan uiteindelijk wél impact hebben op de nieuw af te sluiten energiecontracten.

Eigenlijk zijn de beleggingsmogelijkheden, met naast productie momenteel ook mobiliteit en opslag, alleen nog maar interessanter geworden. Een professionele, ervaren beheerder die alle risico's goed adresseert, moet een mooie risico-rendementsverhouding kunnen realiseren. It's a good lunch, but not free.' «

Actual investors think in decades.

Not quarters.

SEARCH FOR ACTUAL INVESTORS

Actual Investors

Infra debt gaat over financiering van de reële economie

DOOR JAN JAAP OMVLEE

‘Als je op een duurzame manier in real assets wilt investeren, dan is infrastructure debt een passend instrument binnen je toolbox.’ Aan het woord is Jérôme Neyroud, Head of Investment Infrastructure Debt bij Schroders en een van de sprekers tijdens de Live Uitzending die Financial Investigator onlangs voor pensioenfondsen organiseerde over Maatschappelijk Verantwoord Beleggen in Real Assets.

We kunnen gerust stellen dat beleggen in infrastructuur al ESG-compliant was voordat ESG als term werd erkend. Dankzij het private aspect van deze beleggingen en het langetermijnkarakter ervan, is het duurzaamheidskarakter vanuit het perspectief van milieu, social en governance altijd belangrijk geweest om risico’s te begrijpen. Jérôme Neyroud: ‘Het belangrijke woord hier is ‘duurzaam’, wat op twee manieren kan worden uitgelegd. Infra debt kan duurzaam zijn in termen van een duurzame financiële performance (lees: rendement). Een duurzaam rendement biedt een stabiel, regelmatig inkomen op de lange termijn en is niet al te onderhevig aan volatiliteit. Infra debt is daar een goed voorbeeld van, in tegenstelling tot meer volatiele strategieën. Door te beleggen in infrastructure debt kan men beleggen in ESG-compliant producten, om de eenvoudige reden dat infrastructuur in essentie en van nature ESG-compliant is. Zo kan infra debt zowel een financiële als een ESG-performance leveren.’

Bepaalde segmenten binnen de infrastructuursector kunnen een sleutelrol spelen bij het bouwen aan een groenere toekomst door meer energie-efficiënte of milieuvriendelijke manieren te ondersteunen om energie te produceren. Meer recentelijk zijn investeringen in infrastructuur van cruciaal belang geworden in de strijd tegen klimaatverandering, bijvoorbeeld op de volgende gebieden:

- **De investering in en ontwikkeling van hernieuwbare energieprojecten;**
- **Koolstofvriendelijk vervoer, zoals oplaadstations voor elektrische voertuigen;**
- **Apparaten om energie te meten en efficiënter te gebruiken;**
- **Openbaar vervoersvoorzieningen die de individuele CO_2-footprint verminderen.**

Waarom is infra debt relevant voor pensioenfondsportefeuilles en waarom is ESG meer dan alleen een marketingterm als het gaat om deze asset class?

‘Infrastructuur-assets worden gefinancierd door een mix van equity en debt. Schuld is meestal het grootste deel van de financiering (ongeveer 75%). Infra debt - met name private debt - heeft een aantal voordelen die aantrekkelijk zijn gebleken voor langetermijnbeleggers. Het heeft gezorgd voor uitstekende rendementen, creditdiversificatie en een potentieel hogere duration. De ‘monopolistische’ kenmerken en het fysieke karakter betekenen ook dat investeringen in infrastructure debt vaak meer zekerheid bieden voor kredietverstrekkers dan traditionele bedrijfsleningen of obligaties.

Een ander aspect is de voorspelbaarheid en de regelmaat van het rendement. Bovendien is er de niet-financiële stabiliteit: de ESG-performance. Als we kijken naar de ESG-prestaties, zijn er twee zaken waar men rekening mee moet houden: de eerste is investeren in infrastructuur-assets die ESG-compliant zijn en de tweede is ervoor zorgen dat we als belegger een bedrijf verantwoordelijk stellen op het gebied van ESG-prestaties.

Mijn belangrijkste boodschap is dat de wereld haar focus verlegt van puur financiële performance naar ESG-performance. Beide zijn belangrijk. We hebben binnen ons Schroders Infra-team niet voor niets de positie van Hoofd ESG-beleggingen gecreëerd. We hebben ook ons eigen ESG-ratingsysteem, dat vergelijkbaar is met een credit-scoringsysteem; een co-productie van het ESG-team van de Schroders Groep en een externe consultant, waardoor we al onze beleggingen kunnen meten.

Maar om te begrijpen of een ESG-risico in onze belegging zich vertaalt in een credit risk en uiteindelijk in niet-duurzame financiële prestaties, hebben we besloten nog

Julie II

In juli 2020 maakte Schroders bekend dat het € 312 miljoen had opgehaald voor de eerste closing van haar Schroder Euro Enhanced Infrastructure Debt Fund II (Julie II). Het fonds werd in het eerste kwartaal van 2020 gelanceerd en wordt beheerd door Schroder Aida, het gespecialiseerde infrastructuurfinancieringsteam van de groep. Het fonds investeert in Europees sub-investment grade debt en heeft zich ten doel gesteld in totaal € 750 miljoen op te halen. Het eerste Julie fonds werd in 2017 gelanceerd en haalde bijna € 350 miljoen op. Dit bedrag werd binnen twee jaar bijna volledig ingezet.

een stap verder te gaan. Wij streven ernaar voorop te lopen door ons te richten op sectoren en projecten met een positieve sociale of economische impact en door gebruik te maken van de ESG-elementen van onze scorecard en van de krachtige integratie van ESG in ons beleggingsproces. Zo zorgen we ervoor dat de assets die wij selecteren van de hoogst mogelijke kwaliteit zijn.'

Wat zijn de uitdagingen op het gebied van infra debt?

'Een van de uitdagingen van infra debt is dat het schulden betreft en dat het misschien wel moeilijker te verantwoorden is dan equity. We houden het stuur niet in handen, dus we kunnen de CEO niet vragen om iets te doen of iets niet te doen (in tegenstelling tot bij equity). Een andere uitdaging - en dat is 'werk in uitvoering' - is om een bedrijf te verplichten iets wel of niet te doen en om wel of niet te rapporteren over ESG-gerelateerde KPI's. De volgende stap die dan waarschijnlijk volgt, is dat financiële prestaties kunnen worden gekoppeld aan ESG-prestaties. Denk hierbij bijvoorbeeld aan een obligatie waarbij de coupon omhoog of omlaag gaat in lijn met de ESG-prestaties, dus een correlatie of incentive tussen de ESG-performance en de kosten daarvan. Dat is de volgende stap voor de infra debt-markt: een prikkel voor een bedrijf om ESG op de agenda te zetten.'

Infrastructure debt is niet immuun voor een ernstige economische terugval, maar blijkt in deze turbulente tijden een goede 'hedge' te zijn. Kunt u de financiële crisis van 2008 vergelijken met de huidige COVID-19-crisis en uitweiden over de veerkracht van infra debt?

'Het eerlijke antwoord is dat beide crises sterk verschillen. Tijdens de grote financiële crisis van 2008 was financiering het probleem, terwijl het in de COVID-19-crisis in wezen gaat om een ongekende ineenstorting van de vraag in de reële economie. De maatregelen om het virus in te

dammen, hebben vooral kleine bedrijven hard getroffen en de werkloosheid is op de korte termijn explosief gestegen, omdat mondiale overheden proberen het fysieke sociale contact te beteugelen. De luchthavensector is ook zwaar getroffen. De gevolgen van de huidige crisis ten opzichte van een bankcrisis zijn heel anders en zullen de private markten heel anders beïnvloeden dan tien jaar geleden. Ook 'private assets' zijn niet uniform. De rendementsfactoren verschillen aanzienlijk en niet alleen tussen de op equity- en debt-gebaseerde segmenten. De effectiviteit van de stimuleringspakketten van de overheid voor verschillende delen van de economie, de aard van de kasstromen in de onderliggende bedrijven en de duur van de schuldgerelateerde private investeringen dragen allemaal bij aan de verschillen op het gebied van impact.

Infrastructure debt kent een lange geschiedenis van veerkracht in vergelijking met bedrijfsobligatiemarkten.

CV

Jérôme Neyroud is Head of Infrastructure Debt Investments bij Schroders. Hij is verantwoordelijk voor Schroders' infra debt-investeringen en stuurt een team aan van vier portefeuillemanagers en analisten. Hij trad in 2015 in dienst bij Schroders en is gevestigd in Parijs.

Infra debt kan helpen de volatiliteit van een kredietportefeuille te verminderen. Een onderzoeksrapport van Moody's over 'defaults' en herstelpercentages heeft twee specifieke voordelen van deze asset class aangetoond: een beter herstelpercentage dan traditionele bedrijfsobligaties (met ongeveer 30%) en een lagere volatiliteit van de ratings. Bovendien waren de lage volatiliteit en de diversificatie-mogelijkheden die deze beleggingen boden de reden voor de gunstige behandeling van infrastructuur assets door de toezichthouders onder Solvency II.[1]'

Zijn er voldoende mogelijkheden om een impactbeleggingsstrategie uit te voeren op het gebied van real assets voor pensioenfondsen?

'Voor de duidelijkheid kan het beste worden verwezen naar onze definitie van impact investing: beleggingen die zijn gedaan met het primaire doel om specifieke, positieve maatschappelijke voordelen te behalen en tegelijkertijd een financieel rendement te realiseren. Meestal gaat het om investeringen in kleine bedrijven of projecten, met duidelijke sociale doelstellingen, zodat ze over kapitaal kunnen beschikken waar zij anders misschien geen toegang toe zouden hebben. Impact investing is impactvol genoeg voor pensioenfondsen; een investering in infrastructure debt betekent een duurzame investering die zeker een positieve impact zal hebben.'

Last but not least, wat is uw 'elevator pitch' als het gaat om infra debt?

'Infrastructure debt gaat over de financiering van de reële economie en zorgt voor een goede diversificatie in een portefeuille. De wereld verandert immers. We zitten midden in de coronacrisis, ESG boekt steeds meer vooruitgang en mensen moeten hun opvattingen en hun beleggingsallocatie gaan aanpassen. Als men in deze veranderende wereld meer wil leren over duurzaam beleggen in de reële economie, is mijn korte boodschap: wees u ervan bewust dat 'infra debt' bestaat en dat deze beleggingscategorie interessante bouwstenen levert die bescherming bieden tegen de negatieve gevolgen van de COVID-19-crisis. Het is een duurzame belegging in de reële economie die goed is voor pensioenfondsen die een inkomstenstroom voor hun deelnemers willen veiligstellen.' «

1 Bron: Infrastructure default and recovery rates, 1983-2014, Moody's Investor Service

Schroders Infrastructure Debt:

- **Het team biedt gescheiden mandaten en gepoolde fondsoplossingen aan institutionele klanten. Het heeft sinds 2016 circa € 2 miljard opgehaald en circa € 1,7 miljard geïnvesteerd;**
- **Het team biedt beleggingsmogelijkheden in zowel senior als junior debt, zowel in EUR als in GBP;**
- **Het team heeft een sterk trackrecord met ongeveer 65 transacties in 11 landen en 10 sectoren.**

De infra debt-sector is complex en illiquide, maar kan daardoor zeer rendabel zijn voor investeerders die een buy-and-holdstrategie op de middellange of lange termijn (van 5-7 jaar tot 20+ jaar) kunnen implementeren;

Met name sub-investment grade infra debt maakt het mogelijk om gezonde rendementen te behalen in een omgeving met een lage rente, terwijl een sterker creditprofiel behouden blijft dan bij andere assets met een vergelijkbare rating;

Het beoordelen en monitoren van ESG in infrastructuur is een kerncompetentie van het due diligence proces van Schroders.

Verder lezen:
Schroders Infrastructure Debt Update, Q2 2020:
www.schroders.nl/infraupdate
Schroders Infrastructure insights:
www.schroders.nl/infrainsights

www.schroders.nl/infradebt

Contact
Voor meer informatie over de visie van Schroders op infrastructure debt en de mogelijkheden bij Schroders, kunt u contact opnemen met:

Wim Nagler - Director Belgium & Luxembourg
E: wim.nagler@schroders.com

Sjoerd Hoogeveen - Sales Director Institutional
E: sjoerd.hoogeveen@schroders.com

Claudia Dawson - Client Manager
E: claudia.dawson@schroders.com

T: +31 (0)20 3052 840

Foto: Archief IVBN

COLUMN

DOOR ELISA BONTROP, SENIOR BELEIDSADVISEUR WONINGMARKT EN ZORGVASTGOED BIJ DE VERENIGING VAN INSTITUTIONELE BELEGGERS IN VASTGOED NEDERLAND (IVBN)

Sámen werken aan een gezonde woningmarkt voor iedereen

In de aanloop naar de Tweede Kamerverkiezingen op 17 maart 2021 doe ik de dringende oproep aan politici om te focussen op een doordacht langetermijnbeleid voor de Nederlandse woningmarkt.

Al decennialang zijn IVBN-leden welbekende en onmisbare samenwerkingspartners voor de Rijksoverheid, provincies en gemeenten bij het aanjagen van een gezonde woningmarkt. Kwalitatief hoogwaardige nieuwbouw, verduurzaming en goed verhuurderschap zijn key. IVBN-leden werken op een verantwoorde manier voor én met pensioen- en verzekeringsgeld, zodat ook starters, senioren, mensen met middeninkomens en mensen in sleutelberoepen prettig kunnen wonen en verblijven in onze steden. Echter, nu de reguleringsdrang van een aantal politieke partijen in een overdrive terecht dreigt te komen, is het belangrijk dat realisme en zorgvuldigheid onderdeel blijven uitmaken van de langetermijn-beleidsplannen omtrent de Nederlandse woningmarkt. Ondoordachte maatregelen moeten worden voorkomen.

De afgelopen jaren is de Nederlandse woningmarkt steeds complexer geworden. Denk bijvoorbeeld aan de groeiende bevolking en andere demografische veranderingen. Maar ook de toegenomen verscheidenheid aan 'spelers' op de woningmarkt – waaronder particuliere buy-to-let-beleggers – zorgt voor uitdagingen en/of noopt in sommige gevallen tot gericht beleid. In plaats van een gezonde focus op kansen, resulteert dit op zowel landelijk als lokaal niveau jammer genoeg steeds vaker in een ondoordachte focus op generieke reguleringsmaatregelen. Een gegronde reden tot zorg, want voorkomen moet worden dat dit ten koste gaat van de nieuwbouwproductie en daarmee van de keuzemogelijkheden voor huurders én woningzoekenden.

De leden van IVBN dragen bij om steden en wijken toekomstbestendig te maken en te houden; een mix aan voldoende en kwalitatief hoogwaardige huurwoningen maakt hier integraal onderdeel van uit. IVBN-leden hebben sinds 1960 meer dan een half miljoen woningen gerealiseerd en exploiteren nu circa 140.000 huurwoningen, waarvan ongeveer 100.000 in de vrije huursector. De afgelopen vier jaar namen zij zo'n 10% van alle gerealiseerde nieuwbouw van woningen voor hun rekening en gemiddeld voegen zij jaarlijks 7.500 woningen toe aan de Nederlandse woningmarkt. In de periode 2020-2023 hebben IVBN-leden al bijna 31.000 nieuwbouwwoningen in hun harde pijplijn zitten. En er is nog meer goed nieuws: er is op dit moment nog veel meer van dit 'sociale kapitaal' beschikbaar. IVBN-leden streven dan ook naar een verdubbeling van het aantal gecommitteerde huurwoningen.

Met hun focus op middenhuur willen én kunnen IVBN-leden een substantiële bijdrage leveren aan een gezonde woningmarkt. Maar dit is alleen mogelijk wanneer een zelfstandig en solide middenhuursegment tot stand komt. Tegelijkertijd denken IVBN-leden met overheden mee over gerelateerde complexe vraagstukken, bijvoorbeeld op het gebied van verduurzaming, veiligheid en bereikbaarheid. Een voorspelbare langetermijnhorizon is hierin voor IVBN-leden essentieel. Dit is dan ook de reden dat leden van IVBN alleen investeren op basis van constructieve langetermijn partnerships. Er zijn diverse afspraken tussen gemeenten en IVBN-leden mogelijk, waarbij passende grondprijzen en een acceptabel rendement de basis blijven. Ook betrokken vastgoedpartners kunnen het immers niet alleen.

In de aanloop naar de Tweede Kamerverkiezingen blijft IVBN actief in gesprek met landelijke politici over de noodzaak van doordacht langetermijnbeleid voor de Nederlandse woningmarkt. Alleen met een focus op de lange termijn (stimulering) in plaats van op de korte termijn (ondoordachte ad hoc maatregelen) kan het noodzakelijk stabiele investeringsklimaat voor institutionele beleggers en andere maatschappelijk betrokken investeerders worden behouden. We delen immers een gemeenschappelijk doel en dit doel kunnen we alleen sámen bereiken: een aantrekkelijke en toegankelijke woningmarkt voor iedereen. «

BELEGGERS LATEN EENGEZINSWONINGEN TEN ONRECHTE LINKS LIGGEN

Door Kes Brattinga

Woningbeleggers investeren vooral in appartementen in grote steden. De vraag naar eengezinswoningen blijft de komende decennia echter onverminderd hoog, ook buiten de grote steden. Woningen in het groen passen daarom uitstekend in een institutionele portefeuille. De belangrijkste voordelen op een rij.

DE MEEST GEWILDE WONING

De eengezinswoning is in Nederland de populairste woonvorm. Zo'n twee derde van de huishoudens met verhuisplannen zou het liefst naar een eengezinswoning verhuizen. Door het grote woningtekort is het aanbod echter beperkt, zeker wanneer huren de voorkeur heeft. Het aantal bestaande eengezinswoningen in de vrijesectorhuur is in de afgelopen vijf jaar met vijftien procent gedaald, terwijl het aantal huurappartementen in de vrije sector juist steeg. Het merendeel van de nieuwe eengezinswoningen is als koopwoning gerealiseerd (bron: ABF).

Bij institutionele beleggers is de afname in het huuraanbod van eengezinswoningen zichtbaar in de beleggingsportefeuille. Door hen werd in de afgelopen 10 jaar voor een groter bedrag aan eengezinswoningen verkocht dan aangekocht, terwijl het totale institutionele woningbezit in de afgelopen 10 jaar sterk steeg (bron: MSCI). Er zijn twee oorzaken te noemen. Ten eerste ligt de geografische focus van institutionele partijen sterk op de grote steden in Nederland. Hier is de woningbouwopgave groot en zijn de grondkosten hoog, waardoor er nauwelijks fysieke en financiële ruimte is voor de nieuwbouw van betaalbare eengezinswoningen. Ten tweede hebben institutionele beleggers in de afgelopen jaren veel (verouderde) eengezinswoningen verkocht. Het betreft dan vooral woningen gelegen in gebieden met lage bevolkingsprognoses, waar de lage huurprijzen niet in verhouding staan tot de vereiste (duurzaamheids)-investeringen in deze woningen.

Foto: Archief Syntrus Achmea Real Estate & Finance

Kes Brattinga

Ondanks de afname van het aantal eengezinswoningen in beleggingsportefeuilles zijn er verschillende redenen te noemen waarom beleggingen in dit type woningen aantrekkelijke risico-rendementsverhoudingen bieden. Met een gemiddeld totaalrendement van ruim 8 procent in de afgelopen 10 jaar, doen eengezinswoningen niet onder voor andere asset classes. Ze leveren een hoger direct rendement dan meergezinswoningen, met daarnaast relatief lage onderhoudskosten doordat ze minder installaties zoals liften herbergen.

HONKVASTE HUURDERS

De belangrijkste eigenschappen van eengezinswoningen zijn de gebruikersvraag en de woonduur. De primaire doelgroep van eengezinswoningen betreft de in totaal 2,5 miljoen (één- of tweeouder)gezinnen in Nederland. Hiervan woont 80% in een eengezinswoning (bron: ABF). Het grootste deel hiervan bestaat uit gezinnen waarvan het oudste gezinslid tussen de 30 en 64 jaar is, de leeftijdsgroep waarbij in veel huishoudens sprake is van thuiswonende kinderen. Deze gezinsvorming zorgt voor een relatief stabiele fase in de wooncarrière, waarbij de gemiddelde woonduur langer is dan in andere levensfases (bron: Woon, 2012). Bij deze groep is de behoefte aan extra (slaap) kamers en buitenruimte het grootst. De algemene verwachte groei van thuiswerken, ook na de COVID-19-pandemie, zal de vraag naar woningen met meer kamers doen toenemen.

Naast gezinnen wonen veel senioren (zonder kinderen) in eengezinswoningen. Puur kijkend naar de huishoudenssamenstelling wonen deze zogenaamde 'empty nesters' te ruim in hun woning, maar voor velen is verhuizen geen optie. Zaken als sociale binding met de buurt, een tuin, ruimte voor hobby's en logees (kleinkinderen) zijn kwalitatieve factoren waardoor senioren graag blijven wonen in hun ruime eengezinswoning. Daarnaast is

het financieel niet interessant om te verhuizen. Gecorrigeerd voor omvang en locatie stegen de koopsommen en huurprijzen voor appartementen in de afgelopen 20 jaar veel harder dan die voor eengezinswoningen (bron: PBL en Calcasa, 2020). Hierdoor zullen bij een mogelijke verhuizing naar een appartement concessies gedaan moeten worden aan de woonoppervlakte, waardoor er, in combinatie met de eerder genoemde kwalitatieve factoren, het gevoel ontstaat dat men erop achteruitgaat. Het gevolg is dat senioren gemiddeld het langst in hun (eengezins)woning wonen.

Door deze lange woonduur, zowel bij ouderen als bij gezinnen, is de (financiële) leegstand lager dan bij appartementen. Dit dempt het operationele risico voor investeerders en leidt tot lagere verhuurkosten.

CONCURRENTIE VAN KOPERS

Relatief veel eengezinswoningen zijn te vinden in de koopsector, meer dan bij appartementen het geval is. Aangezien veel potentiële bewoners van eengezinswoningen verwachten er voor een langere tijd te wonen, ligt kopen voor de hand. Daarnaast is kopen door de huidige lage rentestanden in veel gevallen financieel interessanter. Ondanks de duidelijke voorkeur voor het kopen van een grondgebonden woning, blijft er echter een grote groep huishoudens die vraag uitoefent naar eengezinswoningen in de vrijesectorhuur. Deels betreft het middeninkomens in een aantal grote steden die te veel verdienen voor sociale huur maar te weinig om te kunnen kopen. Daarnaast zijn er huishoudens die om verschillende redenen voor huren kiezen: ze kunnen geen geschikt koophuis vinden, willen geen onderhoud, of waarderen de flexibiliteit die een huurwoning met zich meebrengt. Dit betreft bijvoorbeeld huishoudens die vanwege hun werk frequent moeten verhuizen (zoals expats of technisch personeel dat op een projectlocatie werkt) of waarbij de huishoudenssamenstelling onlangs veranderd is (door bijvoorbeeld samenwonen of een scheiding). Eengezinswoningen in de vrijesectorhuur bieden flexibiliteit, maar zijn in de afgelopen jaren steeds schaarser geworden.

Figuur 1: Totaal rendementen en financiële leegstand eengezinswoningen (EGW) en meergezinswoningen (MGW) in institutioneel bezit

Bron: MSCI, bewerking Syntrus Achmea Real Estate & Finance

VRAAG STIJGT NIET OVERAL

Zoals eerder geconcludeerd komt de toekomstige vraag naar vrijesectorhuur eengezinswoningen met name vanuit gezinnen. Deze demografische groep zal in de komende 20 jaar landelijk groeien, maar door de vergrijzing zal dit niet overal het geval zijn. Binnen de regio's van de grote steden (G4) is de toekomstige vraag het grootst, maar de ruimte is daar beperkt. Als gevolg hiervan liggen de markthuren er hoog. Hierdoor kan slechts een beperkte doelgroep hier huren en is het afzetrisico hoog. Door kleinere eengezinswoningen (van rond de 100 m^2) met een efficiënte plattegrond te realiseren, kunnen er in de buitenwijken en randgemeenten betaalbare eengezinswoningen gerealiseerd worden voor (middeninkomen)gezinnen die in of dichtbij de stad willen blijven wonen.

De grootste kansen voor eengezinswoningen liggen echter in de regio's buiten de G4, waar zich vergelijkbare groeivooruitzichten van het aantal gezinnen voordoen. Dit zijn niet alleen de middelgrote steden in de provincies in de Randstad, maar ook (goed bereikbare) steden in Noord-Brabant en Oost-Nederland. Hier wordt een forse groei van het aantal gezinnen verwacht (bron: ABF). Deze regio's zijn relatief centraal gelegen in het land, waardoor werkgelegenheid en stedelijke voorzieningen nabij zijn en een brede groep huishoudens wordt aangesproken. Locaties in of aan randen van steden zijn hiervoor geschikt. Zo kunnen er duurzame en betaalbare eengezinswoningen met groenvoorzieningen gerealiseerd worden op bijvoorbeeld (voormalige) agrarische gronden of verouderde bedrijventerreinen. Hierdoor is de impact op het landschap beperkt en wordt groen toegevoegd, waardoor ook de kwaliteit van wonen hoog blijft. Ten slotte is het vanuit beleggingsoogpunt eveneens interessant om in deze regio's te investeren vanwege de hogere aanvangsrendementen en stabiele totaalrendementen.

CONCLUSIE

Door te beleggen in eengezinswoningen kan geprofiteerd worden van een goed rendement met een laag risico. De relatief honkvaste huurders zorgen namelijk voor stabiele huurinkomsten en een lage mutatiegraad. Wel dient er voldoende aandacht te zijn voor de regionale marktvraag en de concurrentie van de koopmarkt. Als hieraan wordt voldaan, passen eengezinswoningen uitstekend in een institutionele beleggingsportfolio. Ze vormen als belegging een goede toevoeging op de appartementen in de grote steden waar in de afgelopen jaren de focus op heeft gelegen. «

Dit artikel is geschreven door Kes Brattinga, Afdeling Strategy & Research, Syntrus Achmea Real Estate & Finance.

Foto: Archief Thijs Jochems

COLUMN

DOOR THIJS JOCHEMS, ADVISEUR EN PRIVATE INVESTOR

Worden conventionele risicomanagers straks risicoleiders met een lange ij?

Dat onzekerheid over de toekomst in de financiële sector een steeds groter schrikbeeld oproept, is voor de meeste lezers allang geen nieuws meer. De wereld ondervindt al jaren de invloed van langdurige trends als vergrijzing en automatisering. De versnelling die Covid-19 in een aantal van die trends veroorzaakt, zorgt voor een sterke verandering in ons economische gedrag. De vraag is hoe toekomstige verbanden kunnen worden gelegd om de risico's van langetermijninvesteringen beter in kaart te brengen.

In de financiële sector bepalen conventionele risicomanagers met name aan de hand van statistische grootheden, zoals correlatie en volatiliteit, hoe risicovol bepaalde financiële assets en portefeuilles zijn. Met behulp van een statistische benadering stellen zij toekomstige risico's vast door een 'intelligente' interpretatie van waarschijnlijkheidsverdelingen uit het verleden.

Maar wat te doen met nieuwe risico's waarover geen historische data bekend zijn? Als er geen historie is, is er ook geen waarschijnlijkheidsverdeling van uitkomsten uit het verleden. We spreken dan niet langer over risico, maar over *onzekerheid*[1]. Veranderingen zoals de coronacrisis gaan, door de snelheid en omvang ervan, voor ingrijpende trendbreuken met het verleden zorgen. En nee, er is geen historisch vergelijkingsmateriaal om dit soort ontwikkelingen in kaart te brengen. Het echte risico wordt gevormd door *economische domino's*.

Voor beleggers is dit een zaak van levensgroot rendementsbelang.

Kijk bijvoorbeeld naar de ontwikkeling van het thuiswerken. Al in de jaren voor de Covid-19-uitbraak zagen we een lichte toename van het aantal thuiswerkers. Sinds de coronacrisis is er echter plotseling een aanzienlijk hoger percentage mensen thuis aan het werk. In 2017 waren in de Verenigde Staten al vijfenvijftig miljoen zelfstandig werkenden. Zelfstandigen die, zo blijkt uit onderzoeken, meer flexibiliteit voor hun privéleven willen en liever thuiswerken.

De vraag is echter niet of we hiermee permanent een veel groter contingent thuiswerkers gaan krijgen – dat die trend zich voortzet, lijkt onomkeerbaar – maar vooral wat de gevolgen daarvan gaan zijn. Op grote schaal thuiswerken stelt immers hele andere eisen aan woningen. Bedrijven zullen moeten investeren in thuisfaciliteiten. De investeringen in stedelijke infrastructuur, inclusief de voorzieningenstructuur daaromheen, zullen sterk aangepast moeten worden.

De impact van thuiswerken op vastgoed, dat zo'n twee derde van de wereldwijde, investeerbare financiële assetbasis voor beleggers omvat, staat niet op zichzelf. Vele industrieën en diensten gaan met vergelijkbare veranderingen te maken krijgen. Kijk naar de performance van de S&P 500 in de laatste maanden.

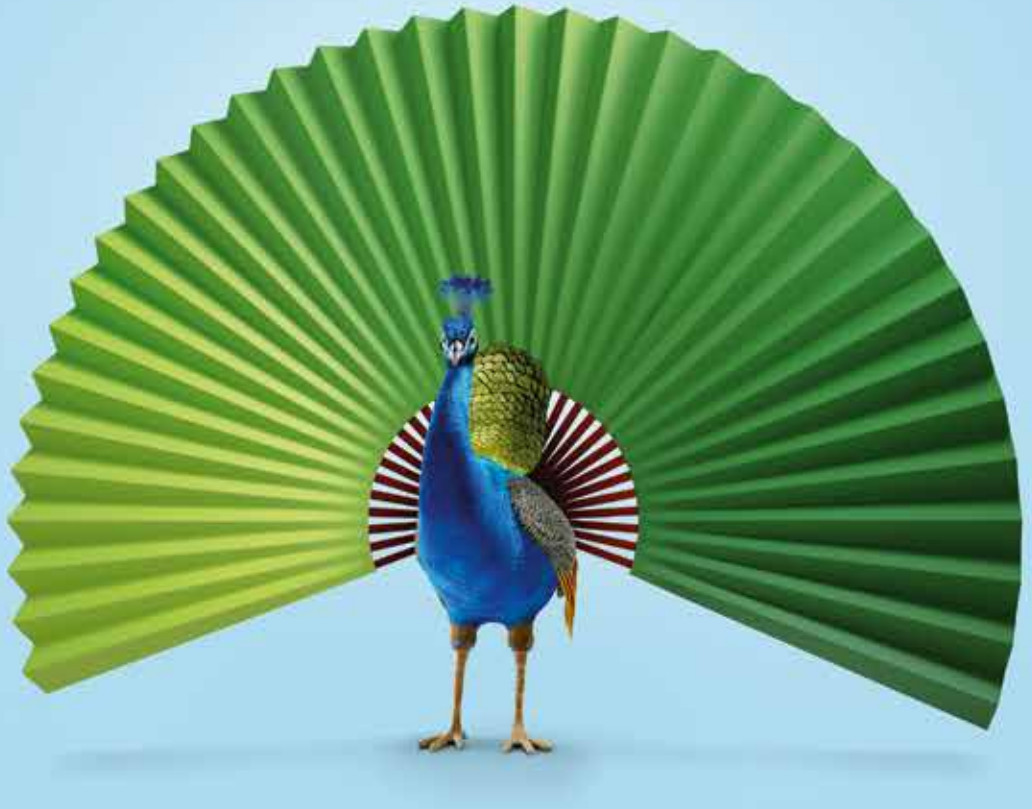
Duidelijk is dat de nabije toekomst van onze wereld zich niet langer leent voor een puur statistische benadering. De transformatie van de conventionele risicomanager naar de innovatieve risicoleider van morgen vereist een nieuwe aanpak, waarin het in kaart brengen van economische domino's centraal moet gaan staan. Dus weg met het risicocomité in haar huidige vorm. Zo niet, dan wordt die transformatie een lange lijdensweg. «

1 Frank Knight, *Risk, Uncertainty and Profit*, 1921

De Nr. 1 Europese vermogensbeheerder(1)

Amundi's gamma van ETF's voor duurzaam beleggen

Er zijn vele tinten groen.
Kies de schakering die het beste bij u past.



Als toonaangevend Europees vermogensbeheerder(1) ondersteunen wij uw ambities op het vlak van duurzaam beleggen, en daar zijn wij trots op.

- Een ruim gamma van kostenefficiënte aandelen- en obligatie-icbe-ETF's met ESG-beleid;
- Een klantgerichte benadering die het hele spectrum van ESG-integratie overspant;
- Klimaatgerichte ETF's om u te helpen de opwarming van de aarde tegen te gaan.

amundietf.nl

Vertrouwen
moet je verdienen

Amundi
ASSET MANAGEMENT

BELEGGERS ZIJN BLOOTGESTELD AAN HET RISICO VAN KAPITAALVERLIES.
Enkel voor professionele klanten. Deze promotie wordt uitgegeven in Nederland door Amundi Asset Management. Amundi Asset Management is een vergunning verleend door en het staat onder toezicht van de Autorité des Marchés Financiers (AMF), beschikt over een Europees paspoort voor dienstverlening in Nederland en is in het register gehouden door de Autoriteit Financiële Markten opgenomen. Meer informatie over deze registratie is op verzoek verkrijgbaar. Dit materiaal is niet bestemd voor burgers of inwoners van de Verenigde Staten van Amerika of voor een 'U.S. Person', zoals gedefinieerd in Regulation S onder de US Securities Act van 1933. Deze advertentie strekt uitsluitend ter informatie en vormt geen aanbeveling tot aan- of verkoop. Beleggingen in een fonds mogen enkel worden gedaan op basis van de essentiële beleggersinformatie ('KIID') en het prospectus voor dat fonds, die informatie bevatten over de beleggingsrisico's en op verzoek verkrijgbaar zijn in het Nederlands of op amundietf.com. Bij de handel in ETF's kunnen er transactiekosten worden aangerekend. (1) Bron: IPE "Top 500 Asset Managers", gepubliceerd in juni 2020 en gebaseerd op het beheerde vermogen per 31/12/2019. | WALK®

Investing in the future of European renewable energies

BY RODERICK MACDONALD, DIRECTOR AND SENIOR PORTFOLIO MANAGER, INFRASTRUCTURE EQUITY, ALLIANZ GLOBAL INVESTORS

Europe's renewable energy industry is a dynamic infrastructure market that has evolved over almost 25 years. It has grown from depending on government support policies to standalone independent business models.

Many of the first investors in the European renewable energy market were pension funds and other institutional investors looking to match long-term annuity obligations to stable and predictable cash flows with low or no correlation to other capital markets. Such a profile can still be found today, even though the market landscape has changed.

Today, as more capital in the renewable sector is flowing to traditional operational assets, investors are exploring opportunities across various sub-sectors of the renewable energy space, moving up the project value chain in order to maintain the same return level.

Photo: Allianz Global Investors

RODERICK MACDONALD

Thanks to increasing efficiencies in construction and technological advances, the cost of providing renewable energy has dropped dramatically. Solar and onshore wind power are now both as competitive as traditional power generation[1].

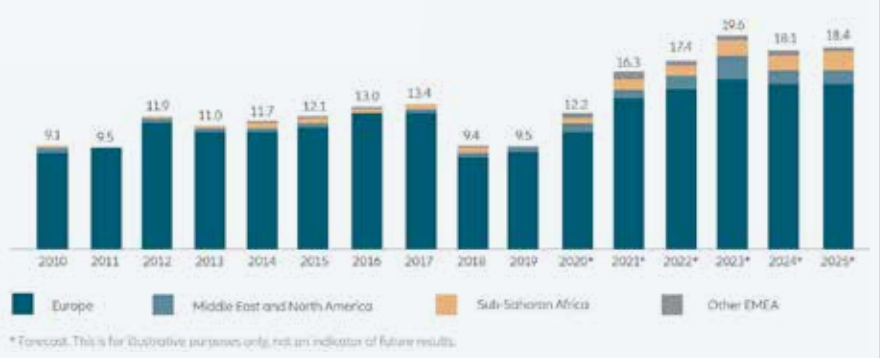
The development of a healthy purchase power agreement (PPA) market is another indication that alternative revenue structures to feed-in tariffs and subsidy mechanisms can attract new investment in the sector as well.

Stability in a changing environment

The European energy sector is experiencing dynamic changes driven predominantly by the growth of renewable energy. Electricity markets are complex and the construction of a power plant is generally highly regulated. The institutional investor looking to add stability to a portfolio by making direct investments in renewable energy assets, must understand not only the specific national markets and the technology in which they are investing, but must also have a bottom-up understanding of what drives the return and cash profile of a potential investment. Investments will only add stability to a portfolio if the right care is taken in the investment process and the management of those assets over a potential 40-year lifetime. Successful investing in the industry at such an inflection point requires a manager that can navigate the many challenges for the future. To achieve this success, experience will be key.

Implementing PPA solutions in the absence of government support mechanisms and investing along the

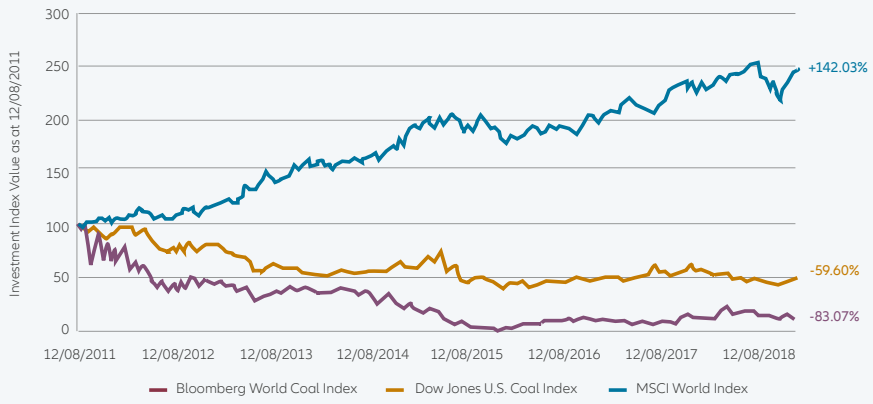
Figure 1: Annual onshore wind installations in EMEA region



Note: Europe numbers include Turkey

Source: BloombergNEF

Figure 2: Coal index performance versus a broad market index



Source: Allianz Global Investors, Bloomberg as at December 2018

value chain to optimise returns are two examples of where this expertise is critical. Maintaining an active asset management adapting to market opportunities including financing, refinancing, repowering and opportunistic sales illustrates the need for a team with strong industry and engineering know-how.
Given the intense competition for good projects, a manager must also possess and maintain a strong network to source high quality investment opportunities and have the skills to bring those investments to a close. Investing in these types of real assets requires a great deal of market experience, which is of paramount importance to any institutional investor contemplating such an allocation to add stability to its portfolio.

Conclusion

The transition of the European energy sector to a renewable and storage-based market will require an investment of approximately EUR 2.3 trillion[2] through 2050.[3] From 2004 through 2018, an average of 75% of renewable investment has come from private asset finance.[4]

One of the main reasons for this investment trend has been that institutional investors seek a 'safe' home for capital. With a low yield environment foreseen for the mid- to long-term, renewable energy as an asset class continues to attract institutional investors despite the dynamic nature of the sector.
While some investors are attracted by the environmental and social benefits of such investments, most are seeking stable returns and low correlation to other asset classes as a stabilising element to their client portfolios.
2020 was forecast to be a record year for renewable energy instalments in Europe, with much of that expected increase now shifting to 2021.

Opportunity continues to exist in the sector with the basic elements that have attracted investors for over two decades still available today. «

1 Gray, M., & Sundaresan., S. (March 2020). How to waste over half a trillion dollars: the economic implications of deflationary renewable energy from coal power investments, pp. 5, 9-10, 18-19. Carbon Tracker Initiative.
2 OANDA as at 14/07/2020: Exchange rate: 1 USD/0.88196 EUR
3 Moore and Henbest, (June 2019). New Energy Outlook 2019, p. 119. BloombergNEF
4 McCrone, A., (2019). Global Trends in Renewable Energy Investment 2019, pp. 32, 33. Frankfurt School-UNEP Centre/BNEF

For more information on partnering with Allianz Global Investors, or on investing in European Renewable Energy please contact Tim.Soetens@allianzgi.com or Sjoerd.Angenent@allianzgi.com.

Key highlights:

Renewable infrastructure investments have a stabilising effect on portfolios as they exhibit a low correlation to capital markets;

Renewable energy is price competitive with traditional generation and is now the cheapest electricity ever generated at scale;

The renewable energy sector in Europe has shown itself to be highly resilient in the face of the Covid-19 crisis;

The renewable sector is in transition towards private off-take arrangements and earlier stage investments, with new investment opportunities based on technological necessities;

The renewable energy sector continues to be a dynamic market, providing investors with ample opportunity to invest while achieving their sustainability goals and meeting new legal requirements to disclose ESG-and Impact-related topics.

Disclaimer: Investing involves risk. The value of an investment and the income from it may fall as well as rise and investors might not get back the full amount invested. Investing in fixed income instruments may expose investors to various risks, including but not limited to creditworthiness, interest rate, liquidity and restricted flexibility risks. Changes to the economic environment and market conditions may affect these risks, resulting in an adverse effect to the value of the investment. During periods of rising nominal interest rates, the values of fixed income instruments (including short positions with respect to fixed income instruments) are generally expected to decline. Conversely, during periods of declining interest rates, the values of these instruments are generally expected to rise. Liquidity risk may possibly delay or prevent account withdrawals or redemptions. Past performance is not a reliable indicator of future results. If the currency in which the past performance is displayed differs from the currency of the country in which the investor resides, then the investor should be aware that due to the exchange rate fluctuations the performance shown may be higher or lower if converted into the investor's local currency. The views and opinions expressed herein, which are subject to change without notice, are those of the issuer companies at the time of publication. The data used is derived from various sources and assumed to be correct and reliable at the time of publication. The conditions of any underlying offer or contract that may have been, or will be, made or concluded, shall prevail. AdMaster 1234992

MAKING MARKETS FIT FOR SDG IMPLEMENTATION

By Herman Mulder

2015 was a marquee year in international cooperation (the last one?) through the adoption by the UN of the SDGs and the 1,5 C Paris Climate Agreement. The SDGs set the stage for a medium term, comprehensive (for People, Planet & Prosperity), global and universal (public & private sectors) blueprint and action plan.

MAJOR BUSINESS OPPORTUNITY, PROVIDED THE CONDITIONS ARE RIGHT

The SDGs form an aspirational 'doing good & well' opportunity agenda and are conditioned by the 'do no harm'-ESG floor. The 2017 'Better Business, Better World' Report of the Business and Sustainable Development Commission estimated significant incremental business opportunities by the SDGs of at least (gross) $ 12 trillion per year by 2030 in four 'hotspot' areas: Food & Agriculture, Cities, Energy & Materials, and Health & Wellbeing. For comparison, the global GDP was $ 80 trillion in 2019.

Photo: Archive Herman Mulder

Herman Mulder

THE 2020 PANDEMIC IS A MAJOR SETBACK: THE COSTS OF INACTION...

The real 'black swan' of the Covid-19 pandemic was our lack of preparedness. Late recognition and underwhelming, divergent responses have proven to be very damaging for people, disruptive for the economy and expensive for governments. In January this year, the World Economic Forum issued its 2020 Global Risks Report in Davos, plotting 'infectious diseases' only in the 'high societal/low business' risk/impact category.

...WITH MULTIPLE NEGATIVE CHAIN-EFFECTS...

The pandemic (SDG 3) had serious negative knock-on effects on many of the themes addressed in the SDGs, notably the economy, employment, poverty, inequalities. This impact chain illustrates the logic of the global, universal and comprehensive nature of the SDG-framework: the interdependency of peoples and interconnectedness of issues require a collective and integral approach: leave no one or any SDG behind.

...REINFORCE THE URGENT NEED FOR CONDITIONED, COLLECTIVE RECOVERY ACTION!

'No planet, no people: no prosperity, no profit': the pandemic has made us aware that nature has surprises and boundaries, but no borders. The 2008 Great Financial Crisis (GFC) was caused by the financial sector with subsequent serious impacts on the real economy. The current Covid-19 crisis is quite different and worse: it started in the real economy, with greater and longer lasting, even fundamental, consequences.

A 'PERFECT STORM' WITH COMBINED PRE-EXISTING AND NEW CHALLENGES

Prior to Covid-19, and underlying the SDGs and the Paris Agreement, the combined growth of population and welfare and the way we manage our economies were already contributing factors to an unsustainable world: we are already using our natural capital well beyond our planetary boundaries. We tolerate increasing inequalities. We face geo-political fragmentation and local social disturbances. Pre-existing high debt-levels were high already.

WE ARE LIVING IN AN AGE OF CONSEQUENCES, DISTURBANCES AND DISRUPTIONS

The aforementioned forces may further erode fundamental values of our society: the rule of law, public accountability, trust in democracy and its governing institutions. Covid-19 stabilization and recovery programs are financed by public debt, further mortgaging the future, causing more fragility in our economies.

FROM ACCIDENTAL PAIN...

Apart from the lack of public health resilience, the pandemic has exposed us to other gaps as well: (1) an international governance and leadership gap, (2) an equity gap, consisting of an increasing financing imbalance with all current programs financed by public debt, (3) a humanitarian gap, with the economies in the global South being more seriously affected. Covid-19 must also cause us to rethink the role of government, the prevailing neo-liberal 'light touch' role of governments and the focus on short term results and cost efficiencies in government and business have reduced our resilience and 'future fitness'.

...TO SYSTEMIC GAIN, IF ORDERLY EXECUTED, WITH AMBITION

The SDGs and the Paris Agreement should be the keys for such a reset, rebuild and regroup. A collaboration between public and private parties with smart, budget-efficient input and outcome-effective solutions, is needed to address social, environmental and economic issues. To 'spark' a sustainable economy, a coherent and well-directed set of government incentives and removal of obstacles need to be put into place.

COLLECTIVE ACTION TO REGROUP, RESET, REBUILD

Government should 'make a better society possible', offering the enabling space to activate all societal actors by creating a coherent regulatory and policy environment which sets a clear direction with boundaries and is catalytic, with smart interventions and instruments for business and civil society 'to make such a society happen'. Business should strive for long term value creation for all stakeholders without ignoring the short term realities, guided by principles of ethical, sustainable, multi-stakeholder, impact-sensitive multi-capitalism and the SDGs. Civil society should act as a challenging partner.

A NEW ECONOMIC PARADIGM: THE IMPACT ECONOMY

The new economic paradigm is measuring and managing returns on the relevant capitals (financial, natural, social, human) referenced against the SDGs[1]. Business needs to define its purpose in society. Stakeholder-inclusive, context-sensitive and forward-looking due diligence on the basis of 'double materiality' (for the company and its stakeholders) in the entire value chain will strengthen long term value creation for all stakeholders, including society. Forward-looking integrated reporting (including verified impact statements) should become the norm.

SYSTEMIC CHANGE: MAKING MARKETS WORK FOR SDG PURPOSE & IMPLEMENTATION

Today's markets are not efficient in our 'age of consequences' and are blind to our 'desired state of society': the 'invisible hand' of Adam Smith needs brains and a heart. Traditional methodologies for product prices and asset valuations are misleading, as these are not explicitly considering externalities or the values, cost and benefits of others forms of (scarce) capital other than financial.

FROM ADDITIONALITY TO CATALYTIC GOVERNMENT INTERVENTIONS

Accelerating and scaling of ambitions can only be effectuated if governments step up by creating the enabling conditions for business to deliver, by 'Making Markets fit for SDG Implementation'. Governments may consider themselves constrained by the limitations on state support and by the principles of 'additionality': government sponsored financing structures and instruments are in principle available only if there is a case of specific market failure. However, at the moment we are suffering from a general, massive markets failure!

EQUITY, BLENDED FINANCE AND FINANCIAL INNOVATION

Much mobilization of equity capital requires a positive outlook for the economy and a supportive and coherent regulatory and policy framework. Blended finance needs to be further developed and applied at scale with new complementary funding and risk distribution approaches, such as the availability of public start-up, scale-up and/or patient equity capital, impact related partial risk guarantees (with social performance triggers), transition financing with de-risking and pricing incentives, green, social and development impact financing, pay-for-performance structures, contract-for-difference structures, CO_2-floor pricing insurance.

FINANCING THE SDGS: MORE THAN SMART MONEY ALONE

Other drivers are also needed to spark, implement and facilitate the recovery: strong government policy statements, regulatory measures and budgetary allocations, green tax reform, Civil Code improvement on social enterprises, mandatory purpose, due diligence, stakeholder inclusion, integrated reporting with impact statements, true pricing and competition law.

FINANCIAL SECTOR AS 'STEWARD FOR GOOD & WELL'

The financial sector needs to: (1) redefine its core purpose as being a steward, by advice and capital mobilization, for responsible and sustainable value creation for its customers, investees and society-at-large, (2) deliver on a fair Risk, Return and Impact Balance, (3) apply a 'multi-capitals', true pricing and impact weighted account approach, and (4) use its leverage on their customers and investees in their value chains. Also, the sector needs to be liberated from its own regulatory 'lockdown' since 2008/9: the business line of banks is the first line of defense (to protect depositors), not exactly stimulating stewardship. Pension funds need to balance the long term value interest to contribute to the SDGs for their future pensioners, as well as the duty to generate sufficient income today for the current ones. «

1 See also: www.impacteconomyfoundation.org.

This article was written by Herman Mulder, Chair of the Impact Economy Foundation.

Impact investing wordt de komende jaren alleen maar belangrijker

DOOR RENÉ BOOGAARTS

Hoewel impact investing de komende jaren waarschijnlijk sterk zal groeien als beleggingscategorie, moet er volgens Nikkie Pelzer en Theo Brouwers van ACTIAM nog veel gebeuren. ‘Maar juist de financiële wereld kan een heel belangrijke rol spelen.’

‘Natuurlijk kan de portefeuille van een pensioenfonds volledig duurzaam worden belegd. Bij ons is immers ook alles op ESG-basis belegd’, aldus Nikkie Pelzer en Theo Brouwers. Als wordt tegengeworpen dat er verschillen zijn tussen pensioenfondsen en vermogensbeheerders, bijvoorbeeld door de lange beleggingshorizon van de eerste groep, geven beiden aan dat pensioenfondsen daardoor juist nog duurzamer zouden kunnen beleggen.

Brouwers en Pelzer weten waar ze het over hebben. Brouwers is Managing Director Impact Investing en Pelzer Senior Impact Investing Analyst. ‘In ons Investment Committee heb ik een vetorecht’, vertelt Pelzer. ‘Als een investering geen of onvoldoende duurzaam rendement heeft, nemen we deze niet op in de portefeuille.’ Dit beginsel werkt ook door aan de klantenkant. Pelzer: ‘Waar we aan de ene kant door klanten die voorop willen lopen op ESG-gebied, worden gestimuleerd om steeds duurzamer te zijn, moeten we ‘nee’ verkopen aan partijen die weinig op hebben met onze basisprincipes voor duurzaam beleggen.’

Foto's: Cor Salverius Fotografie

NIKKIE PELZER

Vermogensbeheerder ACTIAM heeft zijn wortels in de oude vakbeweging. Ooit hoorde het bij de onderlinge verzekeraars Reaal en Zwitserleven; later werd het SNS Asset Management. ‘De afgelopen tien jaar is mijn afdeling, Impact Investing, heel stabiel geweest’, vertelt Brouwers. ‘Het kernteam, waarin alle competenties aanwezig zijn, zoals relationship management, sales, portfoliomanagement en impact management, is een hechte groep die in dienst staat van onze klanten. Neem het klanttevredenheidsonderzoek met daarin de Net Promotor Score (NPS). Waar de sector als geheel -20 punten scoort, halen wij +27. Klanten geven ons negens en tienen; zevens tellen niet en een zes levert minpunten op. Die goede score heeft alles met ons team te maken.’

Geldstromen

Veel vermogensbeheerders zeggen tegenwoordig dat duurzaamheid in hun DNA zit. Brouwers moet er een beetje om lachen. Het gaat hem wat te ver, want de financiële wereld kwam pas heel laat in actie. Hijzelf zag het licht al eind jaren negentig, toen hij als Directeur Effecten bij ING kort na elkaar bezoek kreeg van vertegenwoordigers van Greenpeace, Amnesty International en het Wereld Natuur Fonds. ‘Toen kreeg ik door dat je op het gebied van duurzaamheid heel veel kunt bereiken door geldstromen te verleggen’, vertelt hij. ‘Ik vroeg Alexander Rinnooy Kan, toen lid van de Raad van Bestuur, of ik mijn baan kon opzeggen en mocht gaan onderzoeken wat financiële

Je moet een lange beleggingshorizon hebben als je aan impactbeleggen wilt doen. Pensioenfondsen hebben die.

Als een investering geen of onvoldoende duurzaam rendement heeft, nemen we deze niet op in de portefeuille.

instellingen zouden kunnen doen. Ik kreeg zijn volledige steun.' Uiteindelijk ging hij in 2006 naar SNS Asset Management, omdat die organisatie op dat gebied echt stappen zette.

Duurzaam beleggen kan op veel manieren. Het begon eind vorige eeuw met het weren van investeringen in producenten van controversiële wapens. Daar kwam later een voorkeur bij voor de duurzame koplopers in alle sectoren en actieve betrokkenheid bij de bedrijven en instellingen waarin is geïnvesteerd. Dat de Verenigde Naties in 2015 de zeventien SDGs opstelden, gaf financiële partijen een handvat om diffuse begrippen als 'duurzaamheid', 'ESG' en 'impact' beter te kwantificeren.'

Met zijn volledige focus op impactbeleggen werkt het team van Brouwers en Pelzer aan de frontlinie. 'Onder impact investing verstaan wij beleggingen die worden gedaan met de bedoeling om naast financieel rendement een positieve, meetbare sociale en ecologische impact te hebben; twee doelen die bewust tegelijk worden nagestreefd en gemeten', legt Pelzer uit. 'Impactbeleggen kan zowel in opkomende als in ontwikkelde markten. Denk hierbij aan duurzame landbouw, hernieuwbare energie, natuurbehoud, microfinanciering en betaalbare en toegankelijke basisdiensten als gezondheid, huisvesting en onderwijs.'

Benchmark

Waar ESG-beleggen nu al voor de hele portefeuille zou kunnen gelden, kunnen impactbeleggingen volgens Pelzer en Brouwers op dit ogenblik nog maar 5 tot 10% van de portefeuille vullen. 'Dat zal de komende jaren alleen maar verder groeien', zegt Brouwers stellig. 'Pensioenfondsen hebben wel duizend argumenten om niet met impact investing te beginnen. Er is geen benchmark, er zijn geen trackrecords, het is moeilijk schaalbaar, er zijn geen grote tickets beschikbaar en de markt is niet liquide.' Pelzer vult aan dat DNB bovendien bijzonder strenge eisen stelt. 'Pas sinds de formulering van de SDGs door de VN is er wat verandering gekomen', zegt ze. 'Wat blijft, is dat je een lange beleggingshorizon moet hebben als je aan impactbeleggen wilt doen. Maar pensioenfondsen hebben die. Je ziet de belangstelling dan ook wel toenemen nu deze beleggingscategorie aan populariteit en trackrecord wint, waarbij onze klanten zich opwerpen als ambassadeurs.'

Brouwers en Pelzer noemen microfinanciering een mooi voorbeeld van impact investing. ACTIAM is daar al sinds 2006 mee bezig. 'Wij zijn al lange tijd 'groot' in Cambodja', zegt Brouwers, terwijl hij met zijn vingers denkbeeldige aanhalingstekens maakt. 'Tien jaar geleden moest ongeveer de helft van de bevolking er rondkomen van een dollar per dag. De financiële dienstverlening was heel beperkt; slechts 10 tot 20 procent van de bevolking had er toegang toe. Dankzij microfinanciering is dat aandeel toegenomen tot bijna 40 procent. De voorheen veelvuldig optredende loansharks, die van de allerarmsten torenhoge rentes en andere absurde voorwaarden eisten, zijn er zo goed als verdwenen. De rente is extreem gezakt. Het aandeel van mensen die met minder dan een dollar toe moeten, is tot onder de 10 procent gedaald. Dat is niet alleen een verdienste van onze organisatie geweest, maar we hebben er wel aan bijgedragen. De sector heeft ook de handen ineengeslagen om verantwoorde beleggingscriteria op te stellen om overkreditering tegen te gaan.' Pelzer: 'Uit dat alles blijkt ook dat je als belegger een langetermijnvisie moet hebben.'

Rendement

Brouwers en Pelzer glimlachen als gevraagd wordt hoe het zit met het rendement bij microfinancieringsprojecten. 'Wij hebben natuurlijk onze fiduciaire verantwoordelijkheid', zeggen ze. 'Als het risico-rendementsprofiel van een

THEO BROUWERS

investering niet in orde is, kom je bij pensioenfondsen uiteraard niet binnen. Bovendien moeten veel investeringen schaalbaar zijn. Sinds wij er zo'n veertien jaar geleden mee begonnen, hebben onze projecten voor financial inclusion, denk aan microkredieten en mkb-financiering, in euro's een nettorendement behaald van 4%. En dat terwijl we een algehele financiële crisis hebben meegemaakt, een crisis bij emerging markets en een microfinancieringscrisis in India – waar we toen overigens vrijwel niets deden. Dat betekent dus dat investeren in financial inclusion kán en schaalbaar is.'

Eerder was ACTIAM niet bezig met microfinanciering in India. De risico's waren te groot. Nu de wet- en regelgeving in dat land is aangescherpt, zit de vermogensbeheerder er wel. 'Je moet overigens ook wel differentiëren om de risico's te spreiden. Crises in microfinanciering zijn ook nauwelijks gecorreleerd. Corruptie in het ene land heeft niets van doen met droogte of een overstroming elders. Door spreiding worden beleggingen bovendien schaalbaar.' ACTIAM heeft inmiddels drie microfinancieringsfondsen gelanceerd, waaraan de grootste Nederlandse pensioenfondsen al meer dan een half miljard euro hebben toegezegd.

Innovatie en samenwerking met uiteenlopende partijen hebben de ontwikkeling van financial inclusion als ESG-belegging versterkt. Trots vertellen Brouwers en Pelzer over een nieuw project in India, waar de allerarmsten leningen kunnen krijgen om sanitaire voorzieningen aan te leggen. Als er meer dan één miljoen toiletten zouden zijn aangelegd – een mijlpaal die al lang is bereikt – zou de rente die de Indiase microkredietorganisatie Cashpor aan het betrokken investeringsfonds van ACTIAM moest betalen, met één procentpunt verlaagd worden. 'Een win-win-win-situatie', zegt Pelzer. 'Wie die korting betaalt? Het Directoraat-Generaal Internationale Samenwerking, de ontwikkelingspoot van het Nederlandse Ministerie van Buitenlandse Zaken, die zo met relatief weinig middelen een veel grotere impact heeft dan het anders zou halen doordat het op commercieel geld kan kapitaliseren.' Als gevraagd wordt wie dit bedacht heeft, wijst Pelzer naar haar collega Brouwers.

Nederland

Aan het einde van het interview, waarin Pelzer en Brouwers begrijpelijkerwijs veel over investeren in financial inclusion hebben verteld, willen de twee nog graag beklemtonen dat impact investing veel breder is en zeker niet alleen beperkt blijft tot emerging markets. 'Wij hebben ook een nieuw fonds dat in energietransitie investeert, met een tilt naar Nederland', zegt Brouwers. 'Dan heb ik het niet over investeren in wind- en zonneparken, want daarvoor is voldoende geld beschikbaar. Wij richten ons op zaken als energieopslag, energieaanvoer en -afvoer, en led-ificatie. Ook daar moet namelijk veel gebeuren. Denk maar eens

Innovatie en samenwerking met uiteenlopende partijen hebben de ontwikkeling van financial inclusion als ESG-belegging versterkt.

aan de accu's van al die elektrische fietsen die nu op de markt zijn.'

'Er is met impact investing nog veel meer mogelijk en dat gaan we de komende tijd uitleggen', zegt Brouwers. Pelzer, een van de sprekers tijdens de door Financial Investigator georganiseerde Live Uitzending over impact investing, knikt. 'De vraag naar financiering van impact-investing-projecten wordt nu geschat op 26 miljard dollar, liefst vijftig keer meer dan in 2018. Aan die vraag kan nu al niet worden voldaan en de verwachting is dat die vraag alleen nog maar verder zal groeien. Alleen al om de SDGs van de VN in 2030 te halen is een extra 30 miljard dollar nodig.'

Om impact investing beter toegankelijk te maken voor asset owners als pensioenfondsen is innovatie nodig, aldus Pelzer. 'Een mooi voorbeeld daarvan is het project waarmee de Harvard Business School in Amerika vorig jaar is begonnen. Zij ontwikkelen een systematiek om de impact van investeringen in de normale financiële verslaglegging op te nemen. Dan worden niet alleen de sociale en ecologische effecten van beleggingen transparant, maar worden bedrijven ook gestimuleerd om producten en diensten te ontwikkelen die echt een bijdrage leveren aan een betere wereld', zegt Pelzer. 'Tegelijkertijd wordt op Europees niveau gewerkt aan een classificatie van activiteiten met een lage uitstoot van CO_2 en betrouwbare groene labels.'

De huidige ontwikkelingen, waaronder de coronacrisis, het Pensioenakkoord en het Klimaatakkoord, staan de groei van impactbeleggen niet in de weg, menen Pelzer en Brouwers. 'Integendeel. Door de coronacrisis gaan bedrijven en instellingen meer nadenken over de vraag welke bijdrage zíj kunnen leveren. Het Pensioenakkoord geeft pensioen-fondsen meer ruimte, ook voor impact investing, en dankzij het Klimaatakkoord wordt de markt groter', betogen de twee.

Wel zouden pensioenfondsen en verzekeraars volgens hen het kaf van het koren moeten kunnen scheiden. 'Dat begint met het aantrekken van goede managers die de risico's van impact investing herkennen en kunnen beheren. Als ze zich oriënteren bij vermogensbeheerders, moeten ze vooral kritische vragen stellen', zegt Pelzer. 'En ze moeten zich realiseren dat ze op een plek zitten waar het verschil gemaakt kan worden', voegt Brouwers daaraan toe. «

NORTH AMERICA CATCHING UP TO EMEA ON SUSTAINABLE INVESTMENT

By Tony Campos

In the midst of the COVID-19 pandemic and increased focus on social justice, sustainable investment funds have attracted record inflows this year, pushing global AUM over $ 1 trillion, according to the Financial Times. This trend includes a sub-strategy of what we've classified as 'smart sustainabliity', or rather: the integration of ESG considerations into a smart beta index strategy.

To examine the uptick in sustainable investments and better understand the growing interest in smart sustainability, we surveyed 139 global asset owners earlier this year to gauge their evaluation and adoption of these strategies. The results are a striking reminder that sustainable investment has become an established consideration for institutional investors globally, with 72% implementing or evaluating ESG (rising 14% from last year). Yet interestingly, the survey reveals that while regional differences among usage persist, once drastically pronounced gaps have narrowed.

Europe has long been a leader in sustainable investing as the EU has steadily encouraged and even more recently mandated the integration of ESG data into fund reporting, whereas in North America investor demand rather than regulatory guidelines has predominantly driven the rise of sustainable investing, albeit at a slower pace.

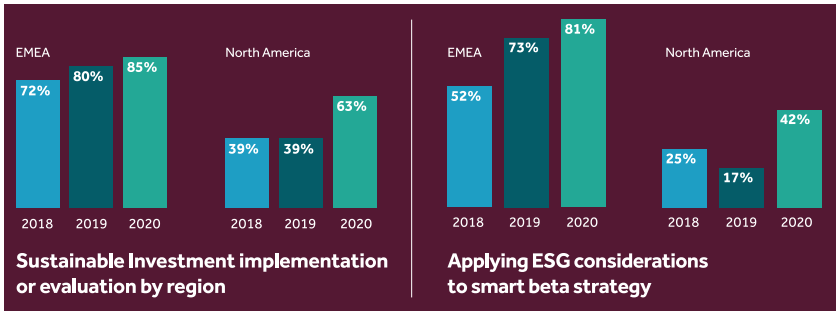
However, our 2020 survey finds North America is quickly catching up to EMEA when it comes to sustainable investment. In North America, 63% of asset owners surveyed said that they were either implementing or considering ESG, increasing from 39% in the last two years. That is still behind EMEA, where the figure is 85%, but regional differences are leveling off. This is especially true in the sub-strategy of smart sustainability. The survey highlights that while 81% of EMEA asset owners expect to apply ESG criteria to smart beta (up from 73%), North America has jumped to 42% anticipating the same, which is up significantly from only 17% in 2019.

These figures are a strong indication that interest in sustainable investing and smart sustainability has not only weathered the market uncertainty of 2020, but maintained a mainstream position despite disruptions like the global pandemic and heightened volatility.

We're also seeing a shift in how institutional investors choose to implement ESG within smart beta as technology advancements further drive innovation in ESG indexes and sustainable investment strategies continue to broaden. Findings show a growing emphasis on ESG integration over traditional screening in index-based portfolios. Notably this year, global asset owners are embracing more sophisticated approaches like re-weighting based on ESG/sustainability criteria (55%, up 19%), rather than the previously favored negative screening (48%, down 16%). This approach enables asset owners to tilt portfolios toward ESG characteristics by changing the weighting across various stocks, rather than having to exclude certain stocks.

In terms of sustainability issues drawing institutional investors' attention, climate risk has emerged at the top with 64% for global asset owners interested in smart sustainability. Environmental considerations trail close behind at 59%, while governance and social themes are also widely considered. However, it's important to note this survey was fielded at the beginning of the year, before the breakout of COVID-19, which we expect could have potentially swayed concerns. «

Figure 1: Regional differences between North America and EMEA relating to sustainable investing



Source: FTSE Russell's Smart Sustainability: 2020 global survey findings from asset owners

This article was written by Tony Campos, Director of ESG Americas, FTSE Russell.

DE OVERLAP TUSSEN IMPACTBELEGGEN EN THEMATISCH BELEGGEN

Door Marc Olivier Buffle

Bij impactbeleggen draait het om het creëren van meetbare positieve impact. Dat vertoont veel overeenkomsten met beleggen in duurzame themafondsen, waarbinnen de puurheid van de portefeuille van groot belang is. Wat zijn nu de verschillen en overeenkomsten?

Informatie speelt een doorslaggevende rol op aandelenmarkten. Beleggers hebben al tientallen jaren ervaring met het verzamelen en analyseren van allerlei financiële gegevens. Langzaam maar zeker winnen alternatieve informatiestromen aan belang. Naast informatie over de omzet en de winst van een onderneming wordt ook steeds vaker informatie over duurzaamheidsaspecten verzameld. Goede voorbeelden zijn de CO_2-uitstoot en het waterverbruik.

Aan de hand van dit soort gegevens kunnen beleggers een betere inschatting maken van risico's, zoals die van de invoering van strengere milieuwetgeving. Steeds meer partijen gaan echter een stap verder en kiezen voor impactbeleggen. Volgens de definitie van brancheorganisatie Global Impact Investor Network (GIIN) is dat beleggen met het doel een meetbare positieve impact te hebben op de maatschappij en het milieu. Uiteraard wordt ook het behalen van een financieel rendement nagestreefd.

IMPACTBELEGGEN BEREIKT DE AANDELENWERELD

De term impactbeleggen werd in 2007 voor het eerst gebruikt. In de eerste jaren lag het zwaartepunt op minder liquide en lastig schaalbare beleggingsvormen, maar de afgelopen jaren komt er steeds meer aandacht voor de mogelijkheden om via beursgenoteerde aandelen positieve verandering op gang te brengen. Per belegde euro is de impact weliswaar minder groot dan wanneer rechtstreeks in een impactoplossing zoals microkrediet wordt geïnvesteerd, maar daar staat tegenover dat investeringen in beursgenoteerde activa veel beter schaalbaar zijn. Zo kan er met meer vermogen een verschil gemaakt worden.

Impactbeleggen op aandelenmarkten vertoont een groot raakvlak met thematische beleggingsstrategieën. Bij thematisch beleggen ligt de focus op marktsegmenten met een groeitempo dat op de lange termijn beduidend hoger ligt dan dat van de wereldeconomie. Als dit segment een duurzaam karakter heeft – zoals bijvoorbeeld de energietransitie, gezond leven of voeding – ontstaat er een grote overlap tussen een themastrategie en de aanpak die kenmerkend is voor impactbeleggen.

DUURZAME KNELPUNTEN AANPAKKEN

In beide gevallen wordt gericht belegd in bedrijven die bijdragen aan het oplossen van de uitdagingen waar we als mensheid voor staan. Bovendien is bij zowel impactbeleggen als thematisch beleggen 'meetbaarheid' het sleutelwoord. Bij het samenstellen van een thematische portefeuille speelt de puurheidsfactor een beslissende rol. Deze factor meet welk deel van de omzet van bedrijven in de portefeuille afkomstig is uit activiteiten met een directe relatie tot het onderliggende thema. De themafondsen hebben een gemiddelde puurheid van 75%.

Op het eerste oog lijkt het lastig om via het kopen van aandelen op de secundaire markt een duurzaam verschil te maken, maar dat beeld verandert als je kijkt naar de gevolgen van een aandelentransactie. De aankoop stuwt bijvoorbeeld de beurskoers op. Een hogere waardering stelt bedrijven in staat om makkelijker en tegen

Figuur 1: Vijf hoofdpijlers voor duurzaam beleggen en actief aandeelhouderschap

Bron: Pictet Asset Management

lagere kosten kapitaal aan te trekken voor toekomstige groei. Dit is vooral een voordeel in slechte beurstijden. Themabeleggers focussen op de lange termijn en laten zich niet leiden door het marktsentiment, zodat ondernemingen ook in lastige tijden naar verhouding een goede toegang hebben tot nieuw kapitaal.

FOCUS OP LANGE TERMIJN

Een thema ontvouwt zich over een groot aantal jaren of zelfs decennia. Themabeleggers hebben dan ook een lange horizon. Als een dergelijke partij met overtuiging belegt in een onderneming, is dat een stimulans voor deze onderneming om op de ingeslagen duurzame koers door te gaan. Ook staat het management meer open voor een inhoudelijke discussie over de toekomst. Een aandeelhouder met een focus op de lange termijn is per slot van rekening meer betrokken dan een belegger die voor enkele weken of maanden een positie kiest in een bedrijf. Een tweede reden waarom themabeleggers vaak een luisterend oor vinden bij topmanagers, is dat deze beleggers vaak werken met een geconcentreerde portefeuille. Ze hebben een relatief grote positie in enkele tientallen bedrijven, waardoor ze vaak een van de grotere aandeelhouders zijn.

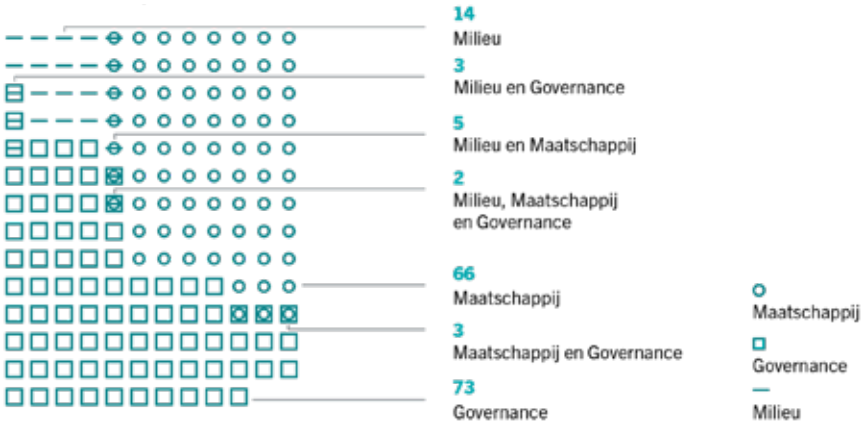
Een duurzame dialoog is vooral effectief in combinatie met actief stemgedrag tijdens een aandeelhoudersvergadering. Hierdoor kan een themabelegger op allerlei manieren invloed uitoefenen: van het verduurzamen van bedrijfsprocessen tot het vrijmaken van kapitaal voor nieuw onderzoek naar duurzame technieken en producten. Als het overleg met bedrijven op de juiste manier wordt gevoerd, kunnen beleggers zowel aandeelhouderswaarde laten groeien als positieve impact creëren.

TRANSPARANTE VERSLAGLEGGING

Een andere manier om positieve verandering in gang te zetten, ontstaat bij beursintroducties. Thematische beleggers krijgen dan de kans om rechtstreeks geld in een bedrijf te steken. Dat gebeurde bijvoorbeeld bij de beursintroductie van Beyond Meat. Het marktdebuut van de fabrikant van plantaardige vleesvervangers was een van de meest geslaagde beurs-

Figuur 2: Een duurzame dialoog

In 2019 heeft Pictet met 166 bedrijven een gesprek gevoerd over milieu, maatschappelijke verantwoordelijkheden, governance of een combinatie van deze duurzame onderwerpen.



Bron: Pictet Asset Management

gangen in 2019. Dat succes was een signaal dat er volop kapitaal beschikbaar is voor bedrijven die slimme, duurzame oplossingen in huis hebben.

Een goede rapportage vormt de laatste en belangrijkste schakel bij zowel thema-beleggen als impactbeleggen. Een themafonds dat focust op een duurzaam thema en dat de rol aanneemt van een actieve aandeelhouder met een transparante rapportage, is in feite een puur impactfonds. Binnen dit beleggingsuniversum zijn miljarden euro's belegd. Investeerders zijn vaak grote institutionele partijen zoals pensioenfondsen en verzekeraars. Die bewaken de financiële belangen van tienduizenden eindbeleggers. Een transparante verslaglegging die laat zien dat er meetbaar positieve impact wordt gecreëerd, versterkt het duurzame momentum. Het is juist met die bijdrage, dat thema/impactbeleggers op de lange termijn misschien nog wel het grootste verschil maken.

MACHT VAN DE PUBLIEKE OPINIE

De hittegolf van afgelopen augustus was de vijfde in drie jaar tijd. In het verleden zat er regelmatig een periode van twintig of dertig jaar tussen twee hittegolven. Nieuw onderzoek maakt steeds beter zichtbaar wat de nadelige effecten zijn van allerlei schadelijke processen. In 2015 kostte milieuvervuiling bijvoorbeeld negen miljoen mensen het leven – drie keer meer dan aids, tuberculose en malaria samen.[1]

De opkomst van social media heeft iedereen die zich zorgen maakt over de toekomst van onze planeet een platform gegeven om die zorgen te delen. De macht van het publiek leidt soms tot verandering van de prioriteiten van de overheid. Een goed voorbeeld is de wijze waarop activiste Greta Thunberg ertoe heeft bijgedragen dat klimaatverandering bij onder meer de Verenigde Naties een meer prominente plaats op de politieke agenda kreeg.

Deze beweging krijgt in de beleggingswereld vorm door een groeiende vraag naar tastbare resultaten. Het is niet langer voldoende om als beleggingsfonds een duurzame score te halen van vier sterren. In plaats daarvan draait het om het bewust creëren van positieve impact. De focus die daarbij ligt op de meetbaarheid van die impact, is even groot als het belang dat themabeleggers hechten aan de puurheid van hun portefeuille. «

1 Bron: The Lancet Commission on pollution and health, 19-10-2017

Dit artikel is geschreven door Marc Olivier Buffle, Senior Product Specialist bij Pictet Asset Management.

Algoritmes kunnen de ESG-hiaten dichten

DOOR HARRY GEELS

ESG-data zijn niet altijd even transparant en duidelijk. Maar algoritmes kunnen helpen om ESG op een betere manier in het beleggingsproces te integreren, zo stelt Gavin Smith, Head Of Equity Research bij QMA, de quantitative equity en multi-asset specialist van PGIM. 'Quants zijn het gewend om de gaten te vullen.'

Hoe hebben ESG-strategieën het gedaan tijdens de coronacrisis?

'ESG-strategieën hebben het in de coronacrisis goed gedaan. In het begin werden de goede prestaties vooral verklaard vanuit het idee dat ESG een defensieve beleggingsstijl is, maar ook sinds het dieptepunt van maart hebben ESG-strategieën goed gepresteerd. Het is dus meer dan defensief beleggen. Het lijkt er sterk op dat duurzaamheid door de markt wordt beloond, hetgeen de aandacht op ESG-beleggen weer verder heeft versterkt. Het heeft geleid tot een extra toestroom van belegd vermogen. In het verleden vestigden de meeste beleggers de aandacht vooral op de 'E'-component en op de CO_2-uitstoot in het bijzonder. De laatste tijd is de aandacht op het hele ESG-pakket komen te liggen. Dit is belangrijk, omdat ESG-strategieën zo zinvol hun 'voordelen' in de hele maatschappij - en niet alleen met betrekking tot het milieu - kunnen oogsten.'

Kunnen we nu stellen dat met duurzaam beleggen geen rendement hoeft te worden ingeleverd?

'In het verleden hebben slecht geconstrueerde ESG-strategieën tot minder goede resultaten geleid. Daarvoor zijn grofweg drie oorzaken aan te wijzen. Ten eerste werd ESG vaak als een 'one size fits all'-oplossing ingezet, terwijl het thema juist vele nuances kent. Er zijn bijvoorbeeld sectorverschillen. De E, S en G en de subonderdelen daarvan kunnen afhankelijk van de sector en zelfs op bedrijfsniveau anders uitwerken. Ten tweede zijn er de nodige bedrijven geweest die een ESG-façade hebben opgetrokken, terwijl ze er eigenlijk slechte ESG-praktijken op nahouden. In dit kader spreken we ook wel over 'greenwashing' of 'ESG traps'. Tot slot zijn er problemen met de manieren waarop ESG wordt geïntegreerd in beleggingsportefeuilles. Veel benaderingen sluiten simpelweg bedrijven uit die het slechtst scoren op ESG. Het verleden heeft echter aangetoond dat deze methodiek de prestaties kan verlagen, of in ieder geval het actieve risico kan vergroten.

Veel benaderingen sluiten simpelweg bedrijven uit die het slechtst scoren op ESG. Het verleden heeft echter aangetoond dat deze methodiek de prestaties kan verlagen, of in ieder geval het actieve risico kan vergroten.

Goed ontworpen ESG-strategieën kunnen deze obstakels overwinnen en aantrekkelijke prestaties opleveren. Diverse quants benaderen ESG vanuit een factorperspectief. ESG wordt dan als factor beschouwd, zoals Quality of Low Volatility. QMA, dat zichzelf beschouwt als een kwantitatieve belegger pur sang, gelooft ook in de factorbenadering. Wij menen hier ook echt toegevoegde waarde te kunnen leveren. Quants zijn gewend de gaten te vullen, bijvoorbeeld als bedrijven zelf niet al te veel ESG-data aanleveren. Sterker nog, wij zijn met behulp van algoritmes zelfs in staat het ESG-universum te verdrievoudigen.

De juiste portefeuilleconstructie is eveneens belangrijk. Ook hier zijn de quants goed toegerust, bijvoorbeeld door de juiste ESG-exposure in de beleggingsportefeuilles te bouwen, terwijl gelijktijdig bepaalde risico-rendements-doelstellingen worden nagestreefd.'

Al met al een rooskleurig plaatje. Duurzaam beleggen kent echter ook de nodige uitdagingen.

'Inderdaad, een aantal basiselementen van ESG dient nog steeds te worden 'opgelost'. Zo moeten we ESG nog altijd goed definiëren. Twee strategieën met dezelfde naam

De belangrijkste boodschap is dat beleggers zelf meer kennis en kunde ten aanzien van ESG moeten opbouwen.

kunnen bijvoorbeeld een andere ESG-exposure hebben. De belegger krijgt niet altijd wat hij verwacht. Een recente studie van Morningstar naar klimaatbewuste fondsen liet zien dat maar 40% van de zogeheten 'ex-fossil fuel funds' 100% vrij was van fossiele brandstoffen. Sterker nog, sommige 'clean energy/technologiefondsen' bleken de hoogste CO_2-emissies te hebben.

De ene dataprovider berekent ESG-scores anders dan de andere. Volgens de ene provider leidt een hoge ESG-score tot een lage CO_2-uitstoot, terwijl dit bij de andere juist resulteert in een hoge uitstoot. Dit is toe te schrijven aan het ontbreken van universele standaarden. Overigens kunnen verschillende ESG-berekeningen ook positief uitgelegd worden. Er is dan immers sprake van concurrentie en dus ook van keuze. De verschillende ESG-uitkomsten van de diverse providers kunnen vergeleken worden met de eveneens bestaande verschillende, meer subjectieve fundamentele visies op bedrijven. Quants kunnen ook weer andere fundamentele visies op bedrijven hebben. En ze kunnen met hun algoritmes op andere ESG-scores uitkomen dan de bekende dataproviders.

Niettemin is het voor een belegger lastig een keuze te maken tussen de verschillende ESG-opties zonder duidelijkheid en transparantie over de precieze berekeningen. Er moeten dus stappen gezet worden om de verschillende berekeningen te laten samensmelten, bijvoorbeeld met het framework ontwikkeld door de Sustainable Accounting Standards Board (SASB). Dit framework is ontwikkeld met behulp van inzichten van sectorexperts, consensusvisies en een focus op ESG-criteria die financieel relevant zijn voor een onderneming. Het framework is ook volledig transparant.'

Soms horen we ook andere kritiek op ESG. Het zou een marketingtool zijn. En de scores van de E, S en G zouden niet gevoelig zijn voor de 'fallacy of the average': met gemiddeld wellicht een goede score, maar toch enkele bezwaarlijke minnen. Hoe kijkt u daartegen aan?

'ESG is in bepaalde gevallen inderdaad een marketingtool. Beleggers moeten bij hun keuze voor ESG-beheerders dus goede due diligence doen. Een uitstekende vraag die beleggers kunnen stellen is of de vermogensbeheerders slechts ESG-scores bij de bekende providers inkopen of dat

Figuur 1: QMA's ESG Investing Framework

Bron: QMA

de beheerders zelf ook eigen ESG-tools en databases bouwen. Stewardship of engagement kan als verlengstuk van ESG ook onderscheidend zijn. Het is beter als beheerders actief de ESG-scores verbeteren van de bedrijven waarin ze beleggen of willen beleggen. Het probleem van de 'fallacy of the average' bestaat inderdaad ook. De belegger kan dit tegengaan door voor zichzelf van tevoren goed vast te leggen welke ESG-issues het belangrijkst zijn en wat de minimale 'scores' daarvoor zouden moeten zijn. Dit betekent dat er zowel bij de beleggers als bij de vermogens-beheerders goede kennis over ESG moet bestaan. De standaardscores van de ESG-providers voldoen niet.'

Hoe kunnen beleggers ESG-beleggen nu het beste omarmen?

'Beleggers moeten een duidelijk plan maken hoe ze ESG in het beleggingsproces gaan integreren. We geloven dat initiatieven als het EU Plan for Financing Sustainable Growth steeds meer momentum zullen krijgen en dat dit druk zal leggen op beleggers om ESG te gaan integreren. De belangrijkste boodschap is dat beleggers zelf meer kennis en kunde ten aanzien van ESG moeten opbouwen. Vermogensbeheerders moeten vervolgens ook meer oplossingen aandragen, ook in de vorm van maatwerk, zodat ze beleggers helpen. Niet alleen met hun eigen specifieke behoeften, maar ook met hun steeds groter wordende ESG-verplichtingen. Het gaat om oplossingen en niet om het pushen van standaard ESG-producten. Kwantitatieve beleggers zijn met hun benaderingen om ESG in strategieën in te bouwen, te monitoren en te verbeteren, goed geëquipeerd om de juiste oplossingen voor beleggers te maken. Quants kunnen dat bijvoorbeeld doen met het maken van betere ESG-indices of door het ontwikkelen van op maat gemaakte innovatieve ESG-overlays. Dit zijn ook de onderzoeks- en innovatiegebieden waar QMA veel aandacht aan besteedt.' «

FINANCIËLE INCLUSIE: UIT DE AS HERREZEN!

Door Sylvia Giezeman

Nu het eerste stof van de coronacrisis neerdaalt, maar het virus nog geenszins de wereld uit is, is het een goed moment om stil te staan bij het effect op de financiële-inclusiesector. Kunnen we iets leren van het verleden?

IMPACT OP OPKOMENDE MARKTEN

Na de uitbraak van Covid-19 in januari van dit jaar liepen de beurzen in belangrijke economieën, zoals de Verenigde Staten en de eurozone, sterk terug en zagen we een toename van de impliciete volatiliteit. Tegelijkertijd verplaatsten beleggers hun relatief risicovolle beleggingen naar veilige havens. Vooral High Yield en obligaties uit opkomende landen werden hierdoor hard geraakt.

Volgens het Institute of International Finance kwam de schuldenuitgifte door opkomende markten in maart tot stilstand en onttrokken buitenlandse beleggers een recordbedrag van USD 83 miljard aan de 30 grootste economieën. Inmiddels heeft USD 23 miljard zijn weg teruggevonden. Het verleden leert dat een forse uitstroom uit opkomende markten doorgaans wordt gevolgd door een periode van instroom.

De Wereldbank waarschuwt dat de economische gevolgen van Covid-19 ervoor zullen zorgen dat 176 miljoen mensen in armoede worden geduwd en nog eens 71 miljoen in extreme armoede[1].

BRAC INTERNATIONAL - EBOLA

Op het hoogtepunt van de Ebola-virusuitbraak legden FII's van BRAC International in Sierra Leone en Liberia hun werk zeven maanden stil. Markten werden gesloten en klanten hielden hun ondernemingen met veel moeite overeind. Er werden beperkingen opgelegd op samenscholingen en aan de bewegingsvrijheid, waardoor het moeilijk werd om betalingen te innen.
Het bestuur van BRAC International verwachtte dat de lange bedrijfsstilstand in combinatie met de ernstige economische neergang ervoor zou zorgen dat klanten hun leningen niet meer zouden kunnen aflossen. BRAC International was bereid om minstens 50% van zijn portefeuille in beide landen af te boeken.
Verrassend genoeg stond een paar weken na hervatting van de incasso's de aflossingsratio in Liberia op ruim 90% en in Sierra Leone op bijna 70%. Cliënten vroegen niet om kwijtschelding, maar juist om overbruggingskrediet voor de doorstart van hun onderneming. De behoefte aan kapitaal was een van de grootste stimulansen voor het aflossen van de oude leningen.

Bron: https://www.globaldeliveryinitiative.org/sites/default/files/case-studies/rflessonslearned_10-25-17.pdf

Ondertussen schat de Internationale Arbeidsorganisatie (ILO) dat wereldwijd 1,6 miljard informele-economie-arbeiders (ongeveer 76% van het totaal) hard geraakt is door de lockdownmaatregelen. Schattingen laten zien dat inkomens, zonder ondersteuning, in landen met (middel)lage inkomens in beginsel met 82% zullen dalen.

IMPACT OP FINANCIËLE-INCLUSIESECTOR

Financiële inclusie-instellingen (FII's) zijn over de hele financieringswaardeketen verbonden aan de economie: FII's voorzien investeerders van kapitaal en verstrekken krediet aan ondernemers. De impact van de Covid-19-crisis op FII's kan daarom ook in dat kader worden bekeken. De liquiditeitssteun van commerciële kredietverleners - zowel ontwikkelingsbanken als internationale (impact)investeerders – kan gevaar lopen, aangezien ook zij de economische crisis moeten trotseren. Daarnaast hebben de lockdowns een enorme impact op de eindklanten van de kredietverlening, omdat mensen niet in staat zijn hun kleine onderneming te runnen, minder geld uit het buitenland ontvangen van familie en daardoor hun leningen niet kunnen aflossen. In de meeste landen heeft de overheid hierop gereageerd met surseances, ter ondersteuning van de eindklanten. Hierdoor kunnen FII's in een liquiditeitscrisis terechtkomen.

In de praktijk hebben ontwikkelingsbanken en internationale investeerders vanaf het begin echter de handen ineengeslagen om de financiële-inclusie-

sector te steunen op het gebied van liquiditeit, uniforme verslaglegging en het afstemmen van ieders belangen. Dit heeft vooral te maken met de impactgedreven langetermijnmissie van de investeerders.

LESSEN VAN ANDERE CRISES

Door de jaren heen heeft microfinanciering zich steeds meer ontwikkeld richting het paradigma van financiële inclusie, waarin FII's deposito-instellingen zijn geworden: ze zijn opgeschaald, hebben deels bankvergunningen en gediversifieerdere financiering verkregen et cetera. Microfinanciering zou een lage correlatie hebben met macro-economische factoren, omdat hun klanten zich voornamelijk in de informele economie bevinden die minder verbonden is met de formele wereldeconomie. De eerder genoemde ontwikkelingen hebben echter bijgedragen aan een grotere correlatie met het algemene economische klimaat en hebben het systeemrisico van de financiële-inclusiesector verhoogd.

Uit onderzoek van het IMF blijkt dat de uitbreiding van de microfinancieringssector door de wereldwijde financiële crisis (WFC) van 2008 veelal onaangedaan lijkt, hoewel de groei aanzienlijk langzamer verliep dan vóór de WFC.

De WFC zorgde voor consolidaties op de markt en bij FII's die herstructureringen nodig hadden of failliet gingen, maar de WFC was niet per se de voornaamste oorzaak daarvan. De WFC verergerde een al bestaande moeilijke situatie in bepaalde oververhitte markten en was misschien zelfs een trigger die fundamentele onderliggende tekortkomingen heeft blootgelegd.

De casus van NGO BRAC International met betrekking tot de Ebola-virusuitbraak (zie kader) biedt een voorbeeld van wat wij kunnen leren van een lockdown. Nadat BRAC International haar operaties zeven maanden stillegde, werd er juist veel nieuw krediet aangevraagd door klanten die maandenlang niet hadden gewerkt, hun aanvangskapitaal kwijt waren of hun onderneming hadden verloren en schulden hadden gemaakt.

De grote vraag naar nieuwe leningen was een belangrijke stimulans om af te lossen, aangezien klanten zich realiseerden dat ze over het algemeen over een goede staat van dienst moesten beschikken als zij een nieuwe lening wilden afsluiten.

Figuur 1: Beleggers reageren op epidemieën, maar het langetermijnbeeld is positief

		1mth	3mth	6mth	1yr	3yr	5yr
SARS	Apr-03	8.7%	17.9%	32.6%	48.3%	26.3%	18.4%
Avian Flu	Jun-06	0.0%	3.0%	13.9%	26.3%	-6.2%	4.6%
Dengue Fever	Sep-06	1.2%	8.2%	13.8%	20.0%	-3.4%	1.8%
Swine Flu (H1N1)	Apr-09	12.3%	23.4%	43.6%	58.7%	22.4%	19.2%
Cholera Outbreak	Nov-10	-1.9%	7.1%	12.6%	1.2%	11.2%	8.5%
MERS	May-13	-0.1%	1.7%	10.7%	15.3%	5.8%	9.5%
Ebola	Mar-14	0.4%	3.3%	2.8%	7.7%	5.4%	6.8%
Zika	Jan-16	-6.1%	0.5%	6.3%	8.8%	7.1%	
Ebola	Oct-18	-7.7%	-12.9%	1.1%	1.3%		

Bron: Morningstar Direct, voor illustratieve doeleinden

WAT BETEKENT DIT?

Deze coronacrisis is uniek, aangezien die zowel systeemrisico's (zoals tijdens de WFC) als een specifiek risico (zoals tijdens de Ebolacrisis) blootlegt. Internationale investeerders steunen de financiële-inclusiesector echter volledig door middel van memoranda van overeenstemming, beleggersverklaringen en mondelinge overeenkomsten, wat in schril contrast staat met traditionele beleggers die uit de opkomende markten zijn weggevlucht naar veiligere havens.

Uit een enquête van GIIN blijkt dat 57% van de impactbeleggers verwacht de beleggingsplannen voor 2020 te kunnen handhaven en het oorspronkelijke bedrag te kunnen beleggen. Dit wordt ondersteund door aanvullende stresstests en analyses. Om FII's er bovenop te helpen, is het nodig om te waarborgen dat klanten toegang hebben tot de middelen die zij nodig hebben om hun liquiditeit te managen zodra de pandemie onder controle is. De BRAC-casus laat zien dat het versoepelen van lockdowns de sector kansen biedt, aangezien mensen werkkapitaal nodig hebben om hun onderneming te (her)starten.

Impactbeleggers moeten hun verantwoordelijkheid nemen om levensvatbare, verantwoordelijke en veerkrachtige FII's te helpen overleven en ervoor te zorgen dat zij het vertrouwen van hun klanten behouden. De stimulans voor FII's om na een lockdown weer krediet te verstrekken moet worden versterkt, zodat aflossing van uitstaand krediet wordt aangemoedigd. Ook is continuering van investeringen in de duurzame ontwikkeling van gezinnen en ondernemingen met lage inkomens noodzakelijk.

Verder is het van belang dat de voorwaarden van beleggingsfondsen voor financiële inclusie transparant zijn over de zogenaamde 'buy and hold'-strategie van het fonds en dat deze aansluit bij de strategie van de beleggers.

De toekomst blijft onzeker, maar vertrouwen kan worden geput uit ervaringen uit het verleden en uit impactbeleggers die gericht zijn op financiële inclusie. Hoewel er nog enkele harde klappen te verwachten zijn, zouden de bewezen veerkracht van de financiële-inclusiesector, de samenwerking met belanghebbenden en een ervaren fondsbeheerder met sterke risicobeheercapaciteiten, de negatieve impact op de financiële en maatschappelijke resultaten kunnen beperken en de sector juist uit de as kunnen laten herrijzen. «

1 Definitie van extreme armoede: mensen die moeten rondkomen van minder dan US$ 1,90 per dag.

Dit artikel is geschreven door Sylvia Giezeman, Senior Impact Investment Manager bij ACTIAM.

The COVID-19 pandemic will accelerate the energy transition

DOOR JAN JAAP OMVLEE

'We are now in a revolutionary period where renewables can compete with oil and the other fossil fuels based on the cold economics alone.' Mark Lewis, Chief Sustainability Strategist at BNP Paribas Asset Management, knows all the details.

In 2019, BNP Paribas Asset Managers published the 'Wells, Wires and Wheels' paper, outlining the tough road oil faces to remain competitive with renewables as an energy source for the transportation sector. In this paper, Mark Lewis introduced the concept of EROCI (Energy Return on Capital Invested), while showing that oil needs a long-term break-even price of USD 10 to USD 20 per barrel to remain competitive in mobility. Lewis demonstrated that, if oil is priced at approximately USD 60 per barrel, a USD 100 billion investment into renewables used specifically to power cars and light-duty vehicles would produce six to seven times more useful energy than an investment in oil that was used to fuel gasoline-powered vehicles. It would also produce three to four times more useful energy than oil for diesel-powered cars. And this was before the second-largest one-day drop in oil prices on 9 March 2020 and the global COVID-19 outbreak.

What was the most striking outcome of your report?

'That would be that the oil industry is now facing a genuine competitive threat from a new source of energy. As a former utilities analyst, I've covered the European power sector for many years and I have seen the disruptive impact that renewable energy had on the established incumbent fossil fuel generation, particularly in Germany. Eon and RWE were very slow to start investing in renewables and as a consequence I wrote a report six years ago that said exactly the same, which was that at some point the oil industry was going to face a direct competitive threat from renewables because of electric vehicles.

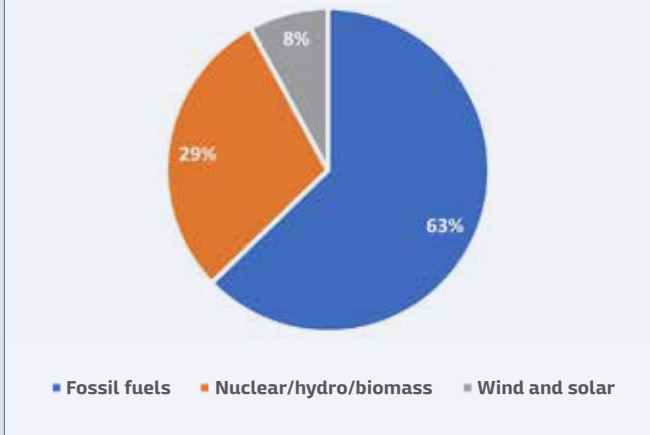
So here we are, six years later, and what have we seen? The rise of Tesla, the diesel emissions scandal from Volkswagen, which made them change their strategy completely so that they are now focused on electric vehicles, and the entire European car manufacturing industry is now focused on electric vehicles, because regulations are pushing in that direction. So that's the first point: there is a source of competition.'

What would be your second point?

'Point number two is that renewable energy is inherently deflationary. The cost of renewable energy has fallen very sharply over the last 10 years and there's a very simple reason for that. If you think about oil, and if you think about all of the fossil fuels that have built industrial civilization over the last 200 years, you'll find that they are actually inherently inflationary sources of energy. For example, when you start looking for oil, you obviously look in the

We all know the environmental benefit of renewable energy, but there is this intrinsically economic advantage that renewable energy has over fossil fuels and I think that is very underappreciated.

Figure 1: Total world electricity demand 2019



Source: BP Energy Outlook 2020 edition – BNPP AM analysis

This year could be the first year ever where wind and solar take 100% of the growth in electricity demand globally and they will probably take at least 50% of the increase in global energy demand.

easiest places to find it, let's say the Saudi Arabian desert. Over the last 120 years the oil industry has become this incredibly sophisticated industry that has figured out how to find oil in the harshest places in the world. However, when you start looking in the harsher environments, it becomes a much riskier enterprise. You have to spend more money looking for it, you have to spend more money drilling for it, and you have to spend more money getting it from these places to the end market. So firstly, it's inflationary because as you exhaust the easy to access oil first, you have to look for it in more expensive places later. But secondly, it comes with a lot of risk, and therefore investors have always looked at the oil industry and the upstream part of it. And this is the key point: it's the upstream part of the oil industry where you get the biggest returns, because that's where the biggest risks are. So investors require a big return for the risk they are taking. Upstream is a big risk in the oil industry where you're looking for 20% returns.'

How does this compare to the upstream in wind and solar?

'The really interesting thing about solar and wind is that you know where it is. All you have to do is build the infrastructure to capture the energy that is already there. So intrinsically it is a less risky industry. And the more infrastructure you build, the cheaper it gets. Moreover, as you build technological improvements, you get efficiency improvements and tremendous cost reductions, because it is about volume.'

What does this mean from an investment point of view?

'This means that you can put a lot of debt into it in a way you can't put into upstream oil, because that's too risky. And what this means in return is, even when the cost falls dramatically, if you finance it mostly with debt, let's say 80% or 90% of the financing, the small amount of equity you put in can give you a very high rate of return on it, or at least a very acceptable rate of return because you're only having to remunerate a small amount of equity. So this shows how radically different renewable energy is from fossil fuel energy from an economic and a financial point of view. We all know the environmental benefit of renewable energy, but there is this intrinsically economic advantage that renewable energy has over fossil fuels and I think that is very underappreciated.'

How does the oil industry respond to this message?

'The oil industry is only just waking up to the size of the challenge. They have been in denial about climate change for a very long time, but now it's almost as if they've suddenly woken up from a long sleep. Some companies in the sector are now setting a very aggressive renewable energy target and personally I think that's the right strategy, but I also think they're arriving late to the game in the same way some of the late utilities were late to the game. As a result they're going to have to pay up to play.

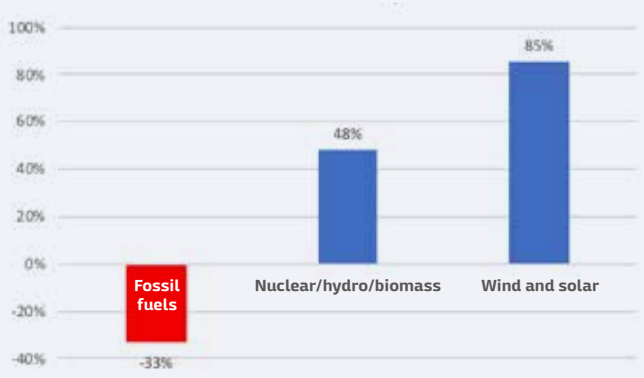
The other key point from an investment and an economic perspective is the way markets work: they work on the basis of growth. There is a difference between the system level of demand and the marginal rate of demand, i.e. the growth in demand you are capturing. When you have high rates of growth, it can lead to a peak in the existing technology very quickly. We now have the COVID-19 pandemic, which has led to the collapse in demand for oil,

Photo: Archive BNP Paribas Asset Management

CV

Mark Lewis is Chief Sustainability Strategist at BNP Paribas Asset Management and member of the Financial Stability Board's Task Force on Climate-related Financial Disclosures. www.bnpparibas-am.nl

Figure 2: Incremental electricity demand 2019



Source: BP Energy Outlook 2020 edition – BNPP AM analysis

gas and coal. These will all see declines in demand this year, whereas wind and solar will continue to see increased demand as the International Energy Agency said. So this year could be the first year ever where wind and solar take 100% of the growth in electricity demand globally and they will probably take at least 50% of the increase in global energy demand. This is going to be a watershed year where renewable energy really hammers home the point that what matters is the growth in demand.'

What do policy makers need to do to speed up the process of decarbonising and how can investors help?

'The big challenge with renewables that hasn't yet been solved, is that they're intermittent and therefore need storage. We need policy makers to do much more to incentivise storage technology and we may need more subsidies there in exactly the same way that we use subsidies to encourage renewable energy.

The other very interesting angle is green hydrogen. The European Commission announced a new strategy in July 2020 and since you can't get to net zero without green hydrogen complementing renewable electricity, we do need green hydrogen at scale. There are some interesting ideas in the European Commission's green hydrogen paper from July[1].

Another instance of regulators thinking about how they can help investors make choices which are consistent with the Paris Agreement, is the EU Sustainable Finance Taxonomy[2]. There is a lot on the EU Taxonomy to applaud and I think they will help guide capital allocation more towards green companies than others.

The big challenge with renewables that hasn't yet been solved, is that they're intermittent and therefore need storage.

As for investors themselves, they need to think about their own strategy. We at BNP Paribas Asset Management are very focused on the decarbonisation angle and the impact of climate change, but we are hugely interested in the social and governance dimensions as well. Especially on climate change, we are looking at ways in which we can engage more with companies. So, among others, we are members of the Climate Action 100+ initiative which engages with the world's largest emitters to get them to align their business models with the Paris Agreement.

To conclude, there has been this tremendous increase in consciousness about the impact of climate change amongst civil society, for instance the impact of Greta Thunberg and the school children's strike for climate movement and Extinction Rebellion. There has been this very powerful force of civil society saying to governments: we want to have a liveable planet for our grandchildren and if we carry on the way we are going, we are not going to have that.' «

1 A hydrogen strategy for a climate-neutral Europe – European Commission: https://ec.europa.eu/energy/sites/ener/files/hydrogen_strategy.pdf
2 EU Sustainable Finance Taxonomy: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en

Renewables can now compete with oil and other fossil fuels based on the cold economics alone;

The COVID-19 pandemic has led to the collapse in demand for oil, gas, and coal. These will all see declines in demand this year, whereas wind and solar will increase in demand;

The oil industry should remember the fate of the utilities sector.

Further reading:
BNP Paribas Asset Management, 'Wells, Wheels, and Wires: EROCI and the Tough Road Ahead for Oil': https://docfinder.bnpparibas-am.com/api/files/1094E5B9-2FAA-47A3-805D-EF65EAD09A7F

Big Oil – Staring down the barrel of an uncertain future: https://investors-corner.bnpparibas-am.com/investing/big-oil-staring-down-the-barrel-of-an-uncertain-future/

Foto: Archief Han Dieperink

COLUMN

DOOR HAN DIEPERINK, GESCHREVEN OP PERSOONLIJKE TITEL

Rijkdom is relatief

Nadruk op ESG is goed voor de economie, goed voor beleggers en goed voor rijke mensen.

Tegenover de vele voordelen van de vrije markt staan ook enkele nadelen. Zo zijn er negatieve externe effecten die niet direct terugkomen in de kostprijs van een product. Verschillende crises, zoals de klimaat-, milieu-, energie-, water- en voedselcrisis, zijn hiervan het gevolg. Duurzaam ondernemen en duurzaam beleggen internaliseren deze externe effecten. De nadruk ligt dan op de E (van environment) in ESG. De S (van social) gaat over het optimaliseren van het economisch groeipotentieel. Door sociale ongelijkheid wordt niet al het aanwezige talent benut en dat kost rendement.

Rijkdom is ongelijk verdeeld in de wereld. Toch gaat rijkdom niet uitsluitend om geld. Iemand uit Santa Barbara, California, behoort al snel tot de één procent rijksten op deze wereld. Maar door global warming tikt de thermometer in Santa Barbara deze zomer de 50 graden Celsius aan. Daardoor zijn er vele bosbranden, die de overheid maar moeilijk kan bestrijden. Iemand uit Santa Barbara die wil gaan winkelen, moet naar Los Angeles. Maar daar zijn de hele zomer al rellen met 'Whose Streets? Our Streets!' of 'No Justice, No Peace'. En dat allemaal in een land waar de criminaliteit tien keer zo hoog is als in Nederland, althans gemeten naar het aantal inwoners dat gevangen zit. Met geld is blijkbaar niet alles te koop.

De definitie van rijkdom verschilt ook in de tijd. De gemiddelde bewoner van een doorzonwoning heeft het beter voor elkaar dan een Middeleeuwse kasteelheer. Centrale verwarming hadden ze nog niet in zo'n tochtig kasteel. Via de mobiele telefoon heeft de inwoner van de doorzonwoning toegang tot meer kennis dan waarover de Amerikaanse president begin jaren tachtig kon beschikken. In die doorzonwoning woont de westerse middenklasse; een groep die er de afgelopen decennia niet of nauwelijks op vooruit is gegaan. Het perspectief op een betere toekomst ontbreekt. Maar liefst 92 procent van de Amerikanen die in 1940 geboren zijn, had een hoger inkomen dan hun ouders, maar dat geldt voor slechts 50 procent van de Amerikanen die in 1980 geboren zijn. Door het ontbreken van perspectief voelt men zich arm.

De toegenomen ongelijkheid in de wereld leidt tot protesten. De oplossing zit echter niet in een gelijke verdeling van de rijkdom. Een eerlijke verdeling is belangrijker. Bij voldoende sociale mobiliteit kan iedereen rijk worden. Ongelijkheid met mate is een prikkel om harder en beter te gaan werken, maar zonder sociale mobiliteit blijven de armen arm, ongeacht hun inspanningen. Pas als iedereen is verzekerd van goed onderwijs, goede zorg en gelijke kansen, kan iedereen ook zijn of haar bijdrage leveren. Dat gaat dus over sociaal beleid, emancipatie en inclusiviteit, iets waar duurzame beleggers de nadruk op leggen. Als iedereen bijdraagt, wordt het economisch groeipotentieel geoptimaliseerd. De koek wordt groter. Dat is in het belang van de maatschappij en in het belang van beleggers. Ook van de rijkste beleggers. Want in een duurzame wereld voelen de inwoners van Santa Barbara en de eigenaar van de doorzonwoning zich pas echt rijk. «

Foto's: Mark van den Brink Photography

VOORZITTER: Pim Poppe, *Probability & Partners*
DEELNEMERS: Erik Jan van Bergen, *Coöperatie VGZ*
Alexander Duckwitz, *Allianz Global Investors*
Gerard Moerman, *Aegon Asset Management*

ALTERNATIEVE ASSET CLASSES KRIJGEN STEEDS VAKER EEN PLEK IN BELEGGINGSSTRATEGIEËN

Door Baart Koster

Tijdens de paneldiscussie op de educatieve Live Uitzending voor verzekeraars richtte de aandacht zich op veranderende beleggingsstrategieën, verschuivingen naar illiquide asset classes en het toenemende gewicht van ESG-beleggingen binnen de totale asset-allocatie van verzekeraars. Toen dagvoorzitter Pim Poppe informeerde hoe open minded bestuurders eigenlijk zijn met betrekking tot nieuwe beleggingsstrategieën, ontspon zich een veelzijdig debat.

‘Staat uw bestuur naar uw mening voldoende open voor nieuwe beleggingsstrategieën?’ Poppe, consultant bij Probability & Partners, verheldert die vraag vervolgens door eraan toe te voegen dat er dan minimaal over gesproken moet worden binnen het bestuur. Het is een enquêtevraag die zowel aan het publiek in de zaal als aan de online deelnemers aan de educatieve Live Uitzending wordt voorgelegd. Opvallend is dat beide groepen hetzelfde antwoorden. Ruwweg 75 procent houdt instemmend het groene briefje omhoog. Een hoopgevende score, want in de mêlee aan veranderingen waarmee verzekeraars te maken hebben, is een progressieve bestuurshouding nuttig en zelfs noodzakelijk.

Gerard Moerman, Head of Fiduciary Services & Investment Solutions bij Aegon Asset Management, spreekt veel met klanten en hij kan bevestigen dat besturen de strategische discussie inderdaad al voeren. Het is een ‘moving target’ zegt hij. De traditionele alternatieve beleggingsstrategieën zijn vastgoed, private equity en hedge funds. De laatste jaren ziet hij ook in de fixed income-hoek steeds meer alternatieven opkomen. ‘Dat komt voornamelijk door de veranderende regelgeving, waarbij banken strikter op hun kapitaal moeten letten’, zegt Moerman. ‘Dit betekent dat er andere geldschieters nodig zijn om bijvoorbeeld SME-lending van de grond te krijgen. Door die ontwikkeling zijn er meer financieringsalternatieven ontstaan en je ziet institutionele beleggers ook meer in die richting opschuiven. Ik verwacht dat deze trend de komende jaren verder zal doorzetten.’

Solvency II: steeds vriendelijker voor nieuwe asset classes

Verzekeraars hebben in toenemende mate hypotheekbeleggingen op hun balans staan. Logisch, want die bieden verzekeraars met de lange rentevaste perioden een relatief hoog rendement en verminderen met hun verplichtingen de looptijdmismatch. Inmiddels is die balanspost dan ook een no-brainer geworden. Moerman: ‘De stap die daarop volgt, is een volgende asset class die gaat helpen bij het verder spreiden van risico’s.’ Alexander Duckwitz, Director Insurance Advisory EMEA bij Allianz Global Investors, haakt daar instemmend op in. ‘Een van de sprekers tijdens deze Live Uitzending zei al dat de definitie van core assets door de tijd heen verandert. Andere creditstrategieën passen goed in het ALM-beleid van verzekeraars. Bovendien is de afgelopen jaren het Solvency II-raamwerk veranderd en vriendelijker geworden voor bepaalde asset classes, zoals infrastructure debt. Ik verwacht dat dergelijke beleggings-categorieën attractiever worden voor verzekeraars en andere beleggers. Of Solvency II zich daarmee dichter naar een meer realistische afspiegeling van risico toe beweegt, dat betwijfel ik. Maar het geeft in elk geval een goede prikkel voor verzekeraars om in alternatieve asset classes te beleggen.’

En welke kaart trok Erik Jan van Bergen, CIO bij Coöperatie VGZ na de vraag van Poppe? Rood of groen? ‘Geen van beide. Ons bestuur heeft door de hectiek rondom Covid-19 minder ruimte om naar nieuwe beleggingsstrategieën te kijken. De ambitie die onze verzekeraar heeft, is om met de beleggingsresultaten minimaal de inflatie bij te houden. Die resultaten staan uiteraard onder druk van de zeer lage rentes, wat ook ons noopt om naar andere asset classes te kijken. Aan de andere kant: wij zijn een zorg-verzekeraar en geen beleggingsfonds. We willen vanuit onze investment beliefs begrijpen waarin we beleggen. Veel van de strategieën die vandaag voorbijkwamen, doe je er niet eventjes bij. Daar zijn ze simpelweg te complex voor.’ Van Bergen heeft dus oog voor nieuwe strategieën, maar streeft er primair naar om het beleggingsbeleid zo simpel mogelijk te houden.

Poppe herkent de verschuiving van perifere beleggingen naar het hart van de portefeuille. Er is meer vertrouwdheid met alternatieve asset classes ontstaan, ziet hij. 'Bovendien wegen ze minder zwaar voor je balanskapitaalvereisten en hebben we de bijbehorende yield gewoon nodig. Je ziet de ruimte van wat core-beleggingen zijn, veranderen ten opzichte van wat perifere beleggingen zijn.' Hij wijst ook op een belangrijk verbeterpunt: de regelgeving is volgens hem 'niet helemaal klip en klaar'. Poppe: 'Ga je met je economische kapitaal in je interne model naar de regelgever met de vraag 'mag ik dit op deze manier doen?', bijvoorbeeld bij een risicorating op een private debt-portefeuille, dan heb je nogal eens een ingewikkelde en langdurige discussie. Wat wel en niet toegestaan is, blijft vooralsnog vaak een judgemental verhaal. Dat mag best wat transparanter en duidelijker.'

Baken bij beleggingskeuzes

Dynamiek door veranderende wetgeving en een door de lage rente verhevigde search for yield in een sector waar de concurrentie toeneemt; het maakt balansmanagement en vermogensbeheer tot 'simultaanschaken', zoals Moerman het formuleert. Alleen al het groeiend aantal beleggings-alternatieven vergt veel besluitvorming. Hoe komen de gespreksdeelnemers, die Poppe als top-down denkers typeert, strategisch uiteindelijk tot een asset-allocatie en tot een concrete invulling op beheerniveau? Van Bergen schetst dat proces in vier stappen. 'In het kader van de search for yield overdenken wij eerst de vraag hoeveel illiquiditeit we op onze balans kunnen hebben. Daarover moet je samen met je bestuur helderheid creëren. Heb je als verzekeraar meer illiquiditeits-ruimte dan de 10 tot 20 procent die veel beleggers in Nederlandse woninghypotheken stoppen, dan ga je nadenken over andere producten die daarbovenop nog beschikbaar zijn. Dat is niet ingewikkelder dan een rondje langs de verschillende asset managers. Vervolgens komen vanuit onze investment beliefs de volgende vragen aan de orde: begrijpen wij de voorgestelde alternatieven, waar kunnen we iets mee en wat laten we liggen omdat we het simpelweg te complex of onvoldoende rendabel vinden? Als laatste stap in het proces bepaal je of je je beleggingskeuze gaat implementeren via interne beleggingen of dat je die bij een externe asset manager uitzet.'

Voor Moerman ligt het iets anders, want hij is meer asset manager dan asset owner en dus is hij zelf verantwoordelijk voor de inhoudelijke beleggingskeuzes. 'Daar komt veel bij kijken, want je praat niet louter over risicomanagement. Je hebt ook te maken met accountingregels en met je solvabiliteitsratio, waarvan je niet wilt dat die te volatiel is omdat je anders met veel politieke druk te maken krijgt. Je werkt dus met verschillende frameworks en kijkt naar veel meer dan alleen de risico-rendementsverhouding van een allocatie. In dat langdurige proces ondersteunen wij verzekeraars, waarbij je met veel afdelingen communiceert en veel rand-voorwaarden moet invullen voordat je tot je uiteindelijke keuze komt.' Die lange duur is Moermans overigens geen doorn in het oog, want dat past natuurlijk goed bij langetermijn-beleggingen. 'Wel lastig was dat we dit jaar door Covid-19 minder opportunity hadden om liquide assets tegen aan-trekkelijke koersen te kopen. De 'window of opportunity' is in die assets heel kort. Bij een langduriger besluitvormingsproces mis je zodoende de kans om op basis daarvan een keuze te maken, zodat je uiteindelijk weer terugkomt op meer perifere illiquide asset classes.'

Het begin van een ontdekkingsreis

Duckwitz vertelt dat hij als serviceprovider een groot verschil ziet tussen de echt grote en de kleinere verzekeraars waarmee hij samenwerkt, ook als het service operating vanuit de klant betreft. 'Vaak', zegt Duckwitz, 'hebben grote verzekeraars de interne ALM-processen en allerlei ander huiswerk al gedaan als wij op bezoek komen. Terwijl het bij kleinere en medium-sized verzekeraars juist belangrijk is om als asset manager al direct vanaf het begin bij de discussie betrokken te zijn en om te kijken welke buckets op de balans illiquiditeit toevoegen. Dergelijke processen duren, zeker bij verzekeraars, inderdaad lang. Vaak communiceren wij naar mijn mening ook te ingewikkeld. Zeker als je kijkt naar de board, die weliswaar uit slimme mensen bestaat, maar waarin niet tien investment experts zitten. We moeten daarom boodschappen eenvoudiger en meer tailor made maken voor bestuurders, om zo het besluitvormingsproces voortvarender te kunnen afronden.'

Voordat Poppe over duurzaam beleggen wil praten, pakt hij nog even het element van langetermijnbeleggen bij de kop. Moeten verzekeraars tactisch wel willen inspelen op de beweging die Covid-19 bijvoorbeeld in de aandelenmarkt heeft gecreëerd? Duckwitz denkt van niet. 'We zijn verzekeraars, geen hedge funds. We moeten dus niet gaan gokken op de aandelenmarkt.' Moerman is het niet eens met de vraag voor zover die de suggestie wekt dat verzekeraars gebruik hadden moeten maken van de beleggingskansen in maart en april. Hij heeft daar twee redenen voor. 'Als je risico zou willen toevoegen aan je asset-

allocatie, wil dat nog helemaal niet zeggen dat je dat al direct na de ALM-update moet doen. Je zou kunnen zeggen dat áls aandelen, high yield of investment grade credit goedkoper worden, dit het moment is om de gewenste risico-opbouw ook daadwerkelijk uit te voeren. Daaraan gekoppeld denk ik dat verzekeraars in hun hoedanigheid van langetermijnbeleggers een stabiliserende rol in de markt op zich kunnen nemen.'

Moerman loopt alvast voor de troepen uit wanneer hij nog een bijkomend voordeel van alternatieve beleggingen benoemt. Dat schuilt er namelijk in dat deze asset classes vaak al direct aan ESG- en MVB-principes beantwoorden, wat uiteraard prettig is aangezien duurzaamheid ook onderdeel moet zijn van het beleggingsbeleid. Poppe giet die informatie vervolgens in een vraag. Pakken we in die beweging van liquide naar illiquide assets voor het gemak dus meteen duurzaamheid maar even mee? Of is het wijs duurzaamheid eerst alleen in het liquide deel van de assets te implementeren? Van Bergen sympathiseert met die suggestie. 'We staan met duurzaamheid nog maar aan het begin van een ontdekkingsreis. Er is nog heel veel te doen, want het feit dat we inmiddels wat beter meten, wil niet zeggen dat we alles weten. Integendeel. Daarom is voorzichtig beginnen een goed uitgangspunt.'

Van Bergen heeft al eens gezien hoe een bepaalde strategie voortvarend werd ingezet, hoe vervolgens de regelgeving veranderde en hoe de hele strategie daarna niet meer paste. Daarom is zijn pleidooi helder: 'Begin in liquide assets wanneer je duurzaamheid in je beleggingen wilt implementeren. Dan kun je namelijk nog bijsturen bij bijvoorbeeld wijzigende wetgeving of veranderend intern beleid. Of omdat je beleggingsbeleid door veranderende inzichten of externe dingen die gebeuren zich op andere doelen gaat richten dan je oorspronkelijk bedacht had. Dus als je top-down met duurzaamheid wilt beginnen, steek dan niet twee bruggen tegelijk over. Ga niet over van liquide naar illiquide markten en tegelijkertijd volop ESG-beleggen, maar begin daar eerst mee in het liquide universum. Er zit bij verzekeraars voldoende ruimte in de balans om vervolgens in een later stadium over te stappen op meer illiquide assets.'

Snelle opmars ESG

'We hebben de stap naar ESG binnen onze portefeuilles al veel eerder genomen, omdat je daar de portfolio's minder snel in kunt bijstellen', reageert Duckwitz. 'Want stel dat er wetgeving komt die aanzet tot een hoge graad van ESG-implementatie binnen je totale asset-allocatie, wat ga je dan doen met je 10 miljard in infrastructuur of andere categorieën waarin je al hebt geïnvesteerd? Dat pas je niet zomaar aan.' Poppe voelt iets voor beide zienswijzen. Enerzijds zegt hij de kanttekening van Duckwitz in zijn eigen consultancypraktijk te herkennen, maar anderzijds kunnen besluitvormingsprocessen voor langetermijnbeleggers ook niet anders dan tijdsintensief zijn. 'Je neemt tenslotte beslissingen voor soms 20 jaar. Je wilt daar dus goed over nadenken om keuzes te maken die toekomstbestendig zijn en blijven.' Van Bergen slijpt tot slot nog de scherpe kantjes van wijzigende wetgeving af door op de grandfathering-clausule te wijzen, die zegt dat nieuwe wetgeving reeds gedane beleggingen ongemoeid laat en alleen geldt voor nieuwe beleggingen.

Poppe concludeert dat ESG alleen maar crucialer wordt in beleggersland. 'Er is eigenlijk nauwelijks nog een wetgever nodig om dat af te dwingen, aangezien de maatschappij dat al doet.' Poppe wil weten of verzekeraars al zo ver zijn dat ESG net zo zwaar meetelt in de asset-allocatie als de factoren risico, rendement en kapitaaleisen. 'Een zwart-wit oordeel valt daarover niet te geven', antwoordt Moerman. 'Ook hier is weer sprake van een moving target. Op dit terrein veranderen zaken enorm snel. Denk aan de Green Deal die Frans Timmermans in Europa gemaakt heeft. Wie had nog maar twee jaar geleden gedacht dat die er überhaupt zou komen? Als we hier volgend jaar weer zitten, is alles weer anders. Maar dat ESG snel belangrijker wordt, lijdt geen twijfel.'

Poppe beaamt dat, om daaraan toe te voegen dat ESG als factor in de weging nog niet gelijkwaardig is aan andere factoren, zoals risico en rendement. Niettemin neemt het relatieve ESG-gewicht in de totale allocatie snel toe, waarna hij vaststelt dat er grosso modo behoorlijk wat overeenstemming is in hoe de deelnemers naar relevante ontwikkelingen in balansmanagement en vermogensbeheer kijken. Een essentiële constatering is dat de focus van beleggingsstrategieën van verzekeraars steeds meer richting de periferie van de alternatieve asset classes verschuift. 'Maar dat roept meteen de vraag op', besluit Poppe, 'of we dan überhaupt nog wel van de randen van de beleggingsportefeuille mogen spreken. Gaandeweg lijken ze in de core van de beleggingsportefeuille terecht te komen.'

De afsluitende vraag was of de besturen van de grote verzekeraars hun strategische overpeinzingen ook substantieel gaan vertalen in perifere, meer illiquide beleggingen. De zaal pakte nog één keer de antwoordkaartjes. Veruit de meeste waren groen. «

VERZEKERAARS BLIJVEN NOG ACHTER MET HUN PRIVATE BELEGGINGEN

Door Harry Geels

Private equity kent voor- en tegenstanders, maar tegenwoordig kunnen beleggers niet meer om deze beleggingscategorie heen. De beleggingsmogelijkheden in de publieke markten nemen immers af en die in de private markten nemen toe. Verzekeraars zijn echter nog wat terughoudend bij het alloceren naar private markten.

Bij institutionele beleggers en vooral bij family offices wint private equity steeds meer terrein. Volgens de Financial Times is er een grote verschuiving van belegd vermogen van de beursgenoteerde beleggingen naar de minder transparante hoeken van het financiële systeem aan de gang. Dit is een trend die volgens de zakenkrant de komende tien jaar ook nog eens gaat versnellen.

Onder private equity vallen niet-beursgenoteerde aandelen, obligaties en direct vastgoed. Private equity is al jaren een bekende beleggingscategorie. De groei zit nu vooral in de categorie real estate debt, waartoe ook woning-hypotheken, infrastructure debt, microfinanciering en private credits (of loans) behoren. Bij private credit is de groei vooral waarneembaar bij de kleine en middelgrote bedrijven. Banken trekken zich als financier uit deze markten terug, wat ruimte biedt voor beleggers.

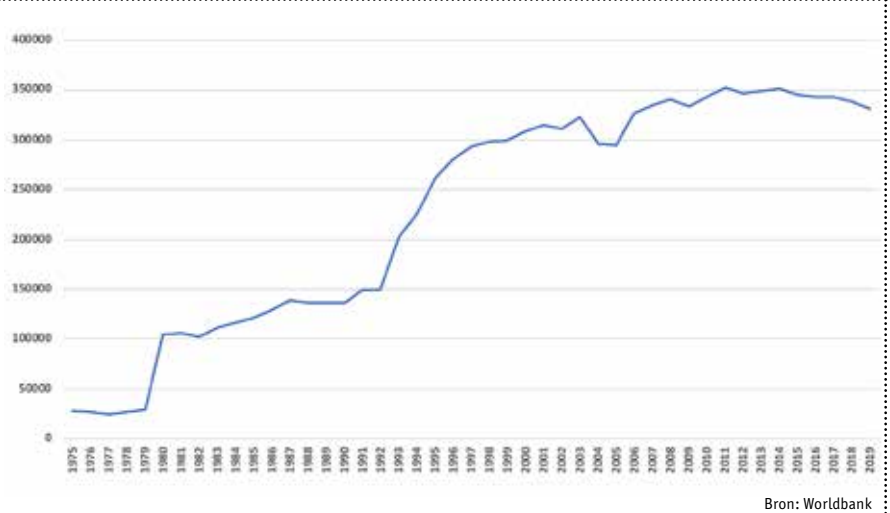
GENOEG GOEDE ARGUMENTEN

Er zijn diverse redenen om vooral nu naar de private markten te kijken. Ten eerste hebben publieke markten 'waarderingsissues'. Staatsobligaties en ook de 'veilige' bedrijfsobligaties kennen negatieve yields. Ze bieden beleggers simpelweg geen compensatie meer voor risico en inflatie. Daarnaast zijn de waarderingen op basis van koers-winst- en koers-omzetverhoudingen voor beursgenoteerde aandelen historisch gezien hoog, zeker in de VS. Hier zou men nog 'There Is No Alternative' (TINA) tegenin kunnen brengen. Toch zijn de risico's, zeker met het oog op de 'margin debt'-levels en bepaalde waarderings-maatstaven zoals de 'price-to-sales'-ratio, groot.

Ten tweede schrijft de theorie voor dat private markten extra rendement bieden. Als er twee vergelijkbare bedrijven met dezelfde hoeveelheid uitgegeven aandelen bestaan, dan zal het bedrijf dat beursgenoteerd is een hogere koers hebben dan het private bedrijf. Het beursgenoteerde bedrijf is immers liquide en daarvoor zijn beleggers bereid extra te betalen. Die hogere koers zorgt echter voor een lager toekomstig rendement.

Naast de illiquiditeitspremie bieden diverse private markten ook nog een complexiteitspremie. Financieringsdeals

Figuur 1: Aantal beursgenoteerde bedrijven wereldwijd



Bron: Worldbank

tussen private bedrijven en beleggers kosten meer tijd en moeite om tot stand te brengen. Daartegenover staat een beloning in de vorm van een hoger rendement voor de financier/belegger. Althans, als alles volgens plan verloopt.

PUBLIEKE MARKTEN KRIMPEN

Er is nog een andere reden om naar private beleggingen te kijken. Sinds 2014 neemt volgens data van de Worldbank het aantal beursgenoteerde bedrijven in de wereld af. Terwijl de Wilshire 5000 Index in 1996 nog meer dan 7.000 bedrijven in de index had, zijn het er nu minder dan 4.000. Met andere woorden, steeds meer geld moet belegd worden in steeds minder bedrijven. Dit is waarschijnlijk ook een reden waarom de waarderingsverschillen tussen publieke en niet-beursgenoteerde effecten momenteel verder uiteenlopen.

De obligatiemarkten kenden van huis uit al meer private handel dan aandelen, maar ook hier is de hoeveelheid beschikbare publieke obligaties (relatief) sterk afgenomen. Dat komt enerzijds door de groei van de private markt zelf, maar anderzijds ook door het opkoopbeleid van de centrale banken, die inmiddels meer dan 20 procent van de obligatiemarkten in handen hebben (en door institutionele beleggers die uit hoofde van regelgeving niet mogen verkopen).

Figuur 3: Categorieën binnen private equity

SOORTEN VAN PRIVATE EQUITY	OMSCHRIJVING	BEKENDE SPELERS
Venture Capital	Beleggen in eerste fase van groei	Sequoia, IDG Ventures, Tiger Global
Growth Capital	Beleggen in bedrijven in bedrijven in snelle groeifase	TPG, Baring, Summit Partners
Buyouts	Overnames van publieke ondernemingen	KKR, Carlyle Group, Bain Capital
Mezzanine	Beleggen in junior debt, soms met warrants	Oaktree, GSO, Highbridge
Distressed	Beleggen in bedrijven in problemen	Apollo, Oaktree, Cerberus
Infrastructure	Risicodragend kapitaal in bedrijven in sectoren met hoge toetredingsbarrières	Global Infr. Partners, Energy Cap. Partners, Macquarie Infra.
Vastgoed	Risicodragend kapitaal in direct vastgoed	Blackstone, Brookfield, Starwood

Bron: InvestQuest

Het gaat hard: de Global Bloomberg Barclays Aggregate Bond Index vertegenwoordigt nog maar minder dan de helft van de totale obligatiemarkt. Een obligatiebelegger die zich bijvoorbeeld tot ETF's beperkt, sluit zich af van het grootste gedeelte van de obligatiemarkt.

UITDAGINGEN

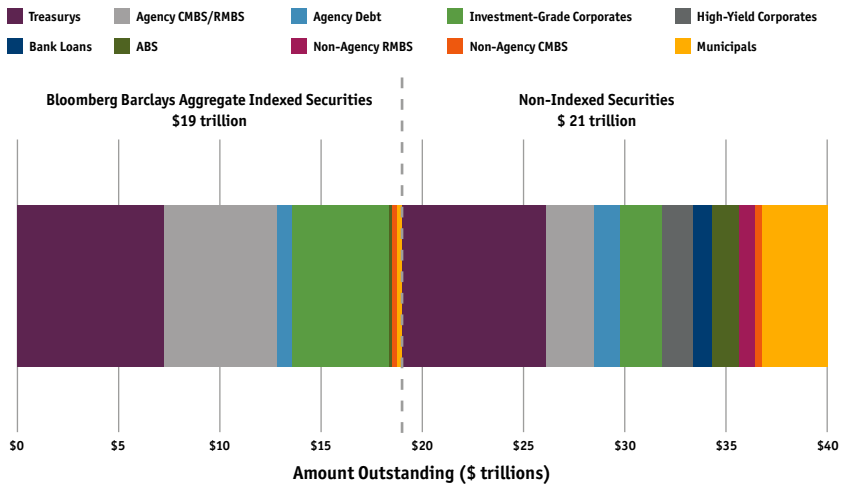
Natuurlijk kennen private markten ook uitdagingen. De grootste uitdaging is het gebrek aan liquiditeit. Hoe kunnen beleggingsproducten zo worden geconstrueerd dat beleggers niet bij iedere crisis zomaar (tegen te lage koersen) uitstappen? Private beleggingen zijn alleen geschikt voor beleggers met een lange horizon.

Een andere uitdaging is dat de private markten door de lage rente en het opkoopbeleid van de centrale banken te maken hebben met een flinke toestroom van beleggersgelden. De kans bestaat dat beleggers genoegen nemen met gemakkelijkere voorwaarden (convenanten) of ongunstigere waarderingen. Beleggers moeten altijd goed blijven opletten en niet te gemakkelijk meegaan in de 'search for yield'.

Tot slot heeft vooral private equity nog weleens een verkeerde naam gekregen vanwege hoge kosten en het gebruik van (te) veel vreemd vermogen om de rendementen op te krikken. Maar ook hier zijn beleggers zelf bij, door kritisch te blijven ten aanzien van de keuze van de beheerders en beleggingsproducten.

Een pluspunt van private equity is tegenwoordig dat het universum aan mogelijkheden de laatste jaren flink groter en diverser is geworden. Zie figuur 3.

Figuur 2: Verhouding Global Bloomberg Barclays Aggregate Bond Index ten opzichte van totale obligatiemarkt



Bron: SIFMA, Wells Fargo, S&P LCD, Bloomberg Barclays. Data per 31-12-2017.

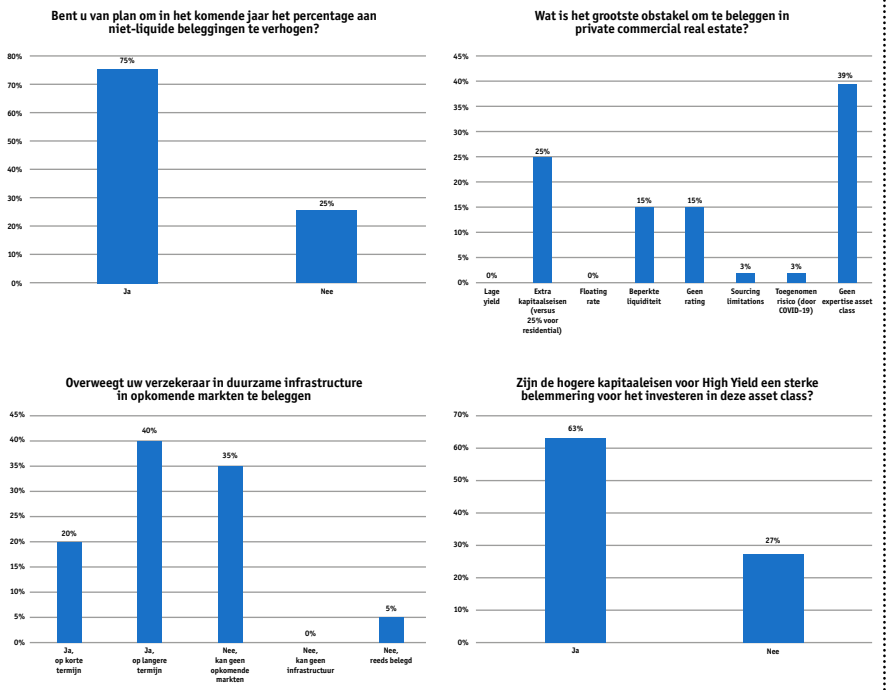
VERZEKERAARS STAAN NIET VOORAAN

Uit Figuur 3 blijkt dat wat betreft private equity-beleggingen vooral family offices en institutionele beleggers (flinke) allocaties hebben opgebouwd. Bij private loans zien we een vergelijkbare trend. Verzekeraars staan nog niet vooraan als het gaat om beleggen in private equity of private debt. Dat blijkt onder andere uit een onderzoek van Preqin.

Alleen retailbeleggers alloceren nog minder naar private markten, hetgeen toe te schrijven is aan een gebrek aan kennis, maar ook aan de voor hen beperkte beleggingsmogelijkheden. Dat

laatste argument geldt niet voor verzekeraars, omdat er voor institutionele beleggers inmiddels genoeg goede mogelijkheden zijn. Wat zijn dan de redenen waarom verzekeraars nog zo weinig in private equity beleggen? Die vraag kwam aan bod tijdens de Live Uitzending die Financial Investigator onlangs organiseerde over Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars. Tijdens dit event werden verschillende presentaties over private beleggingen of minder liquide beleggingen gehouden.

Figuur 5: Uitkomsten poll-vragen tijdens Live Uitzending van Financial Investigator over Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars



Bron: Financial Investigator

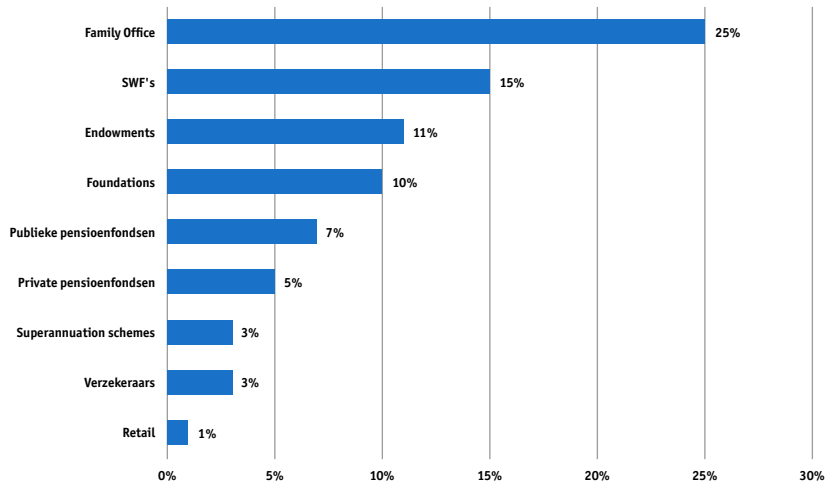
UITKOMSTEN POLL-VRAGEN

Na een eerste peiling onder het (online) publiek tijdens de Live Uitzending bleek dat driekwart van de deelnemers verwacht dat er meer gealloceerd gaat worden naar private beleggingen. De verklaring waarom er door verzekeraars nog niet zo veel wordt belegd in private markten kan mogelijk worden gevonden in de uitkomst van een andere poll-vraag, die plaatsvond naar aanleiding van de presentatie over commercieel vastgoed. Hier moesten de deelnemers aangeven waarom er nog niet in deze private markt wordt belegd. De hogere kapitaalseisen en het ontbreken van expertise werden het vaakst genoemd. Ook het ontbreken van ratings en de beperkte liquiditeit werden als redenen genoemd om niet te beleggen in commercieel vastgoed.

Een andere aanwijzing met betrekking tot de praktijk van beperkte beleggingen in private markten kan worden gevonden in de poll-vraag over het beleggen in high yield, een markt die gedeeltelijk privaat is. Ook daar werden de hogere kapitaaleisen genoemd als reden om niet in deze beleggingscategorie te beleggen. Een van de fysiek aanwezige deelnemers, werkzaam bij een verzekeraar, gaf hierbij nog de aanvulling dat 'de meeste verzekeraars in Nederland niet bepaald goed zijn gekapitaliseerd en dat extra kapitaaleisen voor een bepaalde beleggingscategorie dus al snel een belemmering vormen'. Ondanks dit sentiment was het opvallend dat 60% van het (online) publiek verwachtte dat verzekeraars (meer) gaan beleggen in infrastructuur in de opkomende markten.

De eerste poll-vraag over de voorgenomen extra beleggingen in private markten door verzekeraars werd aan het eind van de Live Uitzending, na alle interessante lezingen en de panel-discussie, herhaald. Het percentage dat voornemens is (meer) te gaan beleggen in private markten was nog iets toegenomen. Educatie werkt dus blijkbaar. Nu de praktijk nog. «

Figuur 4: Gemiddelde allocatie naar private equity per type belegger



Bron: Preqin

Foto: Archief NautaDutilh

COLUMN

DOOR PROF. MR. W.A.K. RANK, ADVOCAAT BIJ NAUTADUTILH TE AMSTERDAM
EN HOOGLERAAR FINANCIEEL RECHT AAN DE UNIVERSITEIT LEIDEN

Betalingsuitstel Covid-19: balanceren op het slappe koord?

Op 3 september jl. is bij de Tweede Kamer het wetsvoorstel Tijdelijke wet COVID-19 SZW en Justitie en Veiligheid ingediend. Dit wetsvoorstel omvat een tijdelijke voorziening voor betalingsuitstel in verband met Covid-19, die in belangrijke mate overeenkomt met het eerder gepubliceerde wetsvoorstel voor een Tijdelijke Betalingsuitstelwet 2020.

Op grond van dit wetsvoorstel kan een ondernemer die wordt geconfronteerd met een jegens hem ingediend faillissementsverzoek, de rechtbank vragen de behandeling van dit faillissementsverzoek aan te houden. Als dit verzoek wordt toegewezen, heeft dit tevens tot gevolg dat de schuldenaar een uitstel van betaling wordt gegund jegens de schuldeiser die het faillissements-verzoek heeft ingediend. Zolang de aanhouding voort-duurt, is de enkele omstandigheid dat de schuldenaar vóór de aanhouding een betalingsverplichting niet is nagekomen voor de schuldeiser geen grond voor wijziging, opschorting of beëindiging van zijn overeen-komst met de schuldenaar. Als het aanhoudingsverzoek wordt toegewezen, kan de rechtbank eveneens bepalen dat de schuldeiser zijn bevoegdheid tot verhaal op goederen die tot het vermogen van de schuldenaar behoren, niet kan uitoefenen zonder machtiging van de rechtbank. Wordt de schuldenaar geconfronteerd met een beslaglegging of executie van een zekerheidsrecht, dan kan hij de voorzieningenrechter vragen het beslag op te heffen of de executie te schorsen.

De rechtbank zal het verzoek van de ondernemer honoreren als deze tijdelijk niet aan zijn betalings-verplichtingen kan voldoen wegens een gebrek aan liquide middelen en dit liquiditeitstekort hoofdzakelijk of uitsluitend is ontstaan doordat de ondernemer wegens de uitbraak van het coronavirus of de daarmee verband houdende beperkende overheidsmaatregelen zijn bedrijf niet (volledig) heeft kunnen uitoefenen. Voorwaarde is wel dat voor de uitbraak van het coronavirus of de afkondiging van de daarmee verband houdende beperkende overheids-maatregelen geen sprake was van financiële problemen en dat de ondernemer verdiencapaciteit en toekomst-perspectief heeft. Ook mag de schuldeiser die het faillissementsverzoek heeft ingediend niet wezenlijk en onredelijk in zijn belangen worden geschaad. De toelichting gaat ervan uit dat de regeling ook effect heeft als sprake is van een schuldeiser uit een andere EU-lidstaat.

De regeling bouwt voort op de bestaande praktijk waarin de banken bedrijven die in de kern gezond zijn, uitstel van aflossing geven op kredieten tot EUR 50 miljoen en waarin rechtbanken terughoudend zijn bij de behandeling van beslagrekesten en faillissementsverzoeken. De verwachting is dat marktpartijen op basis van vrijwilligheid uitstel van betaling zullen blijven verlenen aan ondernemers die in verband met het coronavirus liquiditeitsproblemen ondervinden. Het kan echter niet worden uitgesloten dat partijen toch niet willen meewerken aan een betalings-regeling en kiezen voor een strategie om via een faillissementsverzoek of een verhaalsactie betaling af te dwingen. Doel van de regeling is om dit soort gedrag te voorkomen en daarmee ondernemers te behoeden voor vermijdbare faillissementen of verhaalsacties.

Natuurlijk is het van belang om faillissementen te voorkomen van bedrijven die in de kern gezond zijn, maar in verband met het coronavirus plotseling geen of nog maar een beperkte omzet hebben. Voorkomen moet echter ook worden dat schuldeisers in de problemen raken doordat hun schuldenaar via de rechter uitstel van betaling weet te verkrijgen. Dan zouden we te maken krijgen met de spreekwoordelijke hond die in de eigen staart bijt. De wet bevat dan ook een aantal waarborgen ter bescherming van de positie van de schuldeiser. Uiteindelijk is het echter aan de rechter om een afweging te maken tussen de belangen van de schuldenaar en de belangen van de schuldeiser. Dat blijft dus balanceren op het slappe koord. «

Beleggen tijdens politieke onzekerheid rond Amerikaanse verkiezingen

DOOR DANIEL UNG, HEAD OF QUANTITATIVE RESEARCH, STATE STREET SPDR ETF MODEL PORTFOLIO SOLUTIONS EN
ELLIOT HENTOV, HEAD OF POLICY RESEARCH, STATE STREET GLOBAL ADVISORS

De Amerikaanse verkiezingen hebben vaak een significante invloed op bepaalde segmenten van de markt. In dit artikel wordt gekeken naar de verkiezingsthema's van beide presidentskandidaten en de invloed hiervan op de markten.

De verkiezingen in Amerika staan voor de deur en alles wijst erop dat Joe Biden de volgende president van de Verenigde Staten zal worden. Toch blijft het spannend, want om grote veranderingen door te voeren is het nodig dat zowel de presidentsverkiezing wordt gewonnen als een meerderheid in het Congres (Senaat en Huis van Afgevaardigden) wordt behaald.

De presidentskandidaten hebben verschillende ideeën over diverse thema's en de uitslag zal van invloed zijn op hoe bepaalde sectoren zullen presteren.

We lichten in dit artikel vier thema's uit en gaan in op enkele verschillen tussen de kandidaten.

Klimaatverandering / Groen Beleid

Biden is een groot voorstander van groen en CO_2-neutraal beleid, terwijl Trump daar juist niet in gelooft. Daarnaast heeft Trump afstand genomen van het Klimaatakkoord van Parijs en juist de industrie rond fossiele brandstoffen ondersteund. Een eerste gedachte is dan dat bedrijven die minder afhankelijk zijn van fossiele brandstoffen, het beter zouden doen tijdens een Democratisch bewind en dat bedrijven die meer fossiele brandstoffen gebruiken, het beter zouden doen tijdens een Republikeins bewind. Toch hebben fossielvrije bedrijven zowel onder Obama als onder Trump een outperformance laten zien, ondanks het verschil in beleid. Het is duidelijk dat het presidentschap van Trump er niet toe heeft geleid dat er minder geïnvesteerd is in fossielvrije bedrijven. Daarnaast lijkt het erop dat deze bedrijven het goed zullen blijven doen als Biden gekozen zou worden.

Figuur 1: Opkomende beleidsthema's voor de presidentsverkiezingen in 2020

BELEIDSTHEMA'S	VERWACHTE IMPACT ALS HET HUIDIGE BELEID WIJZIGT ALS GEVOLG VAN EEN DEMOCRATISCHE OVERWINNING
Hogere vennootschapsbelasting	Heeft een nadelige invloed op alle sectoren behalve Technologie en Onroerend Goed.
Hoger minimum belastingtarief op buitenlandse inkomsten	Heeft nadelige gevolgen voor voornamelijk Communicatiediensten, Gezondheidszorg en Technologie.
Hogere loonheffingen op hoge salarissen	Heeft voornamelijk een negatieve invloed op Communicatiediensten, Technologie en Financiële Dienstverlening.
Klimaatverandering / groen beleid	Heeft een negatieve invloed op Energie en tot op zekere hoogte op Materialen en Industrie. Nutsbedrijven kunnen een winnaar zijn bij een groen beleid.
Consumentenbescherming en antitrust	Treft vooral Communicatiediensten.
Gezondheidszorg	Gezondheidszorg (Bio-Tech / Farmacie en Gezondheidszorg zijn kwetsbaarder dan Gezondheidszorgapparatuur).
Hervormingen van de arbeidsmarkt	Consumptiegoederen en Luxegoederen zijn kwetsbaar bij een verhoging van het minimumloon. Technologie en Communicatiediensten kunnen baat hebben bij een versoepeling van de immigratieregels.
Overheidsuitgaven	Materialen, Industrie en Gezondheidszorg zouden hiervan kunnen profiteren.
Kleinbedrijf	Kan slechter presteren dan large-caps omdat kleine bedrijven het bij de recente verkiezingen beter deden onder Republikeinen.

Bron: State Street Global Advisors

Aandeleninkoopprogramma's

Aandeleninkoop door bedrijven is een omstreden onderwerp geworden. De media heeft een overweldigend negatieve toon aangenomen. Wat precies het beleid van de twee kandidaten is ten aanzien van aandeleninkoop, blijft onduidelijk. President Trump heeft af en toe beweerd dat hij zich niet zou verzetten tegen het beperken van terugkoop, vooral bij bedrijven die overheidssteun hebben aangevraagd.

Biden's kritiek op aandeleninkoop is veel luidruchtiger en gaat zelfs zo ver dat hij een publieke oproep heeft gedaan aan alle CEO's in de VS om aandeleninkoop uit te stellen tot na dit kalenderjaar. Hij pleit ook voor het beperken van terugkoop bij bedrijven die overheidssteun hebben aangevraagd via de Coronavirus Relief Bill. Trump is het daarmee eens; vooral nadat hij bedrijven stimuleerde om hun buitenlandse inkomsten die in het buitenland aangehouden werden, te repatriëren om meer banen te creëren en investeringen te stimuleren. Dit gebeurde ook, maar een groot gedeelte van de belastingbesparingen werd door bedrijven aangewend om eigen aandelen in te kopen. Na de belastingverlagingen

in 2018 verhoogden bedrijven hun aandeleninkoop met 46% in de loop van het jaar en verminderden ze hun kasreserves met 12%, terwijl dividend-uitkeringen rond het gemiddelde historische niveau stand hielden.

Het is verder ook opmerkelijk dat dividenduitbetalingen veel stabieler zijn dan aandeleninkoop. Dit komt mogelijk doordat dividenduitbetalingen vaak worden gebruikt als middel om aan de algemene markt te laten zien dat een bedrijf financieel sterk is, in tegenstelling tot aandeleninkoop, dat volledig discretionair en daarom volatiel is.

De onzekerheid rond het beleid van de volgende regering inzake aandeleninkoop door bedrijven betekent dat het belangrijk is om inzicht te krijgen in de sectoren die het meest actief zijn met inkoopprogramma's. De technologiesector heeft het grootste aandeel in zowel aandeleninkoop als dividend-uitkeringen, gevolgd door de sectoren Communicatiediensten en Gezondheidszorg. De mix van aandeleninkoop en dividenden varieert aanzienlijk tussen sectoren. Tech geeft bijvoorbeeld de voorkeur aan het inkopen van eigen aandelen boven dividenduitbetalingen als manier om contanten terug te geven aan aandeelhouders (deels vanwege aandelenregelingen als onderdeel van het arbeidsvoorwaardenpakket van werknemers). Daarom zullen beleggers die op zoek zijn naar reguliere inkomsten, willen focussen op een dividendstrategie in plaats van op een aandeleninkoop- of sectorstrategie, die politiek kwetsbaar lijkt.

Gezondheidszorg

De Gezondheidszorg is een van de politiek meest gevoelige sectoren, niet in de laatste plaats vanwege het enorme bedrag dat bedrijven, met name farmaceutica, besteden aan lobbyactiviteiten. We zien vaak veel meer onzekerheid in de prestaties van de zorgsector vlak voor en na de verkiezingen, vooral in vergelijking met de brede S&P 500 Index.

Figuur 2: Mogelijke uitkomsten verkiezingen

President	Biden	Biden	Disputed	Trump
Senaat	Democratic	Republican	Disputed	Republican
Huis van Afgevaardigden	Democratic	Democratic	Democratic	Democratic
Investeringsthema's	Duurzaam / ESG Infrastructuur Gezondheidszorg Dividend	Duurzaam / ESG Infrastructuur Consumptiegoederen Luxegoederen	Low Volatility Consumptie-goederen Utilities	Infrastructuur Utilities Mid- & Small Caps

Bron: State Street Global Advisors

Niet alle segmenten binnen de zorg worden echter onderworpen aan hetzelfde niveau van politiek risico of de grillen van de politieke partij die de macht heeft. Specifiek de industrie die zich richt op apparatuur voor de Gezondheidszorg & Dienstensector wordt regelmatig gewaardeerd tegen een premie ten opzichte van de toekomstige consensus over groeipercentages. Dit segment kent immers sterke innovatie op gebieden zoals medische technologie en oplossingen voor gezondheids-diagnostiek. De biotech-industrie daarentegen wordt vaak significant ondergewaardeerd vergeleken met consensus over toekomstige groeiverwachtingen, als gevolg van het voortdurende politieke debat over de hervorming van de prijsstelling van geneesmiddelen.

Dezelfde redenering geldt voor de industrie gericht op de Zorgverleners & Dienstensector die last heeft van onzekerheid over de vraag of zorgaanbieders zullen worden geconfronteerd met meer regelgeving of kostenbesparingen.

Hervormingen van de arbeidsmarkt

De twee eerdere aanpassingen van het minimumloon gebeurden onder Democratische presidenten. Biden is voorstander van een verhoging van het minimumloon van $ 7,5 naar $ 15 per uur. Trump heeft echter een voorkeur om het minimumloon op het huidige niveau te handhaven.

Er zijn natuurlijk al verschillen tussen staten en in totaal krijgt ongeveer 2% van de werknemers in de private sector in de VS een uurloon dat gelijk ligt met of lager is dan het federale minimumloon. Het is echter goed om je te realiseren dat het federale minimumloon als een markt- en beleidssignaal wordt gebruikt. Een verhoging van het minimumloon kan dan looninflatie tot gevolg hebben voor werknemers in specifieke sectoren. Meer dan 60% werkt in de vrijetijdsector en in de horeca, terwijl ongeveer 8% tot 9% in het onderwijs en in de detailhandel werkt.

Elke substantiële verhoging van het minimumloon kan een aanzienlijke impact hebben op het bedrijfsresultaat van een bedrijf, aangezien de uurlonen in de VS al gestaag stijgen, vooral in de retailsector. Terwijl Amazon zijn minimumloon al heeft verhoogd naar $ 15 per uur, is het nog onzeker of andere bedrijven in de luxegoederen-sector kunnen volgen. Dit komt doordat de sector mogelijk het meest kwetsbaar is voor elke stijging van de kosten, aangezien deze al met een lage winstmarge werkt en de minste omzet per werknemer genereert. «

Het volledige rapport, inclusief een gedetailleerde beschrijving van alle thema's is te downloaden op www.spdrs.com.

© 2020 State Street Corporation. All Rights Reserved.
ID 3250930.1.1.EMEA.INST Exp. Date 31/09/2021

MILLENNIALS: LOVE AND BEAUTY

By Luke Barrs

An understanding of how the differentiated spending patterns, lifestyle choices and values of millennials are not just reshaping the global dating and beauty industry, but are redefining the very concepts of 'love' and 'beauty' becomes increasingly important for investors.

A DIGITAL MAKEOVER

Beauty and technology are becoming more and more intertwined and the beauty industry is going beyond just digital, to actually become 'smart'. Brands are building connected beauty systems to personalise skin treatments and to treat individual skin disorders and the impacts of hormonal imbalances on the skin. For example, one brand introduced a mobile app that leverages Artificial Intelligence to detect users' skin conditions and then dispenses a personalised formula each day.

Photo: Archive Goldman Sachs Asset Management

Luke Barrs

The advent of genomics and gene therapies could have a revolutionary impact on the health care industry and millennials will be front-running this race. Genomics is likely to play a bigger role in personalising beauty recommendations, with some companies already offering beauty-focused DNA testing kits.

BUT TRUST ME ON THE SUNSCREEN

Millennials are selectively choosing brands that not only anticipate their needs, but support their ethos and are consistent with the image they want to convey. This is a generation that is trading in thrills of fragrance and luxury for the benefits of the potentially life-saving sunscreen. Many of the buzzworthy brands are now built on the premise of focusing on healthy skin and using make-up only as a tool for self-expression.

Today's beauty brands cannot ignore megatrends, such as ethical lifestyle, healthy living, connected consumers and multiculturalism, which will continue to drive changing consumer values, particularly among millennial consumers. Brands and retailers that can identify these changing values as opportunities and not as threats, are most capable of keeping up with this wave of disruption.

THE INCLUSION SOLUTION

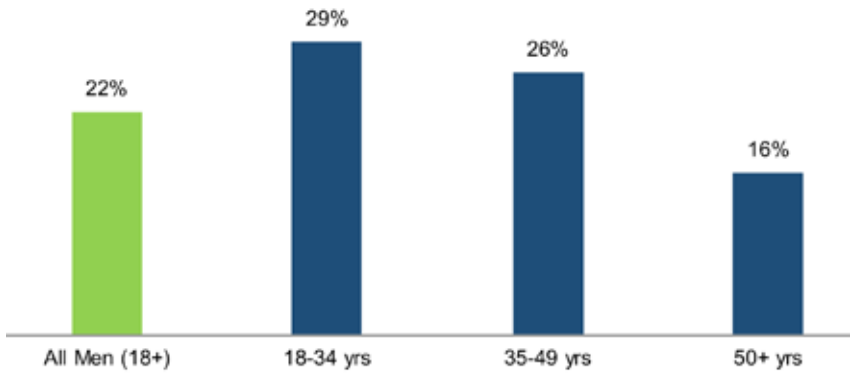
Inclusivity has become a new metric for being best in class and millennials are responding with their dollars. Research shows that this generation responds strongly to marketing that reflects the diversity they see in their communities.

Millennials are selectively choosing brands that support their ethos and are consistent with the image they want to convey.

While the mainstream media has historically targeted women when it comes to beauty and grooming, there is an emerging disruptor in the beauty industry. Companies now turn their attention towards one of the largest untapped consumer cohorts to expand the half a trillion-dollar market: men.

Make-up for men, for example, is becoming more mainstream, and the millennial generation has been the key driver of this change. Global Data's consumer research shows that 61% of men aged 18-34 now prefer to stand out from the crowd and believe that taking care of their appearance is essential.

Figure 1: Men's Skincare Regimen (% adult men agreeing: 'I have a skincare regimen')



Source: YouGov. Based on a survey using YouGov Profiles (Sep 2017) with responses from more than 12,753 adult men (18+), including 1,199 men ages 18-34, 2,066 men ages 35-49 and 9,485 men ages 50 and older.

Many brands offer make-up for men, or have launched gender-neutral make-up lines, with some digitally native brands that cater directly to men revealing the average men's grooming routine extends beyond just shaving, to include a gamut of skin-care products.

The rejection of traditional gender stereotypes that has been catalysed by millennials is likely to create room for more gender-neutral, inclusive and interchangeable products on the market in the future.

ALL YOU NEED IS LOVE

While consumers have always turned to beauty as one of the 'small joys' of life during trying times, there was one industry that emerged as an unexpected beneficiary of a global lockdown: the online dating industry. The biggest increase in usage and activity on one of the platforms came from female users under the age of 30, with daily average swipes increasing by 37% for this demographic.

There was one industry that emerged as an unexpected beneficiary of a global lockdown: the online dating industry.

Even in India, where dating apps have a 70% to 30% men to women ratio at best, one leading Indian dating app noted that the rate of men liking women has gone up from 77% to 81% during the lockdown. The same rate for women has gone up from 8% to 81%, highlighting that Indian women may now be in the driving seat of the online dating trend.[1]

While dating platforms have seen a reluctance in the adoption of video dating prior to the pandemic, online daters are now demonstrating a strong willingness to virtual date as global lockdowns have forced people to stay indoors.

It has been widely accepted that office technologies like Slack and Zoom, which are being employed as people work from home, may very well be in use after the global pandemic subsides. Similarly, dating habits formed during quarantine are likely to be a part of the millennial repertoire for the foreseeable future. «

1 Truly Madly Deeply, Sakal Times as of 8th May 2020

Inclusivity has become a new metric for being best in class and millennials are responding with their dollars.

- The rapidly evolving consumption patterns, lifestyles choice and values of the millennial generation are reshaping the global beauty and dating industries;
- The changing preferences of millennials and Gen Z will call for a new approach to beauty and dating that is transparent, online, and inclusive.

This article was written by Luke Barrs, Head of Fundamental Equity Client Portfolio Management EMEA, Goldman Sachs Asset Management.

Disclaimers
Views and opinions expressed are for informational purposes only and do not constitute a recommendation by GSAM to buy, sell, or hold any security, they should not be construed as investment advice.
This information discusses general market activity, industry or sector trends, or other broad-based economic, market or political conditions and should not be construed as research or investment advice. This material has been prepared by GSAM and is not financial research nor a product of Goldman Sachs Global Investment Research (GIR). It was not prepared in compliance with applicable provisions of law designed to promote the independence of financial analysis and is not subject to a prohibition on trading following the distribution of financial research. The views and opinions expressed may differ from those of GIR or other departments or divisions of Goldman Sachs and its affiliates. Investors are urged to consult with their financial advisors before buying or selling any securities. This information may not be current and GSAM has no obligation to provide any updates or changes.
United Kingdom and European Economic Area (EEA): In the United Kingdom, this material is a financial promotion and has been approved by Goldman Sachs Asset Management International, which is authorized and regulated in the United Kingdom by the Financial Conduct Authority.
© 2020 Goldman Sachs. All rights reserved. Compliance Code: 201890-OTU-1182932

DNB GOOIT DE UFR IN DE BLENDER

Door Mario Overduin

Eind augustus heeft DNB - tot verrassing van velen - bekendgemaakt dat vanaf 1 januari 2021 de nieuwe UFR-curve, met daarin een aangepaste Ultimate Forward Rate (UFR), stapsgewijs zal worden ingevoerd. Dit artikel gaat in op de verandering van de curve, de gevolgen voor de dekkingsgraad en de renteafdekking.

De UFR is een theoretische schatting voor de rente op de lange termijn en vormt een belangrijk onderdeel bij het construeren van de door DNB voorgeschreven rentetermijnstructuur (UFR-curve). Deze UFR-curve wordt gebruikt om de waarde van de pensioenverplichtingen (en dus ook de dekkingsgraad) te berekenen.

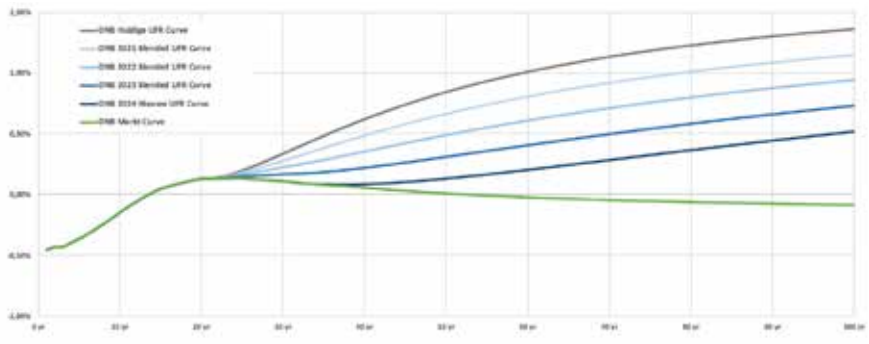
Vorig jaar werd tot de nieuwe UFR-curve besloten naar aanleiding van het advies van de Commissie Parameters onder leiding van oud-minister van Financiën Jeroen Dijsselbloem. Door enkele technische aanpassingen in de berekeningsmethodiek van de curve komt deze lager te liggen dan de huidige UFR-curve. Zo kent de nieuwe curve per 31 augustus 2020 een lagere UFR (1.7% in plaats van 1.9%) en begint deze pas vanaf een looptijd van 30 jaar af te wijken van de marktcurve (de huidige UFR-curve wijkt al af vanaf 20 jaar). Ook de snelheid waarmee de nieuwe UFR-curve vanaf 30 jaar naar de UFR toegroeit, is afgenomen. Deze aanpassingen drukken – ieder voor zich – de nieuwe curve naar beneden ten opzichte van de huidige curve.

De lagere rentetermijnstructuur onder de nieuwe methodiek heeft evident nadelige gevolgen. Om deze over de tijd te spreiden, heeft DNB ervoor gekozen de nieuwe UFR-curve geleidelijk in te voeren. Over de periode 2021-2024 zal de nieuwe UFR-curve in vier gelijke stappen worden ingevoerd. Dit betekent dat de nieuwe UFR-curve pas op 1 januari 2024 volledig zal zijn ingevoerd.

De geleidelijke invoering zal worden vormgegeven door de UFR-curve op basis van de huidige methodiek te 'blenden' met de UFR-curve op basis van de nieuwe methodiek. In 2021 zal de UFR-curve een gewogen gemiddelde zijn van de curve op basis van de huidige methodiek en de curve op basis van de nieuwe methodiek. Aanvankelijk zal het gewicht van de curve op basis van de nieuwe methodiek 25% zijn om vervolgens ieder jaar met 25% te stijgen totdat in 2024 de nieuwe methodiek geheel is ingevoerd.

In Figuur 1 is het effect op de rentetermijnstructuur weergegeven, waarbij de door DNB voorgeschreven curve stapsgewijs naar beneden komt en uiteindelijk nog maar weinig verschilt met de marktcurve.

Figuur 1: Effect stapsgewijze invoering nieuwe UFR-curve op de rentetermijnstructuur



Bron: Mercer

WAT VOOR IMPACT GAAT DIT HEBBEN VOOR PENSIOENFONDSEN?

Een lagere rentetermijntructuur geeft een hogere waardering van de pensioenverplichtingen en een lagere dekkingsgraad. Per 31 augustus 2020 bedroeg de door Mercer berekende dekkingsgraad voor het gemiddelde Nederlandse pensioenfonds 96%. Op basis van de nieuwe UFR-curve (volledige implementatie) zou de dekkingsgraad 92% bedragen. De impact van de nieuwe methodiek zal daarmee naar verwachting minus 1%-punt dekkingsgraad per invoeringsstap zijn. Voor pensioenfondsen met een ouder deelnemersbestand zal de daling mogelijk iets minder zijn, terwijl deze voor pensioenfondsen met een jonger deelnemersbestand juist sterker zal kunnen zijn.

Naast de impact op de dekkingsgraad heeft de geleidelijke invoering van de nieuwe UFR-curve ook directe gevolgen voor pensioenfondsen die het rente-afdekkingsbeleid hebben gebaseerd op de UFR-curve. De nieuwe methodiek geeft naast een hogere waardering van de verplichtingen ook een stijging van de rentegevoeligheid (uitgedrukt in DV01) en een verandering in de verdeling daarvan over de verschillende looptijdsegmenten.

Bij iedere invoeringsstap zal de afdekking lager komen te liggen en ook met betrekking tot dit aspect zal er na de volledige invoering per 1 januari 2024 nog maar nauwelijks verschil zijn met een rente-afdekking op basis van marktrente. Indien deze verlaging van de rente-afdekking niet wenselijk is, zal een pensioenfonds het beleid bij iedere stap moeten aanpassen.

Voor pensioenfondsen met een afdekkingsbeleid op basis van marktrente zal er geen directe impact zijn, alhoewel zij zich wel moeten realiseren dat bij ongewijzigd beleid de dekkingsgraad op basis van UFR volatieler zal worden.

In Figuur 2 wordt de rentegevoeligheid per looptijdsegment van de verplichtingen voor een gemiddeld Nederlands pensioenfonds weergegeven (uitgedrukt in DV01). Het gaat hier om de mutatie in de waardering per basispunt daling van de marktrente. Een DV01 van 100 betekent dat als de rente met 0.01% daalt, de waardering met 100 euro toeneemt.

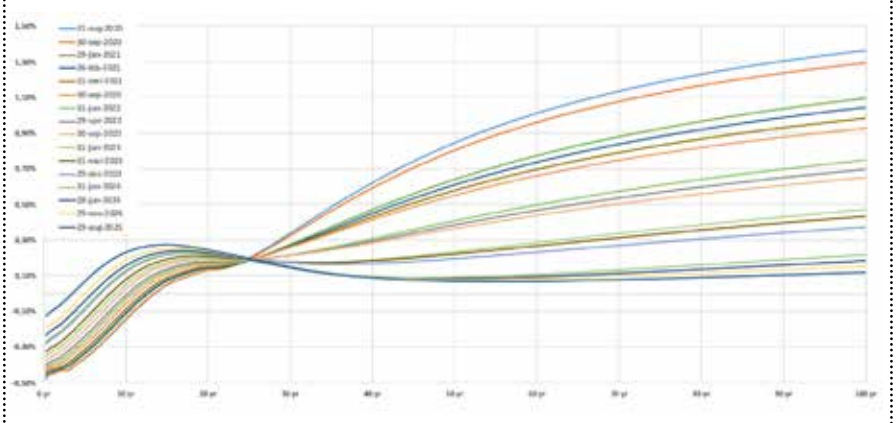
Onder de nieuwe methodiek neemt de rentegevoeligheid toe en verandert de verdeling ervan over de looptijd-segmenten. Ten opzichte van de huidige UFR-curve daalt de DV01 op het 20- en 25-jaars looptijdsegment en neemt deze toe vanaf het 30-jaars looptijdsegment. Pensioenfondsen dienen rekening te houden met deze verschuivingen ten-einde additioneel, ongewenst curverisico te voorkomen.

DNB UFR-CURVE PROGNOSE

Zonder een expliciete visie te hanteren, zijn er in de basis twee methoden om naar de toekomst te kijken. De meest eenvoudige is te veronderstellen dat de huidige swap curve niet verandert. Onder deze veronderstelling zal de UFR-curve vanaf het 30-jaars punt tot en met augustus 2025 schoksgewijs dalen. Voor een gemiddeld pensioenfonds betekent dit een stijging van de verplichtingen met 4.5%. Deze neerwaartse schokken worden enerzijds veroorzaakt door de vier stappen zoals aangekondigd door de DNB, maar anderzijds ook doordat de UFR blijft dalen. Deze is namelijk gebaseerd op een voortschrijdend 10-jaars gemiddelde. Dit maakt dat de curve ook na 1 januari 2024 blijft dalen.

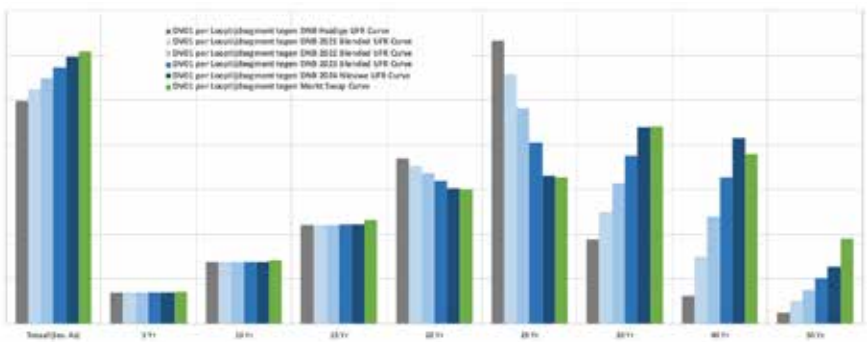
De aanname dat de huidige swap curve op zijn plaats blijft liggen is eenvoudig, maar is niet volledig visieloos. Het is neutraler om aan te nemen dat de toekomstige swap curves in lijn zullen zijn met de verwachte rentes - de forward rentes - die in de huidige curve besloten liggen. In dat geval ziet de projectie er wat anders uit. Naar de toekomst toe zal het korte tot middellange gedeelte van de UFR-curve omhoogkomen, terwijl het lange eind schoksgewijs blijft dalen (zie Figuur 3). De veranderingen op het lange eind zullen wel een grotere impact op de verplichtingen hebben dan de verandering op het korte tot middellange deel. Voor een gemiddeld fonds betekent dit per saldo een stijging van de verplichtingen van 2.5% (in plaats van 4.5%). «

Figuur 3: DNB UFR Curve Projectie 2020 - 2025



Bron: Mercer

Figuur 2: Rentegevoeligheid gemiddeld pensioenfonds per looptijdsegment van de verplichtingen, afgezet tegen de huidige, de geblende en de nieuwe UFR-curve en de Markt Swap Curve



Bron: Mercer

Dit artikel is geschreven door Mario Overduin, Senior Investment Consultant bij Mercer.

Diversified factor approaches on the rise

BY DR HARALD HENKE, HEAD OF FIXED INCOME, QUONIAM ASSET MANAGEMENT

Factor investing is becoming increasingly popular for corporate bonds. The recent market distortions have shown that a combination of factors leads to a more stable portfolio compared to a portfolio using single factors.

Factor investing denotes a systematic investment approach in which portfolios have exposure to specific factors. These factors either capture premia for assuming risks (such as carry, investing in above-average spreads), or they exploit regulatory or behavioural anomalies on the capital markets. One example is buying 'fallen angels' – bonds that have recently been downgraded from investment-grade to non-investment-grade and that are therefore subject to selling pressure from institutional investors. In contrast to the equity market, where factor investing has been popular for decades, factor investing in bonds is still a relatively new discipline, which is only being gradually discovered by investors. In this context, individual factors have been identified that provide for systematic outperformance over time. The most important factors are value (overweighting undervalued, cheap companies), equity momentum (buying companies whose shares have offered above-average returns in the recent past) and carry.

Photo: Archive Quoniam Asset Management

CV

Dr Harald Henke is Head of Fixed Income Portfolio Management at Quoniam Asset Management. He works for the firm since November 2006. He is responsible for the performance of Quoniam's Fixed Income products. Prior to this, he was Head of Fixed Income Research, where he was responsible for the development of quantitative models for corporate bonds and interest rate forecasts. Henke studied Economics at the Goethe University in Frankfurt am Main. He completed his doctorate at the European University Viadrina in Frankfurt an der Oder in the field of empirical market microstructure analysis with a focus on capital markets of emerging markets.

Advantages of a multi-factor approach

Given that individual factors such as carry and equity momentum are negatively correlated, a factor approach will achieve the best results if individual factors are combined into a multi-factor framework that is able to capture existing market premia in a more stable manner compared to using individual signals. Factor investing works best when applied to large investment universes such as global or euro-denominated investment-grade bonds, or global high-yield bonds. Since factors are calculated consistently and objectively for all companies on the market, it is possible to identify and exploit valuation differences between them. A characteristic feature of factor portfolios is the establishment of a large number of smaller, active positions, leading to a high level of diversification and a low tracking error. Sources of outperformance differ from other investment styles, enabling investors to achieve additional diversification potential by combining factor portfolios with a discretionary approach, for example. An additional feature of the systematic approach is transparency regarding sources of, and reasons for, outperformance.

Implementation is key

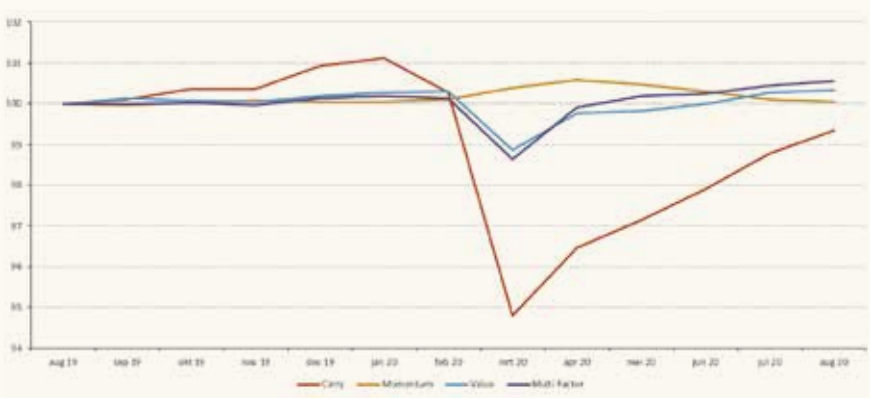
While these are good reasons to look into factor-based approaches in detail, each factor approach also holds challenges. Factors must be chosen so that they can be implemented in portfolio management practice. They must be robust, able to withstand

phases of low liquidity (when it might be impossible to carry out rebalancing, or only to a lesser extent), and not too short-term in their effect. A sound theoretical and empirical basis is crucial in order to gain confidence in the future performance of individual factors. Moreover, the portfolio construction process is decisive, given the complexity of fixed income portfolio management. Beside factor exposure, portfolio managers must simultaneously consider curve positioning and capital structure as well as risk exposure, transaction costs and liquidity of single issues. All of this necessitates a modern, efficient portfolio management infrastructure in order to deal with this complexity.

Factor performance in recent months

Against the background of this year's market turbulence – combined with extensive restrictions imposed during the course of the coronavirus crisis – recent months have constituted an important period for analysing and examining the performance of factors in fixed income investment. Have the factors had a diversifying effect? And what about the performance of factor portfolios? The chart illustrates the performance of selected factors and their combination into a multi-factor signal for investment-grade corporate bonds over the past twelve months. For this purpose, 20 percent for each of the cheapest bonds (Value), those with the best equity performance (Momentum), those with the widest spreads (Carry), and those with the strongest combined multi-factor signal are aggregated to form portfolios, which are left unchanged for one month. The portfolios are rebalanced on the last day of each month. The Carry factor – a very popular strategy amongst bond investors – clearly outperformed the other factors until the end of January, but suffered by far the strongest decline thereafter: between the end of January and the end of March, a pure Carry portfolio underperformed the market index by more than six percent. Even though this factor improved in the wake of the recovery on markets, it is still lagging the other factors year-to-date (as of 31 August 2020). This highlights the risk of betting on just one factor. Conversely, the Momentum factor showed a very moderate performance until the end of February – in turn, it then outperformed all other factors (and the market as a whole) during March. The Value performance ranged between the two other factors, with an underperformance of approximately one percent during March, which the factor subsequently managed to recoup. The chart also illustrates that the multi-factor signal has performed better than single factors by end of August 2020.

Figure 1: Factor performance for bonds (Y-axis: Relative factor performance)



Source: Euro IG Corporates, Quoniam calculations, Bloomberg, ICE

Stability throughout the crisis

A combination of individual factors in a weighted multi-factor signal has shown a more stable performance throughout the crisis months than individual factors on their own. Year-to-date, it outperformed the index by just under 0.5 percent. These figures show that exposure to various factors has a diversifying effect on portfolio performance. Factor-based approaches have gained popularity over recent years as investors endeavour to diversify their manager risk and to realise new sources of outperformance which are uncorrelated to those used by other approaches. Most recent market distortions in the course of the coronavirus crisis have shown that a diversified multi-factor approach can meet this ambition. «

Summary

Factor investing in bonds is still a relatively new discipline which is gradually being discovered by investors;

Recent months have again shown that a combination of individual factors in a weighted multi-factor signal leads to a more stable performance than individual factors;

Sources of outperformance differ from other investment styles, enabling investors to achieve additional diversification potential;

Besides a sound theoretical and empirical basis, the portfolio construction process is decisive;

An additional feature of the systematic approach is transparency regarding sources of, and reasons for, outperformance;

Another characteristic of factor portfolios is the establishment of a large number of smaller, active positions.

ZIJN UW OTC-DERIVATEN GEREED VOOR DE BENCHMARKTRANSITIE?

Door Rezah Stegeman, Aron Berket en Koen van Leeuwen

Hoewel EONIA pas vanaf 3 januari 2022 geheel wordt vervangen door €STR, worden marktpartijen zoals pensioenfondsen en vermogensbeheerders door recente stappen van clearinghuizen min of meer gedwongen om al eerder tot een transitie over te gaan voor hun derivatenportefeuilles.

EONIA NAAR €STR

Om de nauwkeurigheid en betrouwbaarheid te waarborgen van indices die worden gebruikt als benchmark (zoals EURIBOR en EONIA)[1], geldt sinds 1 januari 2018 de Benchmarkverordening. Onderdeel van deze Europese wetgeving zijn bepaalde eisen waaraan benchmarks moeten voldoen. Aangezien EONIA niet voldoet aan deze eisen, zal deze vanaf 3 januari 2022 ophouden te bestaan en feitelijk worden vervangen door de nieuwe benchmark €STR[2].

Met de publicatie van €STR op 2 oktober 2019 was de transitie van EONIA naar €STR reeds in gang gezet. Sinds deze datum geldt dat de waardes van EONIA en €STR aan elkaar gekoppeld zijn, doordat de waarde van EONIA wordt berekend door een opslag van 8,5 basispunten (0.085%) op te tellen bij €STR. Overigens werkt deze gewijzigde berekening van EONIA al door in bestaande contracten.

Een gebeurtenis die de transitie van EONIA naar €STR in een stroomversnelling heeft gebracht, is de transitie op 27 juli 2020 van diverse clearinghuizen, waaronder LCH en Eurex, naar €STR als verdisconteringsvoet (discounting rate) voor het bepalen van de waarde van geclearde derivaten en voor de hoogte van de Price Alignment Interest, de rentevergoeding die voor verstrekte variation margin wordt betaald.[3]

Foto: Archief Simmons & Simmons

Koen van Leeuwen, Aron Berket en Rezah Stegeman

GEVOLGEN VOOR NIET-GECLEARDE DERIVATEN

De voortvarende transitie door clearinghuizen naar €STR heeft onder andere tot gevolg dat er een verschil is ontstaan tussen de waarderingsmethoden van geclearde en niet-geclearde OTC-derivaten, waardoor een mismatch zou kunnen ontstaan. Voor de waardering van deze twee typen OTC-derivaten worden immers mogelijk verschillende discounting rates gebruikt. Een mismatch zou zich ook kunnen voordoen tussen de benchmarks in OTC-derivaten en die in de contracten (bijvoorbeeld obligaties) die daarmee gehedged worden, als gevolg waarvan het risicomanagement van een marktpartij niet langer optimaal is. Om deze reden is het voor marktpartijen zaak om ook ten aanzien van hun niet-geclearde OTC-derivaten over te stappen naar €STR.

Het onderpand voor OTC-derivaten kan doorgaans in euro's worden verstrekt, waarvoor een rentevergoeding gelijk aan EONIA wordt betaald. Het aanpassen van deze betalingsverplichting in een

zekerheidsdocument naar €STR is echter géén afvink-exercitie, want hiermee wordt ook de toepasselijke discounting rate van het betreffende OTC-derivaat €STR. Bovendien moeten marktpartijen overeenstemming bereiken over (i) de wijze waarop deze aanpassing plaats zal vinden, (ii) wanneer deze aanpassing plaats zal vinden en (iii) eventuele compensatie voor de waardeverandering van de betreffende OTC-derivaten als gevolg van de gewijzigde discounting rate.

CONTRACTUELE HULPMIDDELEN

De International Swaps and Derivatives Association (ISDA) heeft verschillende hulpmiddelen ontwikkeld om marktpartijen te ondersteunen in de benchmarktransitie.

Modelovereenkomsten

Zo heeft ISDA verschillende modelovereenkomsten gepubliceerd die marktpartijen kunnen gebruiken om verwijzingen in bepaalde marktstandaard derivatencontracten van ISDA naar bijvoorbeeld EONIA te vervangen door €STR. Deze zijn onder andere relevant voor partijen die voor hun niet-geclearde OTC-derivaten wensen over te stappen naar €STR.

Deze modelovereenkomsten bestaan onder meer uit de EONIA Amendment Agreement en de €STR Amendment Agreement. Aan de hand van deze modelovereenkomsten kunnen verwijzingen naar euro benchmarks worden vervangen door verwijzingen naar €STR (Collateral Rate) in zekerheidsdocumentatie en in derivatencontracten (zoals de ISDA Master Agreement en 'confirmations'). Verder zijn de volgende aspecten van deze overeenkomsten wetenswaardig:

- **Collateral Agreement Interest Rate Definitions**. Door het gebruik van de modelovereenkomsten passen partijen de Collateral Agreement Interest Rate Definitions toe. Dit heeft tot gevolg dat gestandaardiseerde definities van benchmarks worden geïncorporeerd, inclusief €STR (Collateral Rate). Hiermee wordt meteen ook een achtervang (fallback) opgenomen voor het geval dat €STR ophoudt te bestaan.

- **Aanpassen reikwijdte.** In beginsel zijn de modelovereenkomsten van toepassing op alle zekerheidsdocumentatie van ISDA, waaronder de 2016 VM CSA. Partijen kunnen echter kiezen om bepaalde zekerheidsdocumentatie niet onder de reikwijdte van de overeenkomst te laten vallen, of juist de reikwijdte te vergroten.

- **Effectieve datum.** Partijen kunnen verschillende data selecteren voor enerzijds de inwerkingtreding van de overeenkomst en anderzijds de vervanging van de relevante benchmark door €STR (Collateral Rate).

- **Compensatie.** De modelovereenkomsten bieden de mogelijkheid om afspraken te maken over de hiervoor besproken compensatie voor de transitie. De modelovereenkomsten voorzien echter niet in een methodologie om het te betalen bedrag te berekenen. Deze moeten partijen zelf bepalen.

Protocollen

De hierboven besproken modelovereenkomsten moeten niet worden verward met andere initiatieven van ISDA, zoals het ISDA 2018 Benchmarks Supplement Protocol en het ISDA IBOR Fallback Supplement Protocol. Met de eerstgenoemde kunnen marktpartijen voor bepaalde benchmarks algemene 'fallback wording' in bestaande en nieuwe contracten toepassen, voor het geval dat een benchmark ophoudt te bestaan. Ten aanzien van IBOR's[4] worden deze fallbacks geconcretiseerd in het binnenkort te publiceren ISDA IBOR Fallback Supplement Protocol.

Ten tijde van het schrijven van dit artikel is de verwachting dat ISDA nog in september van dit jaar tot de publicatie hiervan over zal gaan. Doordat ISDA hiervoor eerst het oordeel van bepaalde mededingingsautoriteiten afwacht, is het niet ondenkbaar dat dit iets later in het jaar wordt. Wij merken hierbij op dat, omdat EONIA geen IBOR is, deze niet wordt afgedekt in dit laatste ISDA-protocol.

AFSLUITENDE OPMERKINGEN

De afgelopen jaren zijn marktpartijen overladen met informatie over de Benchmarkverordening en de hieruit voortvloeiende verplichtingen. Nu de belangrijkste clearinghuizen zijn overgestapt naar €STR en ISDA modelovereenkomsten heeft gepubliceerd om de overstap door marktpartijen voor niet-geclearde derivaten te faciliteren, is het zaak om daadwerkelijk in actie te komen.

Dit betekent in ieder geval dat marktpartijen de keuze moeten maken op welke wijze zij de overgang van EONIA naar €STR wensen te effectueren. Hiervoor lijken twee mogelijkheden beschikbaar: (i) naar €STR flat mét compensatie of (ii) naar €STR met een opslag van 8,5 basispunten. Daarnaast moeten marktpartijen bedenken wanneer ze de transitie willen maken.

Als deze strategische keuzes zijn gemaakt, moet dit aan de hand van de modelovereenkomsten worden onderhandeld en contractueel worden vastgelegd. Inmiddels is een aantal grote marktpartijen al aan de onderhandelingen begonnen. Voor marktpartijen die nog niet zo ver zijn, is er dan ook werk aan de winkel! «

1 Euro Inter Bank Offered Rate en Euro OverNight Index Average.
2 De euro-short term rate, spreek uit 'euro-STR'.
3 Het is de verwachting dat de transitie door clearinghuizen van USD benchmarks naar de Secured Overnight Financing Rate (SOFR) als discounting rate zal plaatsvinden op 16 oktober 2020.
4 Inter Bank Offered Rates, een verzamelnaam voor onder meer EURIBOR en LIBOR.

Dit artikel is geschreven door Rezah Stegeman, Aron Berket en Koen van Leeuwen, Advocaten bij Simmons & Simmons.

US HEDGE FUND PERFORMANCE IN THE ERA OF QUANTITATIVE EASING

By Dion van Proosdij

Quantitative easing (QE) has caused part of the deterioration in hedge fund performance in the decade after the Global Financial Crisis of 2008-2009 (GFC) and has negatively impacted monthly performance of seven out of ten US hedge fund investment styles analyzed. Hedge fund investors should therefore incorporate QE in their allocation decision making process.

Performance of US hedge funds deteriorated while the Federal Reserve (Fed) started to implement QE in the decade after the GFC. The following hypothesis was tested in the master thesis study 'Quantitative Easing and Hedge Fund Performance: Evidence from US Hedge Funds': Did QE play a role in the deterioration of US hedge fund performance? This article seeks to answer this question and to offer a suggestion for investment style portfolio allocation with respect to two scenarios: an increase and a decrease in QE.

QE IS HERE TO STAY

The Fed will likely continue to rely on QE in its future monetary policy. Interest rates are expected to remain low for years to come according to Teulings & Lu (2016), Powell (2020) and others. QE is generally (but not exclusively) used to lower the long end of the yield curve when short term interest rates are low (Karras, 2013). Figure 1 shows that QE (measured by the US dollar amount of securities held outright by the Fed) has increased significantly from 2009 onward, while the short-term effective federal funds rate remained close to zero.

IMPACT OF QE ON ASSET PRICES

QE affects monthly performance of hedge funds through two channels. First, QE leads to rising equity and fixed income prices through decreased borrowing costs for firms (Balatti, Brooks, Clements, & Kappou, 2017). Secondly, QE affects relative valuations of firms differently depending on the leverage ratio of a given firm. This implies that long-run equilibria in relative valuations change. A decrease in borrowing costs can lead to additional firm investments. This generates additional future cash flows, which translates into higher equity prices. Firms with a higher leverage ratio tend to have fewer future investments and therefore lower equity prices relative to firms with a lower leverage ratio (Myers, 1977, and Zhang & Cai, 2011).

Furthermore, long-run equilibria of relative valuations in the fixed income space change with the introduction of the Fed as a new buyer in this market. A change in supply-demand dynamics affects spreads and perceived credit risks between securities eligible for purchase within QE programs and securities that are not.

IMPACT OF QE ON US HEDGE FUND PERFORMANCE

The thesis referred to earlier focuses on the impact of QE (measured by the amount of securities held outright in billions of US dollars on the balance sheet of the Fed) on monthly performance of ten US hedge fund investment styles. This impact is quantified in a linear factor model that explains the intrinsic characteristics and risks of hedge fund portfolios and performance. The empirical results from the thesis, along with hypotheses attempting to explain these results, are presented in the following paragraphs.

QE has a positive impact on monthly performance of the Long-Bias investment style. This can be explained by the fact that a long portfolio exposure tends to do well when asset prices rise.

Furthermore, QE has a negative impact on monthly performance of the Global Macro, Long/Short Equity Hedge and Managed Futures/CTA investment styles. The following hypothesis could explain this outcome: The net-portfolio exposure of these three

Hedge fund investors can incorporate QE in their investment process by adjusting the weights allocated to individual investment styles based on whether QE increases or decreases.

investment styles differs per given hedge fund. Rising asset prices caused by QE result in margin calls on short positions. The disposition effect (selling 'winners' and holding on to 'losers') could cause managers to sell a portion of long positions ('winners') to free up cash to meet margin calls on short positions ('losers'). This limits gains on long positions while amplifying losses on short positions.

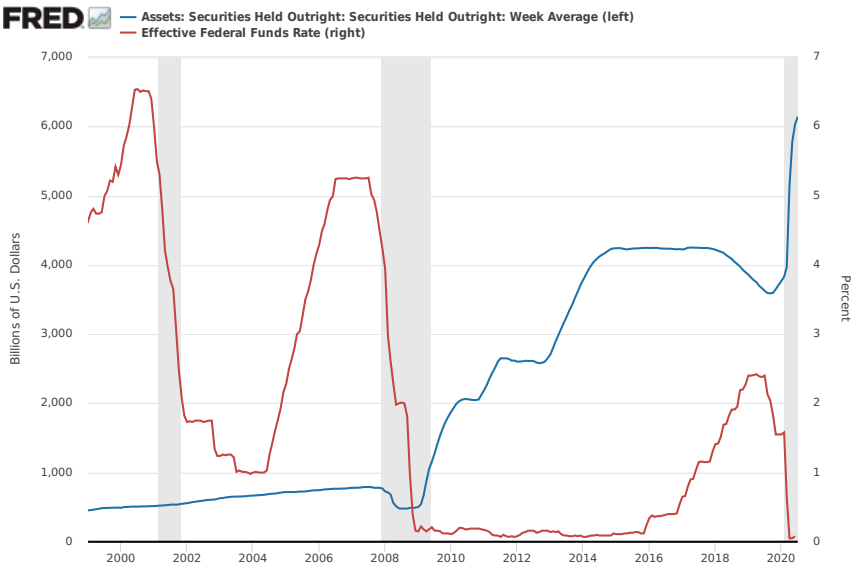
The empirical evidence regarding relative value investment styles shows that QE has a negative impact on monthly performance of the Convertible Arbitrage, Fixed Income Arbitrage and Equity Market-Neutral styles. These styles put on positions under the assumption that relative valuations in convertible fixed income and equity securities converge back to their long-run equilibrium. Profitability hinges on correctly estimating these long-run equilibria. Hedge fund managers might not observe a potential structural break in long-run equilibria of relative valuations caused by an exogenous factor such as QE. This could explain the underperformance of these styles.

In contrast to the investment styles discussed so far, the empirical analysis shows no evidence that QE affects monthly performance of the investment styles Event-Driven and Credit Focus. This suggests that QE does not affect attempts to profit from mispricing or price movements related to specific market or corporate events such as distressed securities and mergers (Event-Driven) or changes in credit quality, spreads and market liquidity (Credit Focus).

Finally, QE has a negative impact on monthly performance of the Multi-Strategy investment style. This empirical evidence suggests that combining several investments styles (of which seven out of nine are negatively affected by QE) in one portfolio leads to a negative impact on Multi-Strategy portfolios on aggregate.

In summary, the deterioration of hedge fund performance after the GFC is partially caused by QE. Getmansky, Lee & Lo (2015), appoints two other causes for this deterioration. First, a decrease in the risk-free rate, which decreases return on cash (margin) holdings of hedge funds. Secondly, an upward bias in older performance data caused by survivorship, backfill and extinction bias.

Figure 1: QE & the Effective Federal Funds Rate



Source: Board of Governors of the Federal Reserve System (US)

INVESTMENT STYLE PORTFOLIO ALLOCATION

Hedge fund investors can incorporate QE in their investment process by adjusting the weights allocated to individual investment styles based on whether QE increases or decreases. If QE increases, they should overweight the Long-Bias investment style. This style benefits from rising asset prices. They should combine this with a neutral position in the investment styles not affected by an increase in QE: Event-Driven and Credit Focus. Furthermore, they should underweight the investment styles that are negatively affected by an increase in QE: Global Macro, Long/Short Equity Hedge, Managed Futures/CTA, Convertible Arbitrage, Fixed-Income Arbitrage, Equity Market-Neutral and Multi-Strategy.

When QE decreases, hedge fund investors should reverse the suggested portfolio allocation. They should overweigh the seven investment styles that benefit from a decrease in QE: Global Macro, Long/Short Equity Hedge, Managed Futures/CTA, Convertible Arbitrage, Fixed-Income Arbitrage, Equity Market-Neutral and Multi-Strategy, and combine this with a neutral position in the two investment styles not affected by QE: Event-Driven and Credit Focus. Finally, they should underweight the Long-Bias style. This style is negatively affected by a decrease in QE.

As a closing remark, it remains important to hold a diversified portfolio of hedge fund investment styles in order to eliminate undesirable idiosyncratic risk exposure. It is not recommended to exclude investment styles based only on QE considerations. There are more drivers of performance for hedge funds than QE alone. «

References: van Proosdij, D. (2020, June). Quantitative Easing and Hedge Fund Performance: Evidence from US Hedge Funds. Utrecht University School of Economics Master Thesis. Thesis written during an internship at the Aureus Group. Accessible via: https://www.linkedin.com/in/dionvanproosdij/

Sources mentioned in this article can be found in the original master thesis.

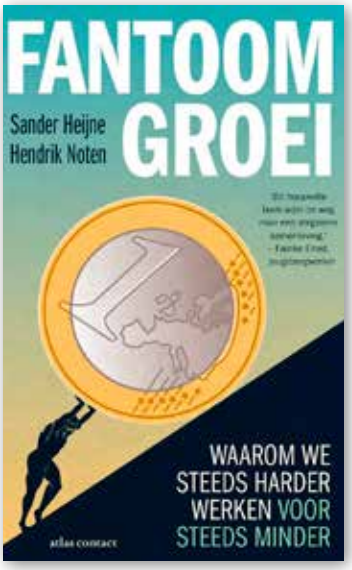
This article was written by Dion van Proosdij during the last part of his study. He recently obtained his Masters Degree at Utrecht University School of Economics.

Titel: Ontspoord Kapitalisme
Auteur: Bert de Vries
Uitgever: Prometheus
ISBN: 9789044644371

Ontspoord Kapitalisme

Door Hans Amesz

In mei van dit jaar zei oud-Minister van Sociale Zaken (1989-1994) en voormalig CDA-coryfee Bert de Vries in een interview in Trouw dat onder invloed van het neoliberalisme de overheid is teruggetreden en aldus de beschermende hand steeds meer is weggevallen. Volgens De Vries zijn het CDA, dat hij tien jaar geleden als lid verliet toen de partij geen afstand nam van de PVV van Wilders, en de Partij van de Arbeid daarin meegegaan. 'Ik heb me daar altijd heel ongelukkig bij gevoeld. Te veel mensen zijn in de kou komen te staan, ze hebben de grond onder hun voeten voelen wegzakken. Dat is zorgelijk. En die zorgen heb ik in dit boek op papier willen zetten.' Dat is Bert de Vries uitstekend gelukt. Hij heeft indrukwekkend op een rij gezet waar het in de politiek en economie in zijn ogen de verkeerde kant op is gegaan. Zo is Ontspoord Kapitalisme een verhelderende kroniek geworden van economische en financiële crises en hun oorzaken. De Vries is tot de conclusie gekomen dat zonder ingrijpende hervormingen – die natuurlijk van de politiek moeten komen – de sociale en economische spanningen, vooral binnen de Europese muntunie, de komende jaren zullen blijven oplopen en opnieuw tot crisisachtige situaties zullen leiden. Tegelijkertijd acht hij het niet realistisch om te denken dat er op korte termijn voldoende draagvlak ontstaat voor de radicale hervormingen die hij in zijn boek heeft geformuleerd. Waarom? Omdat de politieke partijen er niet rijp voor zijn en de nood niet hoog genoeg is. Bovendien zouden de kapitaalkrachtige lobby's van de marktelite zich er met alle macht tegen verzetten. Bert de Vries heeft de publicatie van Ontspoord Kapitalisme uitgesteld om nog een hoofdstuk aan de coronacrisis te kunnen wijden. Naar eigen zeggen omdat hij in bepaalde opzichten het gevoel had dat het boek op zo'n crisis zat te wachten. Direct na het uitbreken zag hij de frustaties en spanningen, die tijdens de eurocrisis van een aantal jaar geleden waren ontstaan, weer de kop opsteken. Door de coronacrisis is het volgens De Vries niet langer meer mogelijk de fundamentele keuzes te ontwijken die in het verleden steeds vooruitgeschoven zijn. De politieke leiders van Europa zullen moeten kiezen tussen de weg naar een volledig politieke unie of de lichtere vorm van coördinatie die De Vries bepleit. De verantwoordelijke politici kunnen zich niet langer verschuilen achter de beruchte uitspraak van Margaret Thatcher: There Is No Alternative (TINA). De Vries heeft laten zien dat die alternatieven wel degelijk bestaan en dat het mogelijk is het kapitalisme een houdbaarder, socialer en duurzamer gezicht te geven.

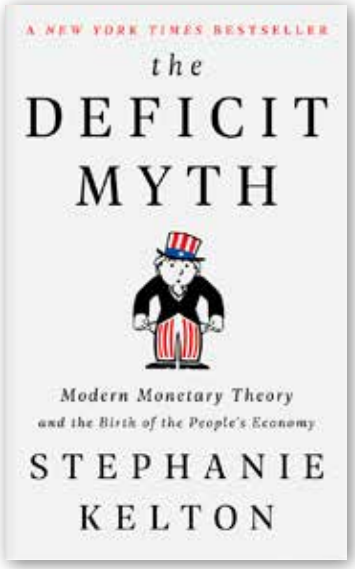


Titel: Fantoomgroei
Auteurs: Sander Heijne en Hendrik Noten
Uitgever: Atlas Contact
ISBN: 9789047013242

Fantoomgroei

Door Hans Amesz

De aanleiding voor dit boek van historicus Sander Heijne en bestuurskundige Hendrik Noten is een in 2018 uitgekomen rapport van RaboResearch waarin economen van de Rabobank hebben becijferd dat de Nederlandse economie de afgelopen veertig jaar weliswaar met tientallen procenten is gegroeid, maar dat de reële gezinsinkomsten in diezelfde periode vrijwel niet zijn gestegen. Wie dan wel van al die economische groei hebben geprofiteerd? Bedrijven, topbestuurders en hun aandeelhouders. Zij hebben hun bonussen en dividenden in diezelfde periode zien exploderen. Hoe dat komt, wordt in Fantoomgroei helder en overtuigend uitgelegd. Bij de verbreiding van het neoliberale geloof in de heilzame werking van de vrije markt – gebaseerd op de gedachten van de economen Friedrich von Hayek en later Milton Friedman – speelde in de jaren zeventig de toenmalige Secretaris-Generaal van Economische Zaken, dr. Frans Rutten, een sleutelrol. Door Heijne en Noten wordt hij de hogepriester van de economie genoemd. Fantoomgroei is, in de woorden van de auteurs, een zoektocht naar een nieuw verhaal over een economie voor een andere, betere wereld. De auteurs doen hiervoor een aantal voorstellen, maar daarmee is uiteraard niet meer dan een aanzet voor een 'nieuwe' economie gegeven.

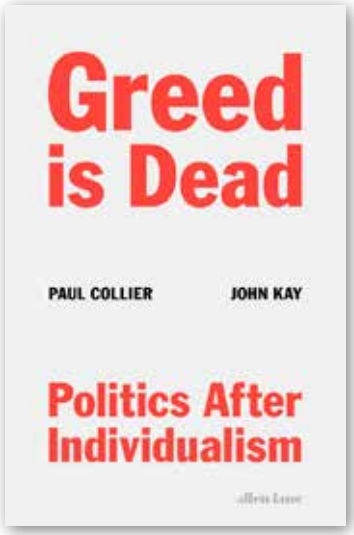


Titel: The Deficit Myth
Auteur: Stephanie Kelton
Uitgever: John Murray
ISBN: 9781529352528

The Deficit Myth

Door Joost van Mierlo

Het begrotingstekort van landen wordt onterecht als een probleem beschouwd. Het is immers een misvatting om overheden als een soort van individueel huishouden te beschouwen. Binnen een huishouden moet geld worden verdiend om uitgaven te financieren. Een overheid kan de centrale bank opdragen om geld bij te drukken. Failliet gaan is onmogelijk. Dit is in het kort de Moderne Monetaire Theorie waarvan Kelton een van de belangrijkste promotoren is. Het probleem waar overheden zich zorgen over moeten maken, is om het geld op een nuttige manier te besteden. Zolang dat mogelijk is, is er geen probleem. Onbeperkt geld uitgeven is dus geen 'Free Lunch', zoals Kelton blijft herhalen. Maar in plaats van de 'opgelegde' limieten aan overheidsuitgaven – conform het traditionele economische denken – zijn er 'echte' grenzen. Deze komen er simpel gezegd op neer dat ten koste van alles moet worden voorkomen dat er (hyper) inflatie ontstaat.
In de praktijk betekent dit dat er niet meer geld geschapen mag worden dan er geproduceerd kan worden. Maar het geeft politici aanzienlijk meer mogelijkheden om het door hen gewenste, of in hun ogen noodzakelijke, stimuleringsbeleid door te voeren. Het is geen wonder dat Kelton op een voetstuk wordt geplaatst door progressieve politici.
Kelton verkondigt haar ideeën al langer. Het is dan ook saillant dat haar boek verschenen is in de periode dat overheden alle begrotingsdiscipline overboord gooiden als reactie op de Covid-19 pandemie. Maar het betekent niet dat Kelton daarmee op haar wenken is bediend. Ze maakt zich nu al zorgen over het moment waarop politici het benauwd krijgen over de oplopende schuld en weer straf gaan bezuinigen.
Daarvan is vooralsnog geen sprake. Met het voorlopig waarschijnlijk niet ontwakende inflatiespook is er volgens Kelton geen reden om aan bezuinigingen te denken. In de tussentijd is de belangrijkste vraag of politici in staat zijn zichzelf de discipline op te leggen die noodzakelijk is. Kelton denkt dat dit mogelijk is. De geschiedenis kent tal van voorbeelden waarbij geen sprake was van enige ingetogenheid.



Titel: Greed is Dead
Auteur: Paul Collier & John Kay
Uitgever: Allen Lane
ISBN: 9780241467954

Greed is Dead

Door Joost van Mierlo

Het zijn barre tijden, menen economen Paul Collier en John Kay. De maatschappij wordt aan de ene kant beheerst door een economische elite die graaizucht vanzelfsprekend acht en een economische wetenschap die van deze 'economic man' een soort vanzelfsprekend karikatuur heeft gemaakt. De maatschappelijke criticasters zijn echter niet veel beter. Ze overschreeuwen zichzelf door zich voortdurend te beroepen op hun individuele rechten.
Waar het aan ontbreekt is de aandacht voor anderen, voor de gemeenschap. De wereld gaat volgens Collier en Kay aan individualisme ten onder. De 'Greed is Dead' in de titel van het boek betekent niet dat het graaien tot het verleden behoort. Het betekent dat in de ogen van Collier en Kay de wereld gedoemd is als er geen paal en perk wordt gesteld aan deze praktijken. Of in ieder geval de wereld met de traditionele gemeenschappen zoals we die kennen.
Collier heeft in zijn vorig jaar verschenen boek 'The Future of Capitalism' al uitgebreid stilgestaan bij de ethische verwildering van het kapitalisme. Kay heeft recent nog, in het boek 'Radical Uncertainty', geschreven met voormalig Bank of England Gouverneur Mervyn King, gedegen kritiek uitgeoefend op de huidige stand van de economische wetenschap.
De twee economen gaan in dit boek een stap verder door de individualisering van de maatschappij als kernprobleem te adresseren. Het betekent niet dat de staat maar weer alle macht naar zich toe moet trekken. Het antwoord volgens Collier en Kay is een vorm van subsidiariteit waarbij kleine lokale gemeenschappen, of nog kleinere groepen, meer controle krijgen. Daarbij moet de discussie niet alleen over rechten gaan, maar ook over verplichtingen. Dit klinkt hoogdravender dan de toon van het boek zelf. Zoals de schrijvers zelf zeggen: Dit is geen evangelisch boek, maar geschreven door nuchtere economen.

Foto: Archief ECR Research

COLUMN

DOOR ANDY LANGENKAMP, SENIOR POLITICAL ANALYST BIJ ECR RESEARCH

Amerikaanse overbelasting op het mondiale 3D-schaakbord

Amerika is al decennialang dé veilige haven voor beleggers. Dit is niet langer vanzelfsprekend.

Ook met Donald Trump als president en een coronacrisis die zich moeilijk laat beteugelen, zijn Amerika en de dollar nog altijd veilige havens voor investeerders wanneer donkere wolken zich samenpakken. Een zinkend schip is de VS (nog) niet, maar de *safe haven* status is niet langer vanzelfsprekend. Voor het waarom bieden de inzichten van Harvard-professor Joseph Nye een goed kompas (ik haalde zijn ideeën al aan tijdens mijn eerste analyses voor ECR Research een kleine anderhalf decennium geleden).

Nye vergeleek de VS met een schaker die schaakt op een 3D-bord: een militair-strategisch, een economisch en een cultureel/*soft power* speelveld.

Op het militaire bord is de VS nog altijd oppermachtig, al slinkt de Amerikaanse defensievoorsprong zienderogen doordat anderen de achterstand inlopen en door nieuwe vormen van oorlogvoering.

Op het economische bord speelt de VS met spelers die meer van gelijk niveau zijn. Hier is meer dan op het eerste schaakbord sprake van een multipolaire wereld met tegenspelers als China, Europa en Japan. Toch kan Amerika ook op dit vlak nog dikwijls zijn zin doordrijven. In elk geval hoeven Amerikanen zich niet te schikken naar wensen van anderen.

Het derde bord heeft een ander karakter, omdat niet-statelijke actoren een veel grotere rol spelen. Het omvat transnationale zaken als ecologische vraagstukken, internationale kapitaalmarkten, (cyber)terrorisme en pandemieën. Het speelveld op dit niveau is veel diffuser.

In deze 3D-wereld van internationale betrekkingen is machtsuitoefening almaar gecompliceerder geworden. Nye zelf omschrijft macht als volgt: 'het vermogen de uitkomst te beïnvloeden die je wilt en, wanneer noodzakelijk, het gedrag van anderen zo te veranderen dat dit gebeurt'. Het volstaat in de 3D-wereld niet om macht direct uit te oefenen en een land te dwingen direct te doen wat je wilt dat het doet. Het is vaak veel effectiever en efficiënter om anderen in staat te stellen en te stimuleren om bij te dragen aan de verwezenlijking van doelen.

Dit kan vooral bereikt worden via het derde bord, wat vervolgens kan doorwerken op de andere twee schaakborden. Een land kan de gewenste uitkomsten in de wereldpolitiek bereiken doordat andere landen zijn voorbeeld willen volgen, zijn waarden bewonderen en zijn welvaart, welzijn en openheid willen bereiken. Mede via deze weg – met altijd die reusachtige militaire en economische macht dreigend op de achtergrond – accepteerden veel landen Amerikaans leiderschap. Niet onder dwang (al schuwt Amerika dit niet), maar omdat de VS in hun ogen die rol het beste vervulde, omdat het anderen liet meedelen in de opbrengsten en omdat Amerika stond voor waarden, normen en een cultuur (onder meer uitgedragen in film, muziek, tv en boeken) die anderen in veel opzichten nastrevenswaardig vonden.

In deze 3D-wereld zijn netwerken, allianties en connecties daarom zo belangrijk. Zonder bondgenoten zijn sommige doelen gewoonweg onhaalbaar, terwijl andere doelen weliswaar te verwezenlijken zijn, maar leiden tot uitputting van capaciteiten en *imperial overstretch* (waaraan eerdere rijken ten onder gingen, waaronder het Britse en Romeinse).

Door een veranderd militair speelveld, relatieve economische Amerikaanse achteruitgang en een verzwakking van de positie op het derde schaakbord moeten beleggers rekening houden met de mogelijkheid dat de VS een minder veilige haven wordt dan altijd het geval was. «

FRANS ANNOKKEE

VAN PICTET ASSET MANAGEMENT NAAR CACEIS

Foto: Archief Frans Annokkee

Proficiat met uw nieuwe stap. Hoe bevalt uw nieuwe functie?

'Dankjewel, het bevalt zeer goed. Hoewel ik erg genoten heb van de luxe van een lege agenda tijdens mijn sabbatical, voelt het erg goed om weer actief te zijn in mijn vertrouwde habitat.'

U begon uw carrière bij Global Property Research. Wat was uw functie daar?

'Ik ben als Junior Consultant begonnen bij GPR van Piet Eichholtz en Kees Koedijk, een consultancybureau voor institutionele beleggers op het gebied van vastgoed. Een veelzijdige rol waarin je in korte tijd een sterke leercurve doorloopt. En met de ervaring van twintig jaar later kan ik nu zeggen dat mijn toenmalige direct leidinggevende, Mark Schweitzer, een van de beste Managing Directors was. Een zeer kundig en plezierig persoon die helaas, vanwege zijn vroegtijdig overlijden, zijn ervaring niet meer kan doorgeven aan latere generaties. Na die functie kwam ik bij het effectenbedrijf van Kempen & Co. terecht.'

U heeft ook gewerkt bij Achmea Investment Management en Pictet Asset Management. Kunt u heel kort aangeven welke kennis u daar heeft opgedaan?

'Bij Achmea was het interessant om ervaring op te doen met betrekking tot het beleggingsbeleid vanuit een verzekeraar. Bij Pictet waren het internationale perspectief en de kennis van het uitgebreide pallet aan beleggingsstrategieën waardevolle toevoegingen.'

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met CACEIS?

'Zoals dat zo vaak gaat in deze sector, kwam het contact via via tot stand in de loop van januari. De opkomst van corona heeft het toen nog enigszins vertraagd, maar CACEIS heeft van meet af aan de blik gericht gehad op verdere groei aan de horizon.'

Op welk vlak kunt u de expertise die u heeft opgedaan, gebruiken in uw nieuwe functie?

'De veelzijdigheid van de verschillende partijen biedt me een brede achtergrond voor mijn doelgroep: asset managers, funds & PERES (private equity, real estate, private debt). Het is een doelgroep waar ik mee kan lezen en schrijven, en dat zorgt voor een goede klik.'

Vindt u het een uitdaging om opnieuw te beginnen?

'Nee, geenszins. Ik heb het ritme weer direct kunnen oppakken. En hoewel het een unieke situatie is om tijdens corona bij een nieuwe organisatie vanuit huis te beginnen, maakt de infrastructuur anno 2020 dat ook heel goed mogelijk.'

Wat verwacht u als Senior Business Development Manager bij CACEIS te realiseren?

'Ik werd getriggerd door de implementatie van de overname van KAS BANK door Europees marktleider CACEIS. Die combinatie heeft een brede potentie en biedt veel mogelijkheden voor de Nederlandse markt. Ik hoop te bewerkstelligen dat op het moment dat partijen op zoek zijn naar investor services, CACEIS automatisch op hun lijstje van potentiële leveranciers staat.'

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

'De PERES-businessline heeft een interessante propositie, waar aanzienlijke resources binnen CACEIS aan zijn toebedeeld. Ik streef ernaar om voor die doelgroep en dienstverlening de 'go-to person' te worden. Als dat lukt, trek ik een lekkere fles wijn open op het terras; een andere persoonlijke ambitie.'

» ONURSAL KILIC
is aangesteld als Co-Head Emerging Markets Debt Hard Currency bij NN Investment Partners. Hij is afkomstig van MN, waar hij de afgelopen 12 jaar werkzaam was. Daarvoor werkte hij bij ABN AMRO Asset Management.

» ALEXANDRA HAGGARD
is bij Capital Group begonnen als Head of Product and Investment Services. Ze komt over van BlackRock, waar ze werkzaam was als Global Head of Equity Product en EMEA Head of Strategic Pricing. Daarvoor was ze CEO bij Stamford Associates en MD bij Russell Investments.

» MATHIEU CLAVEL
is door PIMCO aangesteld als Managing Director en Portfolio Manager, Head of Private Credit Europe. Hij werkte hiervoor bij Sculptor Capital, waar hij werkzaam was als Head of European and Asian Corporate Credit en Co-Head of Europe. Daarvoor was hij verbonden aan Silver Point Capital.

» GERALDINE LEEGWATER
treedt op 1 november 2020 toe tot het Executive Committee van PGGM als Chief Investment Management. Ze blijft daarnaast verbonden aan de pensioen-opleidingen van de ESAA, gelieerd aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.

» DAAN TETTERO
is begonnen als Fund Manager van het Achmea Dutch Health Care Property Fund van Syntrus Achmea Real Estate & Finance. Hiervoor werkte hij twee jaar bij CBRE. Tettero was al eerder actief bij Syntrus Achmea als Concept Ontwikkelaar Zorgvastgoed.

» KARIN VAN BAARDWIJK
is benoemd tot plaatsvervangend CEO van Robeco. Ze was daar al actief als COO en deze functie blijft ze vervullen. Ze is tevens lid van de Board of Directors van Corestone Investment Managers en RobecoSAM.

» JASPER GROOT
is aan de slag gegaan als Toezichthouder bij de Autoriteit Financiële Markten. Hij komt over van ASR, waar hij de afgelopen 4 jaar heeft gewerkt als Legal Counsel.

» LAURENT GUNTENAAR
gaat bij ACTIAM aan de slag als Senior Relationship Manager – Institutionele Klanten. Hij komt over van Kempen & Co, waar hij sinds 2014 werkzaam was. Eerder werkte hij bij UBS Investment Bank, Rabobank International en Rabobank Nederland.

» HUUB TEN HOLTER
gaat aan de slag als Directeur Verenigingen en Stichtingen bij IVM Caring Capital. Hij komt over van Van Lanschot Kempen, waar hij werkzaam was als Senior Wealth Manager. Eerdere werkgevers zijn Staalbankiers en ING Nederland.

» MARK VAN DER KROFT
is aangesteld als CIO Fundamental and Quant Equity bij Robeco. Hiervoor was hij werkzaam als Co-Head Quant Equity en Head of Trends and Thematic Investing bij hetzelfde bedrijf. Eerder was Van der Kroft in dienst bij NN Investment Partners en ABN AMRO Bank.

» CAROLA JANSEN
is begonnen als Portfolio Manager Fixed Income bij Altis Investment Management. Hiervoor was ze onafhankelijk Trading & Treasury Consultant bij Carisca Consulting. Eerder was ze werkzaam bij Kempen Capital Management.

» GERARD RIEMEN
is begonnen als Partner bij Sprenkels en Verschuren. Van 2010 tot 2019 was hij Algemeen Directeur van de Pensioen-federatie en daarvoor bekleedde hij soortgelijke functies bij het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.

» MAARTEN VAN DE LOO
heeft de leiding op zich genomen van de Nederlandse branch van Credit Suisse, waar hij al sinds 2017 werkzaam is. Hiervoor werkte hij voor StormHarbour Securities, Nomura, Lehman Brothers en Goldman Sachs.

» WOUTER HAANAPPEL
is benoemd tot Directeur van Bank ten Cate & Cie. Hij is afkomstig van InsingerGilissen Services, waar hij eveneens Directeur was. Daarvoor werkte hij 26 jaar bij ABN AMRO Bank in leidinggevende functies.

» SANDRA BERTRAM
is toegetreden tot het bestuur van Stichting Pensioenfonds Croda. Ze brengt 23 jaar ervaring in de pensioensector met zich mee, die ze heeft opgedaan bij Delta Lloyd, Deloitte en Towers Watson. Momenteel is ze pensioenjurist bij Stichting Pensioenfonds De Fracties.

» MARTIJN TANS
is begonnen als Head of Risk Management bij Aegon Nederland. Hij was daar al sinds 1999 in verschillende functies werkzaam. Daarvoor was hij werkzaam voor Robeco.

» MENNO SNEL
is toegetreden tot het ABP-bestuur. Hij maakt deel uit van de werkgeversdelegatie en is voorgedragen door de Staat der Nederlanden als werkgever van de sectoren Rijk, Politie, Defensie en Rechterlijke macht.

» DR. ANDREA SIVIERO
is door Ethenea benoemd tot Investment Strategist en zal in deze rol verantwoordelijk zijn voor de ontwikkeling van Ethenea's macro-economische opinie. Hij zal ook lid zijn van het Beleggingscomité. Eerder was hij Directeur Internationale Monetaire Samenwerking bij de Zwitserse Nationale Bank.

» ERIK VAN HOUWELINGEN (FOTO)
is benoemd als lid van de Executive Board van Van Lanschot Kempen. Hij komt over van Dimensional Fund Advisors, waar hij als Head of Client Group Europe verant-woordelijk was voor klant- en business development met een focus op de markten op het Europese continent.

Foto: Archief. Erik van Houwelingen

Erik van Houwelingen

FINANCIAL INVESTIGATOR

INVITATION

Live Broadcast on Where to find yield in (Alternative) Fixed Income?

November 12, 2020 from 10.00am - 5.00pm

Attend online or in person at Rosarium, Amsterdam

What is the macro-economic outlook for 2021 and the years to come? How to find yield in (alternative) fixed income in a low yielding environment? How to catch the illiquidity and complexity premium in the right structure? Which fixed income sub-asset classes are the most attractive? How to construct an alternative fixed income portfolio? What will be the main challenges for fixed income investors in the coming years? What is the outlook for alternative fixed income strategies?

These and other topics and questions will be discussed on November 12 in Amsterdam. **Prof. Dr. Mary Pieterse-Bloem**, Global Head Fixed Income, Global Investment Centre and Voting Member of Global Investment Committee, ABN AMRO Private Banking, will be chairing this Live Broadcast.

Keynote speakers will include amongst others:
Joachim Fels, Global Economic Advisor, Managing Director, PIMCO
Bob Homan, CIO, ING Investment Office
Erik Norland, Executive Director, Senior Economist, CME Group
Jan Loeys, Managing Director, Senior Advisor Long-Term Strategy, J.P. Morgan
Kees Verbaas, CIO, Altis Investment Management
Wouter Weijand, CIO, Providence Capital
Andrew Wilson, Chairman Global Fixed Income and Liquidity Solutions Business, Goldman Sachs Asset Management

Registration

Registration is only open to buy side representatives from Pension Funds, Investment Committee members, Fiduciary Managers, Family Offices, Investment Consultants and Fund Selectors or Investment Advisors that work for Banks, Insurance Companies and independent Asset Managers.

For the programme and registration go to: www.financialinvestigator.nl/seminar-12-november

Sponsors:

Aberdeen Standard Investments

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT

CME Group

Invesco

Quoniam
QUANTITATIVE INVESTMENT ENGINEERING

Schroders

T.RowePrice

ESG MEANS QUESTIONING EVERYTHING. EVEN THE QUESTIONS.

ESG Integration | Active Ownership | Negative Screening | Outcome Oriented Strategies

Our diverse affiliated managers use ESG as a powerful lens to inform their own strategies, with the vision to see the big picture, the acumen to adapt, and the wisdom to question everything. Reshaping portfolios for a changing world.

ESG that makes a difference | im.natixis.com

NATIXIS
INVESTMENT MANAGERS

FOR PROFESSIONAL INVESTORS ONLY.
The above referenced entities are affiliates of Natixis Investment Managers, the holding company of a diverse line-up of specialized investment management and distribution entities worldwide. Not all offerings are available in all the jurisdictions. All investing involves risk, including the risk of capital loss. Provided by Natixis Investment Managers, Nederlands (Registration number 50774670). Registered office: Stadsplateau 7, 3521AZ Utrecht, the Netherlands.• ADINTXXX-1119