

# FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

## DE EERSTE ECHT WERELDWIJDE CRISIS: DE COVID-19-PANDEMIE

Prof. Adam Tooze,  
Columbia University

## RONDE TAFEL WHERE TO FIND YIELD IN (ALTERNATIVE) FIXED INCOME?

7 experts aan het woord

## EEN PIONIER IN DUURZAAM BELEGGEN

Jane Ambachtsheer,  
BNP Paribas



**RONDE TAFEL**  
Beleggen onder  
het Nieuwe  
Pensioencontract

ALLEEN VOOR PROFESSIONELE BELEGGERERS.

TO BROEIKASGAS FIJNSTO  
D BETER GEÏNTEGREERDE  
DAARDEN MINIMALE VOET  
LDECONOMIE MILIEUOPL  
NE KLIMAATINNOVATIES E  
EN OPWARMING HERNIEUV  
D<sub>2</sub> MET LAGE KOOLSTOFINT  
DSFEER DUIDELIJKHEID FO  
DSTOFFEN KLIMAATOVERW  
ER UITSTOOT DUURZAME TO

## Duidelijk over duurzaamheid met iShares ETF.

Ga voor duidelijkheid bij de transitie van de  
portefeuille naar klimaatneutraal.

Beleg in grotere perspectieven.

Beleggingsrisico.

**iShares**<sup>®</sup>  
by BlackRock

Dit materiaal is alleen bestemd voor professionele beleggers (volgens de definitie van de Britse Financial Conduct Authority en de MiFID-richtlijn).  
Andere personen dienen niet op de hier geboden informatie te vertrouwen. Uitgegeven door BlackRock (Netherlands) B.V., dat een vergunning heeft  
verkregen en onder toezicht staat van de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten (AFM). Officiële zetel: Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, Tel: 020 - 549 5200 /  
+31 20 549 5200. Ingeschreven in het handelsregister onder nr. 17068311. Om u te beschermen worden telefoongesprekken doorgaans opgenomen. © 2021 BlackRock,  
Inc. Alle rechten voorbehouden. 1841344.

**HOOFDREDACTEUR**

Jolanda de Groot  
[jolanda@financialinvestigator.nl](mailto:jolanda@financialinvestigator.nl)

**ADJUNCT HOOFDREDACTEUR**

Harry Geels  
[harry@financialinvestigator.nl](mailto:harry@financialinvestigator.nl)

**EINDREDACTIE**

Baart Koster

**REDACTIE**

Hans Amsz, Wim Groeneveld, Baart Koster,  
 Joost van Mierlo, Daan Nijssen, Jan Jaap Omvlee,  
 Lies van Rijssen en Esther Waal

**RAAD VAN ADVIES**

Han Dieperink  
 Justus van Halwij  
 Bob Homan  
 Mary Pieterse-Bloem  
 Jeroen van der Put  
 Karin Roeloffs  
 Hans de Ruiter

**REDACTIERAAD**

Michiel Cleij  
 Hellen Goorse  
 Jacqueline van Leeuwen  
 Philip Menco

**AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE**

Ruben van der Aa, Rik Albrecht, Gosse Alserda,  
 Jane Ambachtsheer, Tim Barlage, Henk Bets, Frank  
 van Blokland, Willem Bouwman, Jonathan Butler,  
 Gerald Cartigny, Richard Class, Hans Copini, Han  
 Dieperink, Velislava Dimitrova, Sebastian Dooley,  
 Jacqueline Duiker, Wilse Graveland, Carl Haarnack,  
 Harald Henke, Sander Huizinga, Thijs Jochems,  
 Jack Julicher, Amy Kam, Maurice Kemper, Marcel  
 Kruse, Gerard van de Kuilen, Raymond de Kuiper,  
 Andy Langenkamp, Sonja Laud, Antoine Lesne,  
 Kimberley Lewis, Lorraine van Lieshout, Nicola Mai,  
 Paul Mantje, Foppe-Jan van der Meij, Gerard  
 Moerman, Maarten Mosselman, David Newman,  
 Jitzes Noorman, Paul Oremus, Michiel Pikelharing,  
 Chris Perryman, Pim Poppe, Pim Rank, Matthew  
 Rees, Jeroen Roskam, Hadrien Sag, Martin Sanders,  
 Markus Schaen, Raimond Schikhof, Willem  
 Schramade, Howard Sharp, Iain Stealey, Maximilian  
 Stroh, Harry Sugjarto, Philip Tan, Marco Teunissen,  
 Rens van Tilburg, Adam Tooze, Stef Vermeulen,  
 Joost Walgemoed, Tim Winstone en Anton Wouters

**FOTOGRAFIE**

Guillaume Blanchon  
 Ruben Eshuis Photography  
 Cor Salverius Fotografie

**BASISONTWERP**

jannie.design

**OPMAAK**

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

**DRUK EN DISTRIBUTIE**

Scope Business Media in samenwerking met  
 PreVision

**ADVERTENTIES**

Jolanda de Groot  
[jolanda@financialinvestigator.nl](mailto:jolanda@financialinvestigator.nl)

**UITGEVER**

Financial Investigator Publishers B.V.  
[info@financialinvestigator.nl](mailto:info@financialinvestigator.nl)

**ABONNEMENTEN**

Financial Investigator wordt via controlled  
 circulation uitsluitend verspreid onder professio-  
 nele 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](http://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](mailto: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 verva-  
 lvochtigd, 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.

# Kopschuwe obligatiebeleggers

De wereldwijde obligatiemarkten staan dit jaar zo'n 4% in de min. De  
 opgelopen inflatie en een mogelijk aanstaande tapering in zowel Europa  
 als de Verenigde Staten heeft obligatiebeleggers kopschuw gemaakt. Voor  
 obligatiebeleggers spelen er op dit moment twee vragen: wat gaat er met de  
 inflatie en de rente gebeuren en waar valt binnen de obligatiemarkten nog  
 rendement te behalen?

Wat betreft de inflatie en de rente zijn er twee kampen. Aan de ene kant wordt  
 het narratief van de centrale banken van tijdelijke inflatie aangehangen, aan  
 de andere kant is er de angst voor structureel hogere inflatie en uiteindelijk  
 dan toch een strenger monetair beleid.

De kwestie of er nog rendement met obligaties valt te behalen, kan op meer  
 unanimiteit rekenen. De obligatiemarkten zijn de laatste decennia namelijk  
 dusdanig gegroeid wat betreft omvang en diversiteit, dat er voor actieve beleggers  
 nog genoeg mogelijkheden zijn, zeker nu de obligatiemarkten, onder meer  
 door ingrijpen van centrale banken, minder efficiënt zijn geworden.



'Where to find yield in (Alternative) Fixed Income?'  
 was dan ook de insteek van de onlangs gehouden  
 Ronde Tafel. Hoe kijken de deelnemende experts  
 aan tegen de kansen binnen vastrentende waarden?  
 Hun verwachting is dat het ruime monetaire beleid

van centrale banken voorlopig nog niet voorbij is. Daardoor blijven spreads  
 en rendementen onder druk staan. Desalniettemin blijft het mogelijk om  
 aantrekkelijke marktsegmenten te vinden.

Tien andere experts gaan elders in het magazine in op de vraag waar de  
 grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers liggen.

Verder is er in dit nummer wederom uitgebreide aandacht voor duurzaam  
 beleggen. De 'duurzaamheidsbusiness' heeft sinds het begin van deze eeuw  
 ongelooflijke stappen vooruit gezet. In het coverinterview vertelt Jane  
 Ambachtsheer, Sustainability Executive bij BNP Paribas, over haar missie  
 om de verduurzaming te versnellen. Zij heeft aan de wieg gestaan van een  
 duurzaamheidsmodel dat gebaseerd is op zes pijlers.

Het lijkt erop dat de COVID-19-pandemie een fenomeen is waarmee we  
 moeten zien te leven. In een interview met de Britse historicus Adam Tooze  
 wordt ingegaan op de verstrekende gevolgen van de naar zijn zeggen  
 grootste, want eerste echt mondiale, crisis uit de wereldgeschiedenis.

Het is evident dat Financial Investigator ook in dit nummer weer niet voorbij  
 kan gaan aan de contouren van het Nieuwe Pensioencontract (NPC). Negen  
 experts buigen zich daartoe over de vraag hoe beleggen onder het nieuwe  
 pensioenstelsel eruit zal komen te zien. Dit blijkt gedurende deze Ronde Tafel  
 stof voor een levendige discussie. Verder wordt in een ander artikel een aantal  
 zaken belicht waarmee pensioenfondsen rekening moeten houden als het  
 gaat om de risicohouding onder het NPC. De  
 communicatie over het opheffen van de leen-  
 restrictie onder de 'solidaire premieheffing'  
 wordt cruciaal. Naast al deze onderwerpen  
 kunt u zich in deze editie verdiepen in tal van  
 andere inspirerende onderwerpen en inzichten.

Ik wens u veel leesplezier!

**Jolanda de Groot**  
 Hoofdredacteur

Seminar over Supertrends  
 en Disruptieve Innovatie in  
 Vermogensbeheer voor  
 single- en multi-family offices

23 november 2021  
 van 14.00-17.00 uur  
 De Burcht, Amsterdam

Meer informatie:  
<https://www.financialinvestigator.nl/k/nl/n385/meeting2/details/302/supertrends-en-disruptieve-innovatie-in-vermogensbeheer>



10

Een pionier in duurzaam beleggen

18

Ronde Tafel  
Where to find  
yield in  
(Alternative)  
Fixed Income?



6



De eerste echt wereldwijde crisis: de COVID-19-pandemie

## COVERVERHAAL

- 10 Een pionier in duurzaam beleggen**, Interview met Jane Ambachtsheer, BNP Paribas

## THEMA (ALTERNATIVE) FIXED INCOME

- 18 Ronde Tafel Where to find yield in (Alternative) Fixed Income?**
- 28 Pockets of opportunities for investment grade credit**, Interview met Tim Winstone, Janus Henderson Investors
- 32 Aanpassing kredietratings nog altijd te traag**
- 34 Zonnige toekomst voor direct lending**, Interview met Howard Sharp, Alcentra (onderdeel van BNY Mellon Investment Management)
- 38 Not an option – the leveraged finance disclosure imperative**, PGIM Fixed Income
- 40 Beleggingen gevraagd om circulaire ketens te sluiten**
- 44 Outlook Fixed Income**

## THEMA NIEUWE PENSIOENCONTRACT

- 70 Ronde Tafel Beleggen onder het Nieuwe Pensioencontract**
- 82 De risicohouding onder het Nieuwe Pensioencontract**

## WETENSCHAP EN PRAKTIJK

- 6 De eerste echt wereldwijde crisis: de COVID-19-pandemie**, Interview met Prof. Adam Tooze, Columbia University
- 14 Een jurist die kan rekenen**, Interview met Raimond Schikhof, Pensioenbureau Randstad Groep Nederland B.V.
- 50 Panelverslag ‘Rendement versus Balansvolatiliteit’**
- 54 The necessary step: Public markets impact investing**, Goldman Sachs Asset Management
- 56 Active decarbonisation is the solution**, Interview met Velislava Dimitrova, Fidelity International
- 58 Duurzame energietransitie: volop mogelijkheden**, ACTIAM
- 60 Actief aandeelhouderschap: zo snijdt het mes aan twee kanten**, Interview met Kimberley Lewis, Schroders
- 64 Een duurzame en betaalbare kwaliteitswoning voor iedereen**, Interview met Paul Oremus, CBRE Investment Management

- 66 **What distinguishes equity and credit factor investing?**, Quoniam Asset Management
- 68 **Heeft de toegenomen regeldruk op financiële instellingen het gewenste effect?**, Blanco

COLUMNS

- 9 **Andy Langenkamp:** Veilige havens in tijden van deglobalisering en inflatie
- 17 **Han Dieperink:** Problemen met de energietransitie
- 27 **Principal Real Estate Europe:** The sustainability challenge facing data centres
- 31 **CFA Society VBA Netherlands:** De E staat niet toevallig vooraan in ESG
- 37 **Pim Rank:** Distributie van beleggingsfondsen: marktverkenning door pre-marketing
- 43 **Thijs Jochems:** Het uitsluiten van Defensie in ESG-beleid, een gotspe?
- 63 **IVBN:** Integriteit binnen vastgoed blijft van belang

RUBRIEKEN

- 4 Kort nieuws
- 85 On the move special: **Bart Mantje**
- 86 Boeken
- 88 On the move kort

EVENTS KALENDER

**Seminars komende periode:**

**23 november:** Supertrends en Disruptieve Innovatie in Asset Management: Klimaatverandering, Energietransitie, Artificial Intelligence en de opkomende middenklasse in Zuidoost-Azië voor family offices

40



Beleggingen gevraagd om circulaire ketens te sluiten

70



Ronde Tafel Beleggen onder het Nieuwe Pensioencontract



44

Outlook Fixed Income

ABN AMRO

# Digitalisering financiële industrie kan leiden tot toenemende welvaart

Veel cryptocurrencies draaien op de blockchain-technologie, wat een zogenoemde Distributed Ledger Technology (DLT) is: een decentrale, digitale database waarover consensus bestaat. De DLT kan digitaal rechten toekennen. Dit heet tokenisatie en kan worden gedaan voor zowel fysieke als virtuele zaken. Grondstoffen, consumptiegoederen, financiële instrumenten of juridische zaken kunnen zo in kleinere delen worden opgesplitst. Hierdoor zullen volgens ABN AMRO bepaalde diensten van intermediairs niet meer nodig zijn. Tokenisatie leidt volgens de bank tot een verdere efficiëntieslag. 'Het voordeel van de consensus en de moeilijk te manipuleren data is dat informatieverstrekking

efficiënter verloopt', zegt Ralph Wessels, Hoofd Beleggingsstrategie van ABN AMRO. 'Dit creëert economische waarde.'

ABN AMRO ziet dat de ontwikkelingen rond internet hebben gezorgd voor een verschuiving van een centraal geleide economie, waar weinig gebruik werd gemaakt van data, naar een platform-economie, waar het gebruik van data fors is toegenomen. Volgens de bank zal het economische systeem onder invloed van DLT verschuiven naar een protocol-economie, waarin data de sleutelrol hebben en waarbij de focus ligt op het bouwen van netwerken en het beperken van tussenpersonen.

ABN AMRO verwacht ook een hogere welvaart door digitaal geld. Veel centrale banken onderzoeken reeds de mogelijkheid van een eigen digitale munt. Een andere nieuwe vorm van digitaal geld zijn stablecoins, cryptocurrencies die gekoppeld zijn aan een onderpand. Als gereguleerde stablecoins of het digitale geld van centrale banken eenmaal een betrouwbaar betaalsysteem weten te vormen, kunnen ze gebruikers toegang bieden tot bankdiensten en -producten. Dit zal volgens de bank met name in ontwikkelingslanden leiden tot een productiviteitsverbetering en hogere economische groei. Hierdoor kan het welvaartsniveau toenemen.

## DE AGENDA VAN

# Anita Schaake

### Prioriteiten zakelijk

- Meedenken en sparren met de directieleden, zodat zij optimaal hun werk kunnen doen.
- De bestuursleden ondersteuning met een vertrouwelijk karakter bieden.
- Het bestuursbureau en het bestuur ontzorgen met oplossingsgerichte hulp bij problemen op IT-gebied.
- Oog hebben voor de mens achter de vraag. Ieder mens is uniek en mag er zijn.
- De teamspirit op ons bureau bevorderen, zodat we allemaal 'fit for the future' blijven. Humor is een geweldig middel om te kunnen relativeren.

### Ook prioriteit

- Familie en vrienden. Ik heb geluk met mijn fijne familie

en lieve vrienden. Door corona hebben we elkaar wat minder fysiek kunnen ontmoeten, maar gelukkig kunnen we nu weer gewoon afspreken.

- Reizen. Ik reis heel graag en vind het interessant om mensen te ontmoeten met een andere culturele achtergrond. Ik ben alweer op zoek naar mijn volgende reisbestemming.
- Gezondheid. Ik volg al enige tijd een leefstijlprogramma, waarbij het draait om gezond eten, bewegen, minder spanning ervaren en beter slapen. Kortom, ik werk aan een betere balans.
- Sporten. Drie tot vier keer in de week ga ik naar krachttraining of cardiotraining en ik wandel elke dag.



Project-, office- en eventmanagement, (management)ondersteuning en procesverbetering. Deze ervaren troubleshooter en rots in de branding van directie en bestuur van bpfBOUW weet er wel raad mee. Ze is ondernemend, praktisch, nuchter, kritisch en hands-on. Daarbovenop beschikt ze over een niet geringe dosis humor én mensenkennis. Die competenties zet ze in om ook anderen te stimuleren het beste uit zichzelf te halen.

ABP

## Geen beleggingen meer in producenten fossiele brandstoffen

Pensioenfonds ABP stopt met beleggen in producenten van fossiele brandstoffen (olie, gas en kolen). Aanleiding voor dit besluit zijn de recent gepubliceerde rapporten van het Internationaal Energie Agentschap (IEA) en het VN-klimaatpanel (IPCC). Er is groot draagvlak onder groepen ABP-deelnemers en werkgevers voor dit besluit. ABP verkoopt de beleggingen stapsgewijs. Het merendeel zal naar verwachting in het eerste kwartaal van 2023 verkocht zijn. Het gaat om een belegd vermogen van in totaal ruim 15 miljard euro, bijna 3% van het totaal belegd vermogen van ABP. Het fonds verwacht dat dit besluit geen negatief effect op het langjarig rendement zal opleveren.

## PIMCO

## Einde 'New Normal' luidt periode in van meer onzekerheid en lagere rendementen

Beleggers moeten de komende jaren rekening houden met lagere rendementen op aandelen en vastrentende waarden als gevolg van toenemende volatiliteit. Het decennium met lage maar stabiele groei, een inflatie onder de doelstelling, een lage volatiliteit en sterke rendementen op assets is verleden tijd. Dat schrijven Joachim Fels, Global Economic Advisor, en Andrew Balls, CIO Global Fixed Income, in de jaarlijkse Secular Outlook van Pimco.

Drie brede trends zullen de drijvende kracht vormen achter belangrijke seculiere transformaties: de overgang naar groene energie, de snellere adoptie van nieuwe technologieën en een toenemende tendens om winsten breder te delen.

Fels en Balls benadrukken dat obligaties diversificatievoordelen blijven bieden, ondanks de lage rentes. 'Hoewel de rendementsverwachtingen in alle beleggingscategorieën gematigd zullen zijn, zijn er landen in de wereld waarin obligaties beter zouden kunnen presteren dan aandelen.'

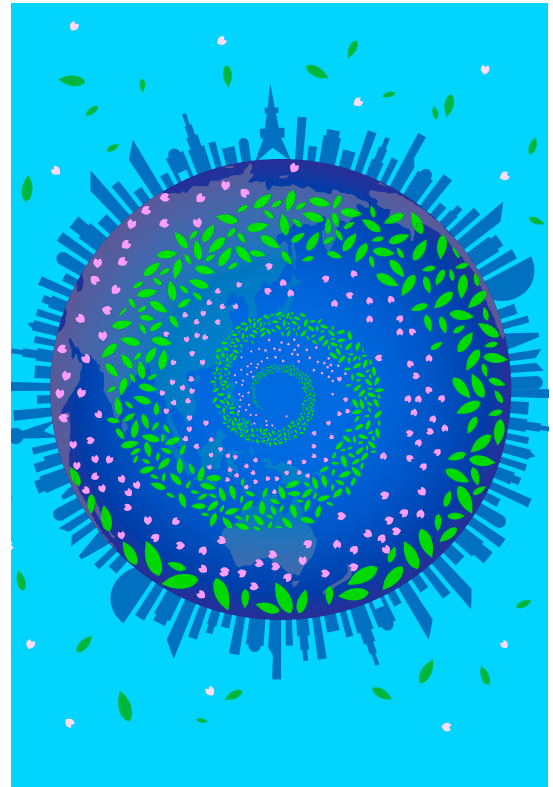
De vermogensbeheerder blijft constructief over aandelen vanwege de verwachting dat centrale banken een aanhoudend verruimend beleid zullen voeren en overheden in geval van recessies anti-cyclisch begrotingsbeleid zullen introduceren. Door aanhoudend lage reële en nominale rentes vindt het bedrijf het zinvol om ook naar alternatieve beleggingen te kijken, waaronder private credit en commercieel vastgoed.

## Qontigo en Willis Towers Watson lanceren klimaattransitie-indices

Qontigo en Willis Towers Watson lanceren nieuwe klimaattransitie-indices die gebaseerd zijn op een methodologie die directe impact van de klimaattransitie kwantificeert, zoals bedoeld in het Akkoord van Parijs.

De STOXX Willis Towers Watson Climate Transition Indices (CTI) moeten beleggers, overheden en bedrijven helpen om risico's te beheren, kansen te benutten, zich aan te passen aan de doelstellingen van het Akkoord van Parijs en toe te werken naar Net Zero-doelstellingen.

De CTI kijkt verder dan CO<sub>2</sub>-uitstoot, door een toekomstgerichte, bottom-up evaluatie van de risico's en kansen van de klimaattransitie voor elk bedrijf. Aan de hand van een eigen Climate Transition Value at Risk (CTVaR)-maatstaf wordt de impact op de verwachte cashflows van bedrijven geanalyseerd bij een transitie van een scenario dat het huidige beleid weerspiegelt naar een scenario waarin de emissiedoelstellingen in lijn zijn met het Akkoord van Parijs.



## Ahold Delhaize Pensioen sluit zich aan bij het Dutch Engagement Network

Ahold Delhaize Pensioen gaat Pensioenfonds Horeca & Catering en Pensioenfonds Detailhandel versterken in het Dutch Engagement Network. Het doel van de samenwerking is om bedrijven waarin ze beleggen te stimuleren tot duurzamer gebruik van natuurlijke hulpbronnen.

Volgens Eric Huizing, VP Investment van Ahold Delhaize Pensioen, is de samenwerking een mooie stap om real world impact te vergroten. 'Na het vernieuwen van ons MVB-beleid zijn we actiever op zoek naar het maken van impact. Door de samenwerking met twee pensioenfondsen verwachten wij deze ook te kunnen maken.'

Voor de uitvoering van een duurzame beleggingsstrategie maken Nederlandse pensioenfondsen hoofdzakelijk gebruik van de programma's en diensten van gespecialiseerde toeleveranciers. Dit zorgt voor beperkte invloed op het verduurzamen van bedrijven. Een gemis, vindt Wouter-Jan Naborn, Hoofd Beleggingen van Pensioenfonds Horeca & Catering: 'Het Dutch Engagement Network maakt het mogelijk om samen met andere pensioenfondsen thematisch met bedrijven te engagen op specifieke duurzame en sociale doelstellingen. Met de toetreding van Ahold Delhaize Pensioen hebben we extra draagkracht.'

# De eerste echt wereldwijde crisis: de COVID-19-pandemie

De in de Verenigde Staten woonachtige Britse historicus Adam Tooze schreef met ‘Crashed’ volgens velen de meest gezaghebbende analyse van de kredietcrisis. Het boek verscheen in 2018, een decennium later. Hij nam dus ruim de tijd om de implicaties van de crisis te overzien.

Door Joost van Mierlo

Met zijn nieuwe boek ‘Shutdown’, dat de gevolgen van de COVID-19-pandemie behandelt, is hij aanzienlijk sneller. Tal van landen waren, toen zijn boek afgelopen zomer verscheen, nog in een vorm van lockdown, of hadden in elk geval te maken met tal van beperkingen. Het blijkt toch mogelijk om allerlei verstrekkende inzichten te ontleen aan wat volgens Tooze de grootste, want eerste echt mondiale, crisis is die de wereld ooit heeft geteisterd.

Tijdens een bijeenkomst van de London School of Economics, waar Tooze ooit studeerde, gaat hij in op delen van zijn studie, die heel bewust niet ‘Lockdown’ heet. ‘Een lockdown wijst op een afgedwongen situatie’, aldus Tooze. Het is volgens hem een term die ontleend is aan het gevangeniswezen. ‘Maar bij de COVID-19-pandemie was er sprake van een in elk geval deels ook vrijwillige vorm van beperkingen. Nog voordat er sprake was van een uitgaansverbod, hielden mensen onderling meer afstand.

In het Verenigd Koninkrijk daalden de betalingen met creditcards met de helft voordat daar de eerste dode was gevallen.’ ‘Maar’, ver-

volgt Tooze bijna lachend, ‘hoewel ik vrij stellig ben in mijn mening betreffende het gebruik van de titel ‘Shutdown’, wilde mijn Duitse uitgever er niet van weten, waardoor ik voor die editie een aanzienlijk deel van het voorwoord heb moeten herschrijven.’

‘Het meest opmerkelijke cijfer van de pandemie is 3,3 miljard. Dat is het aantal mensen dat volgens de ILO (International Labour Organization) wereldwijd werkte onder de invloed van de een of andere beperking. Het is geen cijfer waar je regelmatig mee wordt geconfronteerd, zoals dat het geval is met de Non-Farm Payrolls, de belangrijke indicator voor de Amerikaanse werkgelegenheid. Het is een astronomisch getal. Toen ik dat aantal zag, realiseerde ik me dat het feitelijk om iedereen ging.

Dat maakt de pandemie zo uitzonderlijk. Het is een crisis die iedereen in de wereld raakt. Dit in tegenstelling tot de Kredietcrisis, die feitelijk beperkt bleef tot een soort Noord-Atlantische crisis. Het gaat ook verder dan de crisis van 1929. Toen waren er een aantal haarden, maar

**‘Het meest opmerkelijke cijfer van de pandemie is 3,3 miljard.’**



CV

Adam Tooze



De Britse historicus Adam Tooze is in 1967 in West-Duitsland geboren. In 1989 behaalde hij een Bachelor in de Economie aan King's College in Cambridge, de universiteit waar John Maynard Keynes ooit furore maakte. Na een vervolgstudie aan de Freie Universität van Berlijn promoveerde Tooze in 2002 in Economische Geschiedenis aan de London School of Economics. Voor 'Crashed' schreef Tooze twee eerdere boeken. 'The Wages of Destruction' (2006) beschrijft de Nazi-economie en 'The Deluge' (2014) het herstel van de wereldorde na de Eerste Wereldoorlog. 'Shutdown' verscheen zomer 2021.

de crisis van de jaren dertig liet grote delen van de wereld onberoerd.

Met het schrijven van dit boek realiseer ik me dat ik bezig ben met het schrijven van levende geschiedenis.

Dat is enigszins controversieel onder historici. Er is een soort van regel dat je dertig jaar moet wachten voordat je een gebeurtenis kan duiden. Bij de Kredietcrisis, en zeker nu met de pandemie, ben ik bezig met schrijven terwijl de wereld nog in brand staat.

Want de COVID-19-crisis is natuurlijk nog niet voorbij, al denken sommigen op Wall Street en in de Londense City van wel. Kijk alleen al naar de reiswereld, waar mijn echtgenote werkt. Het is op dit moment nog niet duidelijk of de toeristische wereld in 2022 opengaat. Veel mensen halen hun neus daarvoor op. Alsof het hier gaat om een overbodige luxe. Maar de hele Caraïben zijn ervan afhankelijk. Datzelfde geldt voor landen in Oost-Afrika en ook voor Zuid-Afrika is het verdwijnen van het toerisme een enorme aderlating. Hele delen van Vietnam, Thailand en Cambodja zien hun inkomstenstroom stokken. Ik begrijp niet hoe je dat niet serieus kunt nemen.

De COVID-19-pandemie zorgt daardoor voor een stijgende ongelijkheid in de wereld. Armere landen zijn harder geraakt door de pandemie dan rijkere landen. Dat heeft vooral te maken met de ongekende reactie van centrale banken en stimuleringsprogramma's in westerse landen. De schaal waarop dat gebeurd is, is ongeëvenaard. Maar dat gold niet voor armere landen. Neem een land als Mexico. Daar zorgde het trauma van de schulden crisis in de jaren negentig ervoor dat de regering weigerde de schuld op te laten lopen. Het land heeft wel wat geprofiteerd van de Amerikaanse stimuleringsmaatregelen, maar slechts in beperkte mate.

**‘Centrale banken zullen actief blijven. Het opkopen van staatsobligaties zal voorlopig niet veranderen.’**

van de stimuleringsmaatregelen. Dat geldt bijvoorbeeld voor de Verenigde Staten. De cheques die daar aan iedereen werden uitgereikt, zorgden ervoor dat het armste deel van de bevolking meer geld ging uitgeven. Maar het rijkere deel van de bevolking profiteerde meer. Die mensen zagen hun vermogen stijgen als gevolg van het krachtige herstel van aandelenkoersen. Dat was een direct gevolg van de massale steun van centrale banken. Ze profiteerden ook van de hausse op de woningmarkt. Het betekent dat de rijken meer profiteerden dan de armen.

Maar de gevolgen voor de lange termijn zijn ernstiger. We hebben te maken met kinderen die in sommige gevallen een jaar onderwijs hebben moeten missen. Op een gegeven moment waren er wereldwijd 1,8 miljard kinderen die geen normaal onderwijs konden volgen. Het zal gevolgen hebben voor hun taalvaardigheid en daarmee voor iets dat wel 'Menselijk Kapitaal' wordt genoemd. Pas over tien of twintig jaar worden de gevolgen daarvan duidelijk. Maar het is nu al zeker dat het kwetsbare deel van de bevolking, waar dan ook, harder is geraakt dan de rest.

Een van de discussies die plaatsvindt, is over de vraag of dit het einde betekent van het neoliberale denken. Met het massale overheidsingrijpen is er een einde gekomen aan de dominantie van de markt, maar het lijkt me dat dit te vroeg wordt gezegd. Als je bijvoorbeeld kijkt naar de VS, dan zie ik geen ideologie achter de manier waarop is gereageerd, behalve een soort van heldhaftigheid die vergelijkbaar is met de houding van de brandweermannen die de trappen van de Twin Towers opstormden, terwijl die op instorten

## ‘Een van de meest positieve gevolgen van de pandemie is het omarmen van het zogenoemde ‘short time work model’

stonden. Hulp was nodig, kost wat kost.

Er zijn cynici die zeggen dat overheden de cirkel hebben rondgemaakt. Overheden geven massaal geld uit aan stimuleringsmaatregelen. Daarvoor worden staatsobligaties uitgegeven, die daarna weer worden opgekocht door centrale banken, waarna het verhaal weer van voren af aan kan beginnen. Maar dat is niet wat je van centrale bankiers hoort. Die hebben het over een mandaat om deflatie te voorkomen. Al hun maatregelen zijn daarop gericht. Wat je in ieder geval kunt zeggen, is dat schuld op dit moment geen groot probleem is. Er is geen land ter wereld dat gebukt gaat onder de problemen als gevolg van het betalen van de schuld. Er zijn wel landen waar je je zorgen over kunt maken, zoals Brazilië en Zuid-Afrika, maar vooralsnog is het niet aan de orde. En dan zijn er de verhalen over de dominantie van het daadkrachtige staatskapitalisme van China ten opzichte van de stropere westerse democratie. Het klopt dat China heel effectief heeft gereageerd op de crisis, iets wat je zeker niet kunt zeggen van diverse democratieën. Maar dit soort verstrekkende conclusies zijn niet aan de orde.

Een van de meest positieve gevolgen van de pandemie is het omarmen van het zogenoemde ‘short time work model’. Het betekent dat regeringen overal ter wereld vrij snel zijn geweest met het garanderen van inkomens. De Duitsers hebben er in 2008/2009 mee geëxperimenteerd na de Kredietcrisis, maar het is begin 2020 op grote schaal overgenomen. Ja, ook in het Verenigd Koninkrijk. Het is ronduit ironisch dat misschien wel de belangrijkste maatregel daar, in het jaar van de Brexit, uit de koker van Europa kwam.

Het is wereldwijd overgenomen, van Canada tot Australië. Het komt er overal op neer dat overheden de lonen deels doorbetalen van mensen die vanwege de pandemie niet kunnen werken. Het is een relatief goedkope maatregel gebleken, want het zorgde ervoor dat de relatie tussen werknemer en werkgever intact bleef. Mensen die niet langer konden werken, hadden niet direct te maken met de paniek dat ze een andere baan moesten vinden. En

voor werkgevers betekende het dat ze hun investeringen in de opleidingen en de ervaring van deze werknemers niet verloren.

Als je macro-economisch kijkt, dan zie je dat de Federal Reserve nog altijd een cruciale rol speelt. Toen het systeem van Amerikaanse centrale banken de crisis ging bestrijden, zag je dat andere landen volgden. Misschien wisten we dit al, maar de pandemie heeft het in ieder geval bevestigd.

Mensen vragen me wat er nu moet gebeuren. Maar er is geen eenduidig antwoord. Centrale banken zullen actief blijven. Terecht denk ik. Het opkopen van staatsobligaties zal voorlopig niet veranderen. Natuurlijk is er een discussie over de houdbaarheid van de lage rente. Verteenwoordigers van de Oostenrijkse School zijn altijd goed geweest in het adresseren van de onzinnige investeringen die het gevolg zijn van deze lage rente.



Ik begrijp de wens voor een meer ‘efficiënt’ renteniveau, maar ik denk dat we vooralsnog te maken zullen hebben met de kredietstijging van de afgelopen jaren. Je zou hopen dat die op den duur zullen leiden tot meer duurzame investeringen als gevolg van de ontwikkeling van nieuwe technologie. Wat dat betreft, denk ik dat landen er vooralsnog goed aan doen om te profiteren van de lage rente en om dit geld te gebruiken om de meest urgente problemen aan te pakken. Daarbij denk ik in de eerste plaats aan de klimaatverandering. Dat is wat je ook ziet bij het Amerikaanse stimuleringsprogramma. Idealiter kom je daardoor in een situatie terecht waarbij nieuwe kredieten zorgen voor

nieuwe groei.

Het probleem is natuurlijk dat je dit nooit zeker weet. Het is ontegenzeggelijk een van de belangrijkste zorgen die er op dit moment bestaan. Maar ik denk dat de kredietexpansie voorlopig nog niet voorbij is. Als het een probleem wordt, zal het moeten worden geadresseerd. Dat is uiteindelijk waar het om draait bij economische politiek. De COVID-19-pandemie heeft ons in ieder geval geleerd dat dit soort krachtige politieke keuzes mogelijk zijn. ■

# Veilige havens in tijden van deglobalisering en inflatie

**Welke markten worden interessant als geopolitieke strubbelingen, deglobalisering en inflatie hun ver-  
vaarlijke verstreming voortzetten?**

De COVID-19-pandemie zelf en de gevolgen ervan, zoals aanhoudende problemen in de productieketen en het klimaatbeleid, zijn enkele issues waarmee de financiële markten worstelen. Ze weerspiegelen goed de enorme impact van globalisering op de wereldeconomie. Al langere tijd wordt gesproken van een trend van deglobalisering, die versneld zou worden door de COVID-19-crisis, onder meer omdat bedrijven zich bewuster zijn geworden van hun kwetsbaarheid als gevolg van aanvoerlijnen die kriskras over de wereld lopen.

Volgens velen gaan globalisering, liberalisering, welvaarts-groei, democratisering en vrede hand in hand. Toch is een causale relatie tussen globalisering en brede sociaal-economische vooruitgang minder sterk dan die lijkt en dan menig politicus doet voorkomen. De relatie werkt voornamelijk andersom: meer samenwerking tussen grootmachten leidt tot een klimaat waarin globalisering gedijt. En deglobalisering is niet zozeer een aanjager van verslechterende geopolitieke verhoudingen, maar meer een gevolg van afbrokkelende strategische stabiliteit.

Als deglobalisering vooral voortvloeit uit geopolitieke spanningen en niet zozeer de veroorzaker ervan is, dan belooft dit gezien het huidige internationale politieke speelveld niet veel goeds voor de wereldhandel en internationale kapitaalstromen.

In onze eigen rapporten hebben we afgelopen kwartalen al vaak uiteengezet waarom wij de inflatie sterker zien oplopen dan de meeste analisten denken of dachten. Deglobalisering drijft inflatie verder op doordat aanvoerlijnen minder zeker worden, kapitaal inefficiënter wordt aangewend en technologie en arbeid minder makkelijk grenzen passeren.

Kortom, de aanbodzijde komt onder druk te staan, terwijl de vraagzijde op peil blijft,

gezien grote hoeveelheden opgepot geld en het ontstaan van de steeds grotere middenklasse in Opkomende Markten.

Deglobalisering blijft waarschijnlijk wel een heel geleidelijk proces, waarbij het lastig is de directe impact voor beleggers en investeerders te voorspellen. Ondanks dit voorbehoud kunnen we enkele conclusies trekken:

- Inflation hedges, zoals goud, zullen op langere termijn goed boeren. Ook bedrijven die minder afhankelijk zijn van exporten en internationale aanvoerlijnen kunnen het relatief beter doen dan multinationals met fijnmazige distributie-, productie-, financiële en werknemersnetwerken die meerdere continenten bestrijken. Als de deglobalisering doorzet, zullen aandelenindices die uit kleinere, op eigen land of regio gefocuste ondernemingen bestaan, het beter doen dan de indices die qua samenstelling vooral stutten op grote, internationaal opererende bedrijven. Kijkend naar Amerika ligt het voor de hand – vanuit het standpunt dat geopolitieke spanningen oplopen en globalisering verder onder vuur komt – dat de Russell 2000 index het relatief beter zal doen dan de Dow en de S&P 500.
- Hierbij is het belangrijk te onthouden dat de internationale goederenhandel veel groter is dan de handel in diensten. Dit betekent dat beleggers waarschijnlijk rekening moeten houden met een outperformance van aandelen van bedrijven in de dienstensector ten opzichte van ondernemingen in de goederensector.
- Geografisch gezien moeten investeerders en beleggers in het geval van meer geopolitieke conflicten en deglobalisering beducht zijn voor regio's die het meest afhankelijk zijn van importen en exporten en op zoek gaan naar investeringsmogelijkheden in landen die relatief zelfvoorzienend zijn. In dat geval kom je uit bij Amerika, aangezien Europa in de vorm van de eurozone en de EU juist een product is van het globaliserings- en democratiseringsideaal en veel afhankelijker is van handel. ■



Door **Andy Langenkamp**, Senior Political Analyst bij ECR Research



# Een pionier in duurzaam beleggen

Jane Ambachtsheer, Sustainability Executive bij BNP Paribas, heeft al meer dan vijftien jaar een missie: de verduurzaming versnellen. Zij heeft aan de wieg gestaan van een duurzaamheidsmodel dat gebaseerd is op zes pijlers.

Door Harry Geels Fotografie Guillaume Blanchon

## Kunt u beschrijven op welke pijlers een goede duurzame beleggingsaanpak is gebouwd?

‘De belangrijkste les die ik de laatste jaren over duurzaamheid heb geleerd, is dat we duidelijk moeten zijn over wat we ermee bedoelen. In de praktijk worden verschillende termen door elkaar gebruikt en dat scheidt onduidelijkheid over wat onder ‘duurzaamheid’ wordt verstaan. BNP Paribas Asset Management heeft dit opgelost door vanuit zes pijlers te werken. De eerste is de ESG-integratie bij alle beleggingen. De wetenschap en de praktijk geven aan dat ESG-factoren steeds relevanter worden bij het verbeteren van het risico-rendementsprofiel van beleggingsportefeuilles. Wij gebruiken een eigen ESG-scoringsysteem, waarin we meer dan dertien duizend entiteiten scores toebedelen, zowel bedrijven als overheden. Hoewel we ESG-data van externe providers inkopen, ontwikkelen we zelf voor elke entiteit een eigen ESG-visie. Er kunnen zich namelijk issues voordoen die externe data niet afdekken, bijvoorbeeld vanwege het ontbreken of niet tijdig beschikbaar zijn van bepaalde gegevens. Dat lossen we op met een zelf ontwikkeld model, dat gevoed wordt door de input van ESG-experts. Iedere portfoliomanager heeft voor zijn portefeuille een aantal doelstellingen, zoals een betere ESG-score en een lagere CO<sub>2</sub>-emissie dan die van de benchmarks. Mede hierdoor is sinds de implementatie van de SFDR al 85% van onze fondsen gecategoriseerd als artikel 8 of 9.’

## En wat is de tweede pijler?

‘Dat is stewardship. Wij zien stewardship niet alleen als een kans, maar ook als

een verplichting. Dat doen we op twee manieren: via engagement en via voting. Ten aanzien van voting hebben we een trackrecord waar we trots op zijn. Tot op heden stemden we in maar liefst een derde van de gevallen tegen het management. Dat is duidelijk hoger dan het gemiddelde. We focussen hier vooral op beloningen van de topmensen, diversiteit in de directie, duidelijke CO<sub>2</sub>-emissierapportages en het behoud van de biodiversiteit.

Verder hebben we bedrijven gevraagd om hun klimaatgerelateerde directe en indirecte lobbyactiviteiten te melden, om zo te kunnen beoordelen of die in lijn zijn met het Akkoord van Parijs. Sommige bedrijven reageerden, waarna we engagement zijn aangegaan, andere niet. In bepaalde gevallen hebben we hierover een voorstel voor de aandeelhoudersvergadering ingediend. Bij ExxonMobil en Chevron bijvoorbeeld zijn we daarin succesvol geweest.

Wat betreft engagement communiceren we over alle activiteiten die we ondernemen. Wij zijn voor diverse bedrijven de leidende speler bij de realisatie van Climate Action 100+. We maken ook deel uit van een groep die bezig is met Nature Action 100+, dat zich meer op biodiversiteit richt.

‘De belangrijkste les die ik de laatste jaren over duurzaamheid heb geleerd, is dat we duidelijk moeten zijn over wat we ermee bedoelen.’

Er is nog een derde element van stewardship, namelijk engagement met overheden en andere beleidsmakers. Wij fungeren hier als tegenmacht ten aanzien van bedrijven die tegen de klimaattransitie lobbyen. Vanwege onze kennis op het gebied van klimaat en biodiversiteit kunnen we



CV

## Jane Ambachtsheer

Jane Ambachtsheer werd, na achttien jaar bij Mercer te hebben gewerkt, in 2018 Global Head of Sustainability bij BNP Paribas Asset Management. Naast Lid van de Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) is zij onder meer Adjunct-Hoogleraar aan de Universiteit van Toronto.

overheden helpen met beleid om de doelstelling van 'net zero carbon emissions' in 2050 te realiseren.

Onze stewardship-activiteiten worden uitgevoerd vanuit regionale hubs in Parijs, Londen, New York en Hongkong.

### Wat zijn de andere vier pijlers?

'De derde pijler is Responsible Business Conduct en Sectorale Uitsluitingen. We zetten voor bedrijven duidelijke verwachtingsstandaarden neer. Dat gebeurt in twee categorieën: producten en gedrag. Voor de energiesector verwachten we bijvoorbeeld dat bedrijven vooruitgang laten zien in het terugbrengen van hun carbon footprint, om zo tot netto nul CO<sub>2</sub>-emissies te komen. We hebben onze eigen databases en zelfs een machine learning tool om de realisatie van de doelstellingen goed in te kunnen schatten. We sluiten bedrijven uiteindelijk uit als duidelijk wordt dat ze de doelstellingen niet gaan halen. We sluiten ook kolenproducenten boven bepaalde drempels uit, omdat we vinden dat steenkool de slechtste manier is om elektriciteit te produceren en dat het massale gebruik ervan bijdraagt aan de snelle opwarming van de aarde. Wat betreft gedrag willen we in lijn zijn met de UN Global Compact en de OECD-richtlijnen voor multinationals. Ook hier gebruiken we weer onze eigen databases. Bedrijven kunnen wat betreft gedrag op onze uitsluitingslijst of watchlist komen. Hiermee sorteren we voor op de SFDR Principal Adverse Sustainability Impact Statement, wat neerkomt op het 'do no harm principle'.

Onze vierde pijler is Forward-looking Perspective, de 3Es: Energy Transition, Environmental Sustainability en Equality and Inclusive Growth. Wij geloven dat een betere wereld er een is met een economisch model dat een succesvolle energietransitie omvat, duurzamer is voor het

milieu en rechtvaardiger en inclusiever is. Wij geloven ook dat institutionele beleggers de moge-

lijkheid, ja zelfs de verplichting hebben om actie te ondernemen om de doelen van het Akkoord van Parijs en de SDGs na te streven. Bedrijven die daaraan meewerken, kunnen uiteindelijk op langere termijn een betere financiële performance laten zien, zo is onze overtuiging. Alle zeventien SDGs van de VN zijn belangrijk, maar het is onmogelijk om op alle te concentreren. Onze 3Es zijn onze prioriteiten omdat ze voorwaardelijk zijn voor een houdbare financiële toekomst. Ze geven ook focus voor ons strategisch onderzoek. Een resultaat daarvan is een whitepaper over biodiversiteit, die een dieper inzicht geeft in bijvoorbeeld de water- en ontbossing-footprint van al ons beheerd vermogen en uitleg geeft over hoe onze biodiversiteit te verbeteren is met onze zes pijlers van duurzaam beleggen. Het is goed hier te melden dat we voor de derde E, die van Equality and Inclusive Growth, kunnen aantonen dat we tot nu toe in 58% van de gevallen op aandeelhoudersvergaderingen tegen buitensporige beloningsarrangementen voor het topmanagement hebben gestemd. Ook gaan we engagement aan als we vinden dat de werkvloer van bedrijven te weinig wordt gecompenseerd, als afwezigheid (bijvoorbeeld door COVID-19) niet doorbetaald wordt, of als er te veel belastingontwijking plaatsvindt. Ongelijkheid kan potentieel ontwrichtend werken in de samenleving. We nemen dat dan ook zeer serieus.'

**'Over het algemeen zien we vooruitgang bij bedrijven die op onze zogeheten uitzonderingslijst staan. De bekende 'wortel en stok'-methode kan prima werken.'**

De vijfde en zesde pijlers hebben een iets ander karakter. De eerste vier pijlers zijn van toepassing op de beleggingsstrategieën. De vijfde pijler gaat over de uitbouw van onze thematische en impactfondsen. We hebben recent fondsen opgericht waarvan de beleggingen zich bijvoorbeeld alleen richten

‘Toen ik in dit vakgebied begon te werken, zo rond 2001, kende ik iedereen in de ‘duurzaamheidsbusiness’. De industrie heeft daarna ongelooflijke stappen vooruit gezet. Er werken nu alleen al in onze industrie duizenden mensen aan een betere wereld.’

op het herstel van ons ecosysteem of een inclusieve economie. Dit is momenteel de snelst groeiende business in onze industrie, waarin we tot de top 3 grootste thema-georiënteerde beleggers in Europa behoren.

De laatste pijler gaat over ‘walking the talk’. We willen zelf het goede voorbeeld geven aan bedrijven waarin we (willen) beleggen. Zo hanteren we strikte doelstellingen omtrent CO<sub>2</sub>-emissies, diversiteit onder onze arbeidskrachten, een net zero waste-beleid en hebben we diverse ondersteuningsprogramma’s lopen waaronder het aanbieden van stages en mentorships aan achtergestelde jeugd in de gemeenschappen waarin we opereren. Dit vergroot niet alleen onze legitimiteit als duurzame belegger, maar is ook een geweldig hulpmiddel om talent aan te trekken en vast te houden.’

**Wat is beter, engagement of desinvesteren, indien een bedrijf verkeerd bezig is?**

‘Beide. Als je kijkt naar de energiesector, dan kiezen we voor het uitsluiten van bedrijven die niet gericht zijn op de doelstellingen van Parijs. Maar als ze heel dicht bij de realisatie daarvan zitten, gaan we engagement aan. Over het algemeen zien we vooruitgang bij bedrijven die op onze zogeheten uitzonderingslijst staan. De bekende ‘wortel en stok’-methode kan prima werken. We gaan verder ook engagement aan met overheden en dataleveranciers, om daardoor betere data te verkrijgen. We geven dataleveranciers onze verwachtingen en standaarden mee, in de wetenschap dat hun handen soms gebonden zijn, omdat de publicatie van ESG-data nog niet verplicht is voor bedrijven. Met een eigen kwantitatief researchteam van 25 mensen, dat data verzamelt over bedrijven die niet goed worden gevolgd, proberen we die lacune te dichten. Het engagement met overheden is er onder meer op gericht om het openbaren van ESG-indicatoren door bedrijven wettelijk verplicht te gaan stellen.’

**Zijn de zaken verbeterd in de tijd tussen COP 21 (Parijs) en COP 26 (Glasgow)?**

‘Emissies gaan helaas nog steeds omhoog. COP 21 heeft een temperatuurstijging ruim onder de twee graden ten doel gesteld. Ondertussen heeft nieuw onderzoek uitge-

wezen hoeveel negatieve economische schade een halve graad stijging inhoudt. Er ontstaat

daarom steeds meer consensus om een doelstelling van maximaal 1,5 graad temperatuurstijging te hanteren en ‘net zero carbon emissions’ in 2050. Het goede nieuws is dat overheden en beleggers zich daaraan in toenemende mate willen committeren. In Glasgow zal zeker ook besproken worden hoe we de opkomende markten financieel gaan ondersteunen om bij te dragen aan de doelstellingen, want daar is veel te winnen. Tot slot mogen we de lopende COP 15, de conventie over biodiversiteit, niet vergeten. We zijn sterk toegewijd aan een nieuw ‘Parijs’-akkoord over biodiversiteit, omdat duidelijk is dat we niet kunnen wachten met het aanpakken van de biodiversiteitscrisis, terwijl we ons bezighouden met het klimaat. Ze zijn met elkaar verbonden. Het vorig jaar gepubliceerde UN IPBES-rapport, waarin staat dat een miljoen dieren en planten met uitsterven worden bedreigd, heeft dit heel duidelijk gemaakt.’

**Op welke eigen prestatie op het gebied van duurzaamheid, maar ook breder dan dat, bent u het meest trots?**

‘In eerste instantie natuurlijk op mijn gezin en kinderen, die ik graag een mooie toekomst wil geven. Vandaar ook mijn commitment aan het behoud van onze planeet. Toen ik in dit vakgebied begon te werken, zo rond 2001, kende ik iedereen in de ‘duurzaamheidsbusiness’. De industrie heeft daarna ongelooflijke stappen vooruit gezet. Er werken nu alleen al in onze industrie duizenden mensen aan een betere wereld. We kunnen ook niet meer overal bij zijn. Daarom hebben we met onze zes pijlers ook duidelijke keuzes gemaakt, wat dus eigenlijk een positief signaal is. Ik ben er verder trots op te hebben bijgedragen aan initiatieven die de ontwikkelingen rond duurzaamheid, en vooral de structuur daarin, hebben versneld, zoals de ontwikkeling van de PRIs. Ik denk dat de vermogensbeheerwereld veel goede stappen zet. Maar we kunnen het niet alleen. We hebben ook grote stappen vooruit nodig van overheden en bedrijven op weg naar een ‘netto nul toekomst.’ ■

# Een jurist die kan rekenen

Hij is energiek, oplossingsgericht en in staat én gedreven om de complexiteit van pensioen behapbaar te houden. Financial Investigator sprak met Raimond Schikhof, Directeur van Pensioenbureau Randstad Groep Nederland B.V.

Door Lies van Rijssen

‘In 1991 studeerde ik af als jurist. Het was geen tijd waarin je makkelijk aan een baan kwam. Ik belandde bij Tempo-Team en leerde veel nieuws, maar de intellectuele uitdaging miste ik. Tot ik tweeënhalf jaar later op het hoofdkantoor als jurist aan de slag kon op het gebied van juridische zaken en arbeidsvoorwaarden. Bij een uitzendbedrijf zijn die onderdeel van het product. Zeker in de jaren negentig, toen flexwerken een hoge vlucht nam en de regulering daarvan in nieuwe regelgeving belangrijk werd.

Ik had een aantal stafafdelingen onder me toen Randstad Holding, van waaruit de pensioenen werden geregeld, me in 2001 vroeg of ik interesse had om voortaan de pensioenen onder mijn hoede te nemen. Als jurist die kan rekenen, kwam ik daarvoor blijkbaar in beeld. Ik heb wat mensen gevraagd of zij ‘pensioenen’ iets voor mij vonden en hoorde steevast: ‘Niet doen, pensioenen zijn saai, je gaat er dood.’ Dus zei ik nee. Drie maanden later stelde Randstad de vraag opnieuw. Toen heb ik goed nagedacht, onderhandeld en alsnog ja gezegd.

Op 1 september 2001 werd ik Directeur van het pensioenfonds. Tien dagen later vlogen de Boeings het WTC in New York binnen en stond de wereld op zijn kop. Ik ben de postdoctorale opleiding Pensioenrecht gaan doen, het tweede jaar dat die opleiding liep. De rest van het pensioenvak heb ik on the job geleerd. Pensioenfonds Randstad was zelfadministrerend. Dat liep in het begin

van geen kant. Ik had ervaring met de implementatie van nieuwe administratiesystemen. Dat hielp. Verder luisterde ik heel goed naar de actuaris van het fonds en zoog ik al zijn informatie op. Dat deed ik ook met wat ik hoorde van beleggingsdeskundigen. Daarmee, én met een grote dosis nieuwsgierigheid, ben ik een heel eind gekomen.

Natuurlijk was het ook een beetje zwemmen. Met de kennis van nu zou ik sommige dingen anders hebben gedaan. Toen ik dacht dat ik de pensioenmaterie aardig had doorgrond, ben ik er ook les in gaan geven. Iets moeten uitleggen, dwingt je nog meer na te gaan hoe zaken in elkaar zitten. Zo bleef ik me verder ontwikkelen. Randstad heeft me altijd alle ruimte gegeven voor nevenwerkzaamheden. Daardoor is mijn functie hier na twintig jaar nog altijd interessant. De uitdagingen zijn blijven komen, van de beurscrash in 2008 tot het pensioenakkoord in 2019. Juridisch, economisch, financieel, administratief, communicatief. Onze verantwoordelijkheid om goed te reageren en te acteren bestrijkt alle deelgebieden.

Het Randstad Pensioenfonds, voor de medewerkers van Randstad zelf, werd in 2015 een gesloten fonds, is op 1 januari 2020 overgedragen aan een algemeen pensioenfonds en is vervolgens geliquideerd. We hebben het bureau daarna teruggebracht naar vier. Randstad heeft daarnaast sinds 1999 een eigen pensioenfonds voor de uitzendkrachten:

‘Bij ontwikkelingen in de pensioensector gaat de behandeling van het kleine pensioen mij aan het hart. Wat gaat daarmee gebeuren?’



## CV

## Raimond Schikhof



Raimond Schikhof werkte negen jaar bij Tempo-Team Group B.V. als Intercedent, Stafmedewerker Arbeidszaken, Productmanager, Hoofd Arbeids-/Juridische Zaken en Manager Group Services. In 2001 werd hij vanuit Randstad N.V. Directeur Pensioenbureau, Directeur Pensioenfonds Randstad en in 2015 ook Voorzitter van Pensioenfonds Flexsecurity. Schikhof vervult nevenfuncties als Docent bij SPO en als lid van verschillende commissies.

Flexsecurity. Bij dit actieve fonds liggen nu mijn hoofdactiviteiten. Ik ben voorzitter van het vierkoppige bestuur, een hands-on gebeuren met beperkte ondersteuning waardoor we, veel meer dan andere fondsen, vooral operationeel zijn ingesteld. We beheren hier heel veel hoofdzakelijk kleinere pensioenen en voeren een enorm druk communicatieverkeer met onze vele deelnemers, die steeds maar een korte periode ergens werken. Het zal dus niet bevreemden dat ik veel lobbywerk heb verricht voor de automatische waardeoverdracht van kleine pensioenen. Die is van groot belang voor onze deelnemers en voor de financiën van dit fonds, die dus anders in elkaar steken dan bij de meeste pensioenfondsen. Met Bpf. Personeelsdiensten StiPP, waar ik elf jaar in het bestuur heb gezeten, zijn we tot op zekere hoogte wél te vergelijken. We trekken daarom op veel gebieden samen op en wisselen regelmatig informatie uit.

Deelnemers zitten meestal kort in ons fonds, weten vaak niet dat ze pensioen bij ons hebben en hun betrokkenheid is gering. Aan ons is de taak om hen te laten weten wie wij zijn en dat er pensioen voor ze is opgebouwd. We hebben veel buitenlandse deelnemers die minder of niet bekend zijn met het concept pensioen. Onze website kent daarom drie versies: een Nederlandse, Engelse en een Poolse. Onze regeling is een premiereregeling op basis van de Wet verbeterde premiereregeling (Wvp). Dekkingsgraden zijn bij ons minder van belang dan bij fondsen met een uitkeringsovereenkomst. Denk echter niet dat we daarom buiten het zicht van de toezichthouders vallen. De Wvp besteedt veel tekst aan communicatie en aan de risicohouding. De communicatievoorschriften voor premiereregelingen gaan veel verder dan voor uitkeringsovereenkomsten.

Bij ontwikkelingen in de pensioensector gaat de behande-

ling van het kleine pensioen mij aan het hart. Wat gaat daarmee gebeuren? Verder ervaar ik het als terecht dat premiereregelingen, vroeger min of meer synoniem aan vloeken in de kerk, nu snel bon ton worden. De overstap naar een nieuw contract zou voor ons fonds niet al te complex moeten zijn. We zitten al in een premiereregeling. Natuurlijk hebben ook wij nog vragen, bijvoorbeeld over de voorziening voor risicodeling. Maar wij hoeven dus niet te communiceren dat alles anders wordt.

Een premieovereenkomst is in de kern simpel, maar niet als je de overstap daarnaartoe moet maken vanuit een uitkeringsovereenkomst. Voor ons speelt de invaarproblematiek niet, ervan uitgaande dat wij de verbeterde premiereregeling blijven uitvoeren, mogelijk in geoptimaliseerde vorm door de nieuwe mogelijkheden die de wet straks biedt. Flexsecurity keert momenteel zelf geen pensioenen uit. De meeste pensioenen kopen we op pensioendatum af omdat ze zo klein zijn. Maar deelnemers die wel bij ons met pensioen gaan, moeten hun pensioenuitkering aankopen bij een verzekeraar naar keuze. Dat ondersteunen we door de inzet van een onafhankelijke tussenpersoon die deelnemers op weg helpt en die wij deels betalen. Ook een website maakt deel uit van die ondersteuning. Wij hebben na de komst van de variabele uitkering afgewogen of we zelf pensioenen zouden moeten gaan uitkeren. Zelf doen zou echter veel extra verplichtingen scheppen. In het nieuwe pensioenstelsel zullen we ons deze vraag wederom moeten stellen.

Bij SPO geef ik les aan fondsbestuurders en leden van verantwoordingsorganen die te maken hebben met de problematiek van wel of niet invaren. In mijn rol als bestuurslid bij pensioenfonds Van Lanschot heb ik te maken >

## ‘Ik ervaar het als terecht dat premiereregelingen, vroeger min of meer synoniem aan vloeken in de kerk, nu snel bon ton worden.’

met een gesloten fonds met een middelloonregeling. Voor dat fonds is de eerste vraag wat gesloten fondsen in de toekomst mogen en wat de beste oplossing is voor de toekomst van het fonds. Ik bezie het traject naar een nieuw pensioencontract dus vanuit verschillende invalshoeken. Dat geeft goed inzicht in de voors en tegens.

Dat we allemaal overgaan naar een premiereregeling, vind ik positief. We hebben onszelf in de afgelopen jaren klemgezet met het FTK, gegeven de ontwikkeling van rentes. Mijn grootste probleem met de CDC-regeling bij het Randstadpensioenfonds was altijd dat we niet konden differentiëren met risico's. Het fonds had veel jonge deelnemers, een duration van 25 en een relatief kleine groep gepensioneerden. Hét dilemma was dat risico's nemen in de beleggingen bij een rentedaling een directe impact zou hebben voor die relatief kleine groep. Gevolg was dat we een zeer risicomijdend beleggingsbeleid zijn gaan voeren en onze grote groep jongeren niet het risico konden gunnen waar ze recht op hadden. Die boodschap is niet voor iedereen eenvoudig te begrijpen, maar vanuit governance-oogpunt was het een onmogelijke situatie. In het nieuwe stelsel kunnen we aan zulke situaties ontkomen.

We hebben straks twee wegen waarlangs dat kan: de solidaire en de flexibele premiereregeling. De solidaire premiereregeling lijkt mij vooralsnog minder transparant. Ik heb bijvoorbeeld kanttekeningen bij het opheffen van de leenrestrictie. Dat maakt het mogelijk om voor jongeren meer dan 100% in zakelijke waarden te beleggen. Denk daarbij aan beleggen met geleend geld. Volgens de theorie levert dat op lange termijn de beste resultaten. Maar als mensen na twee jaar het fonds verlaten, dan kan, na een financieel mindere periode, hun pensioenkapitaal fors gedaald zijn. Bij een waardeoverdracht kan wat er in de pot zit veel minder zijn dan er ooit aan premie voor het individu gestort is, als bij het oude fonds de leenrestrictie was opgeheven. Of dat ooit weer goedge maakt wordt bij de nieuwe pensioenuitvoerder, is dan nog maar de vraag.

Als we het hebben over risico's, is de flexibele premiereregeling de meer transparante variant. Uitvoerders bepalen daarin nog steeds voor 95% het beleggingsrisico, maar in

deze variant kunnen deelnemers invloed uitoefenen. In de solidaire premiereregeling niet. Daarin ontbreekt ook duidelijkheid over het

eigenaarschap van de risicodelingsreserve. Mijn voorkeur gaat daarom uit naar de flexibele premiereregeling. Ook omdat ik weet dat onze deelnemers, die meestal maar een korte periode pensioen bij ons opbouwen, logischerwijs nauwelijks solidariteit met elkaar kennen.

Ik ben bezorgd over nog te maken keuzes voor het nabestaandenpensioen in het nieuwe pensioencontract. Voor ouderdompensioen gaan we straks naar een premiereregeling en schaffen we de doorsneepremie af. Voor de nabestaandenpensioenen gaan we echter naar eindloon op risicobasis met een doorsneepremie. De kans dat zo'n pensioen tot uitkering moet komen, is gelukkig niet groot. Maar als je wel moet uitkeren, is het gewoon eindloon. Voor de uitzendsector en andere sectoren met korte dienstverbanden, zoals de horeca en de detailhandel, ontstaat dan een disbalans tussen deelnemingstijd en uitkering. Ook geldt dat pensioenuitvoerders na einde deelneming het nabestaandenpensioen nog drie maanden moeten verzekeren en, als de betrokkene dat wil, daarna nog drie jaar. Zoiets past bij lifetime employment, maar niet bij onze doelgroep. Zzp'ers en de 11% medewerkers in de witte vlek vallen helemaal buiten de boot. Wie twintig jaar lang pensioen heeft opgebouwd in een pensioenfonds, daarna zzp'er wordt en een jaar later overlijdt, krijgt niets van het pensioenfonds waar wel een flink pensioen was opgebouwd. Ooit hadden we de volksverzekering ANW als regeling voor nabestaanden. Nu wil men dit repareren in de tweede pijler, waarin 25% van de arbeidsmarkt niet meedoet.

Ik ben een triatleet en probeer ieder jaar een hele triatlon te doen. Onlangs voltooid ik de Ironman van Nice. Mijn sport combineer ik graag met een verblijf op een mooie plek of, in dit geval, een historische race. Mijn vrije tijd besteed ik verder aan mijn vriendin en aan mijn dochter van achttien, die de helft van de tijd bij mij woont. Zij studeert rechten in Amsterdam. Kiest zij ook voor het pensioenvak? Waarschijnlijk niet. Lutjens doceert aan de VU, zij wilde per se naar de UvA. Maar dat had vast niets met Lutjens te maken...? ■

# Problemen met de energietransitie

**De sleutel tot een succesvolle energietransitie ligt bij de olie- en gasindustrie. De juiste prikkels zijn echter van groot belang. De markt kan daarbij een vriend zijn, maar ook een vijand.**

De prijzen van verschillende fossiele brandstoffen staan op recordniveaus. Steenkolenprijzen gaan door het dak en sterk stijgende aardgasprijzen zorgen voor sociale onrust. Het lijkt een kwestie van tijd tot ook de olieprijs een nieuw record aantikken. Volgend jaar is er voor het eerst in de geschiedenis namelijk meer vraag naar olie dan aanbod van olie.

Verschiedende zaken hebben bijgedragen aan de huidige energiecrisis. Een daarvan is een onbedoeld neveneffect van de energietransitie, of zo men wil: de nadruk op duurzaam beleggen. In de afgelopen jaren hebben veel aandeelhouders er bij de oliemaatschappijen op aangedrongen om niet meer te investeren in fossiele brandstoffen. Centrale bankiers als Mark Carney en Klaas Knot waarschuwden voor de investeringsrisico's in deze stranded assets als gevolg van de energietransitie. Sommige partijen gingen zelfs zo ver dat ze de energietransitie wilden versnellen door de aandelen van oliemaatschappijen te dumpen. Dat signaal heeft gewerkt: er is nauwelijks geïnvesteerd in nieuwe productie. Er wordt wel volop geïnvesteerd in alternatieve energie, maar al die investeringen zijn nauwelijks zichtbaar in de energiestatistiek. Het olieverbruik ligt namelijk, net als voor de COVID-19-crisis, weer op 100 miljoen vaten per dag en de wereldwijde CO<sub>2</sub>-uitstoot is hoger dan ooit. De markt heeft onvoldoende zijn werk kunnen doen.



Door **Han Dieperink**, geschreven op persoonlijke titel

Driekwart van de wereld heeft niet de luxe om te kiezen tussen fossiele brandstoffen en alternatieve energie. Voedsel en energie zijn voor deze mensen de eerste prioriteit, de rest komt later. Ook dat is de markt. Dit deel van de wereld groeit sterk. Dat heeft een voordeel, maar ook een nadeel. Het voordeel is dat met het toenemen van de welvaart er wel meer ruimte is voor de energietransitie. Dat kan ook nog eens veel sneller gaan dan in de westerse wereld, aangezien alternatieve energie niet altijd hoeft te concurreren met zwaar gesubsidieerde aanwezige fossiele energie. Het nadeel is dat om op dit welvaartsniveau te komen er eerst veel fossiele brandstoffen zullen worden verstoekt. Zonder hulp gaan deze landen geen bijdrage leveren aan de gewenste energietransitie. Wellicht dat instituten zoals de Wereldbank en het IMF zich kunnen omvormen tot een nieuwe Energiebank om de markt in deze landen te helpen.

Door minder te investeren in fossiele brandstoffen daalt het aanbod. Daardoor stijgen nu de energieprijzen. Die gestegen prijs is een prikkel om meer te produceren en zorgt er ook voor dat er minder of zelfs geen subsidies nodig zijn om te investeren in alternatieve energie. In de overgangsfase kunnen we echter niet zonder fossiele brandstoffen. De enige manier om de energietransitie echt te versnellen, is door de markt te gebruiken om daar te komen. Dat kan door het beprijzen van CO<sub>2</sub>. Zo worden de hoge kasstromen in de gas- en olie-industrie namelijk omgebogen naar investeringen in alternatieve energie, simpelweg omdat het meer opbrengt. Onder-schat niet het veranderpotentieel van deze industrie, met haar vele ingenieurs en de wereldwijde kennis van groot-schalige projecten. Gebruik de markt om de energietransitie te realiseren. ■



# Vinden van rendement in obligaties voorlopig niet eenvoudiger



Met het ruime monetaire beleid van centrale banken blijft het lastig om rendement te behalen op staatsobligaties. Wat zijn op dit moment de meest aantrekkelijke alternatieven? Maar belangrijker nog: wat zijn de verwachtingen voor de komende twee jaar? Vormt inflatie een gevaar? Zorgen Emerging Markets voor aantrekkelijke alternatieven? En daarbovenop: wat verandert er door de aandacht voor klimaatverandering?

Door Joost van Mierlo

## Op dit moment lijken markten te vrezen dat inflatie opnieuw de kop zal opsteken. Wat doen de centrale banken?

**Harald Henke:** 'We moeten rekening houden met een vorm van tapering door centrale banken. Maar ik maak me geen zorgen over een scenario waarin de steun van centrale banken helemaal verdwijnt. De ECB zal de komende jaren waarschijnlijk betrokken raken bij de politiek rondom klimaatbeheersing. Er blijft dan ook voldoende aanleiding voor centrale banken om te beargumenteren dat steun nodig blijft.'

**David Newman:** 'Ik ben het ermee eens dat er waarschijnlijk iets van tapering komt. Maar wij verwachten geen enorme rentestijging. Dit betekent dat het mogelijk zal blijven om goedkoop te herfinancieren. Misschien dat de kredietbubbel op een gegeven moment openbarst, maar voornamelijk is het aantal faillissementen laag. Alleen ondernemingen met enorme problemen hebben de afgelopen tijd geen nieuwe leningen kunnen afsluiten. We verwachten dat dit de komende jaren zo zal blijven.'

**Chris Perryman:** 'In het verleden werd tapering geassocieerd met een koerswijziging door centrale banken. Maar ik denk dat de Fed en de ECB erin zijn geslaagd om die twee fenomenen van elkaar los te koppelen. Wij zien de ECB de komende jaren de rente niet veranderen. De inflatiedoelstelling zal de komende twee à drie jaar eenvoudigweg niet worden gehaald. In de Verenigde Staten verwacht ik dat de groei het komende jaar zal afnemen. Dat zorgt ervoor dat de druk op de inflatie afneemt.'

**Antoine Lesne:** 'We zijn het er geloof ik over eens dat de gevaren van tapering normaal gesproken zullen worden gemitigeerd door goede communicatie vanuit centrale banken. Met de nadruk op 'normaal gesproken'. Niemand weet precies wat er gaat gebeuren. Wat zijn de gevolgen als centrale banken hun opkoopprogramma met 5 procent of 10 procent verminderen?'

**Newman:** 'Het is interessant om op te merken dat de Fed zijn high yield-positie

al behoorlijk heeft afgebouwd. De markt heeft niet gereageerd. En dat terwijl vorig jaar, toen de Fed actief ging kopen, er een geweldige reactie was. Dat is opmerkelijk, maar onderstreept dat de markt erop vertrouwt dat de Fed zal ingrijpen als dat nodig is.'

**Lesne:** 'Het lijkt erop dat de markt ervan uitgaat dat centrale banken op zullen treden als er fouten worden gemaakt. Het is echter de vraag of ons vertrouwen niet te groot is.'

**Matthew Rees:** 'We weten een beetje wat er gebeurt rond tapering. Dat is het afgelopen decennium twee keer voorgekomen. Maar we weten niet echt meer wat er gebeurt als we met inflatie te maken krijgen. Niemand in de markt heeft echt serieuze inflatie meegemaakt. Het is moeilijk om te zeggen of de inflatie die we nu zien tijdelijk is of een permanent karakter heeft. We praten dan over de VS. In Europa denken we niet dat er de komende jaren veel risico is op een hoge inflatie. Als de inflatie sneller stijgt dan verwacht, kan dat voor onrust op de markt zorgen. Het is dan de vraag wat er met de reële rente gebeurt.'

**Henke:** 'Het is goed om op te merken dat de taper tantrum van 2015 plaatsvond op het moment dat de koerswijziging werd aangekondigd. Toen de Fed daadwerkelijk met tapering begon, zag je dat de marktrente daalde. Natuurlijk hadden we inder tijd te maken met andere omstandigheden. Er was inderdaad geen inflatie. Ik denk echter niet dat de marktrente zal stijgen als de tapering echt van start gaat.'

**Markus Schaen:** 'Ik maak me op dit moment ook minder zorgen over tapering dan in het verleden. Marktpartijen hebben geleerd van de ervaringen uit het verleden. Men is bekend met tapering en weet dat er tapering aan zit te komen. Anders dan in 2015 zal tapering nu minder als een verrassing komen. Het is al verwerkt in de koersen. De enige verrassing zou zijn als er ineens een big time tapering zou komen, maar dat is niet wat wij op dit moment verwachten.'

### Voorzitter:

**Willem Bouwman**, ABN AMRO Bank

### Deelnemers:

**Harald Henke**, Quoniam Asset Management

**Antoine Lesne**, State Street Global Advisors

**David Newman**, Allianz Global Investors

**Chris Perryman**, PineBridge Investments

**Matthew Rees**, Legal & General Investment Management

**Markus Schaen**, MN



### VOORZITTER

**Willem Bouwman**

Willem Bouwman is Senior Portfolio Manager Fixed Income Sustainable bij ABN AMRO Private Banking. Bouwman is afgestudeerd in Economie aan de Universiteit van Tilburg en is CEFA/VBA-gecertificeerd. Sinds 2012 is hij verantwoordelijk voor het beheer van de discretionaire vastrentende vermogensbeheerportefeuilles voor private banking-klanten en sinds 2018 voor de duurzame portefeuilles. Eerder was hij Obligatiespecialist binnen het Beleggingsadviesteam en Adjunct-directeur bij Euronext Indices. Bouwman begon zijn carrière in 1997 bij de dealingroom van ABN AMRO.



**Dr. Harald Henke**

Dr. Harald Henke, Executive Director, werkt sinds 2006 bij Quoniam Asset Management. Als Hoofd Fixed Income Portfolio Management is hij verantwoordelijk voor de prestaties en het publieke imago van Quoniam's Fixed Income-producten. Daarvoor was hij als Head of Fixed Income Research verantwoordelijk voor de ontwikkeling van kwantitatieve modellen voor bedrijfsobligaties en renteprognoses. Henke studeerde Economie in Frankfurt am Main.



**Antoine Lesne**

Antoine Lesne is Managing Director van State Street Global Advisors en Hoofd van ETF Strategy & Research voor EMEA. Zijn verantwoordelijkheden zijn onder andere het ontwikkelen van een strategisch kader voor het bestaande ETF-assortiment van SPDR en dat af te stemmen op de ontwikkelingen op de financiële markten en de economische vooruitzichten op lange termijn. Eerder was Lesne werkzaam als Senior Fixed Income Portfolio Strategieer voor EMEA.



**David Newman**

David Newman werkt al 12 jaar bij Allianz Global Investors en diens voorganger Rogge Global Partners en is verantwoordelijk voor portefeuilles op het gebied van Global High Yield en Multi-Asset Credits. Hij is tevens Co-lead Manager van de portefeuilles gericht op EM Corporate en Trade Finance. Eerder was Newman onder meer Co-Head European Credit Trading, Research and Sales bij Citigroup en Head of High Yield Research bij UBS.



**Chris Perryman**

Chris Perryman is Corporate Portfolio Manager en Head of Trading, Emerging Markets Fixed Income bij PineBridge. Hij kwam in 2009 in dienst en is verantwoordelijk voor het beheer van EM-strategieën en houdt toezicht op alle aspecten van de handel in EM vastrentende waarden en FX. Daarvoor was hij Trader Opkomende Markten bij Standard Bank. Perryman heeft een Investment Management Certificate en een diploma Technical Analysis van de Society of Technical Analysts.



**Matthew Rees**

Matthew Rees is sinds september 2019 Head of Global Bond Strategies bij LGIM. Hiervoor was hij jarenlang Co-head van het Euro Credit Team. Hij trad in 2009 in dienst bij LGIM. Vóór 2009 was hij als Partner verbonden aan Banquo Credit Management, UBS, Merrill Lynch en rating agency Fitch IBCA. Rees heeft 25 jaar ervaring in de sector en was Gecertificeerd Accountant bij destijds Coopers & Lybrand in 1996.



**Markus Schaen**

Markus Schaen is sinds 2008 werkzaam voor MN. Als Senior Fundmanager Fixed Income is hij verantwoordelijk voor het selecteren van externe vastrentende managers en het monitoren van de interne en externe beheerders. Tot zijn aandachtsgebied behoren de liquide en illiquide vastrentende beleggingen. Schaen werkte eerder voor de Universiteit Maastricht, Deloitte, Metro AG, Draka Holding en Koninklijke Wegener. Hij studeerde onder meer Bedrijfseconomie aan de Universiteit Maastricht.

### Waar liggen op dit moment mogelijkheden in de markt?

**Schaen:** 'Gezien de eerdere discussie zou ik me op dit moment zorgen maken over te veel looptijd in mijn portefeuille. We beleggen wereldwijd en met name in de VS bestaat er risico op inflatie, maar zeker ook in Europese landen. Wat betreft het kredietrisico zie je dat de spreads zich op tal van markten op een historisch dieptepunt bevinden. De spreads lijken nauwelijks lager te kunnen. Ik zie ze ook niet echt stijgen. Een investeerder zou nog wel wat kunnen profiteren wat de steilheid van rentecurves, maar al met al is het een lastige tijd. Dat geldt ook voor het illiquide gedeelte van de markt. Er is nauwelijks sprake van een liquiditeitspremie en hetzelfde geldt voor de complexiteitspremie.'

**Rees:** 'We kijken altijd naar een historische vergelijking. Als we de huidige spreads vergelijken met die van de afgelopen vijftien, twintig jaar, zijn die inderdaad overal laag. De enige uitzonderingen zijn high yield en Opkomende Markten, maar ook bij high yield staat het mogelijke toekomstige rendement onder druk. De situatie in Emerging Markets wordt gedreven door China, al is de situatie daar de laatste tijd niet erg gunstig vanwege de ontwikkelingen rondom vastgoed. In alle gevallen geldt dat je experts nodig hebt om te kunnen profiteren van een zeer gediversifieerde portefeuille. Bij sommige Europese high yield-obligaties is het mogelijk een extra rendement van 1,5% tot 2% te behalen. Bij subordinated debt van financials moet je denken aan een extra rendement van 3% tot 4%. Er is nog altijd sprake van een illiquiditeitspremie voor een aantal producten. Maar je moet oppassen hoe ze worden beheerd, zoals beleggers in Britse vastgoedfondsen vorig jaar nog ontdekten.'

**Newman:** 'Uit ons eigen onderzoek blijkt dat er een hoge correlatie is tussen high yield spreads en de VIX. Nu het aantal faillissementen laag is, is de VIX bepalend voor de richting waarin high yield spreads bewegen. De vraag is of de VIX-index op het huidige niveau blijft. Er is afgelopen jaren een aantal pieken geweest, maar omdat de centrale bank als een vangnet wordt gezien, lijkt de VIX richting de 20

te bewegen. Bij een VIX op dat niveau vinden wij het huidige niveau van high yield spreads fair.’

**Lesne:** ‘Als je naar de geldstromen in Europa kijkt, zie je dat beleggers een voorkeur hebben voor aandelen ten opzichte van obligaties. Binnen de obligatie-categorie gaat het om producten met een hoog aandelengehalte, zoals high yield of converteerbare obligaties. Deze laatste zijn dit jaar het meest in trek binnen onze beleggingen. Leningen zijn duidelijk in trek en er is nog geen appetijt voor staatsobligaties. We hebben zelf een voorkeur voor de VS boven Europa, zelfs als je het eurorisico wilt hedgen. We denken dat de vrees voor inflatie het hoogtepunt heeft bereikt. Zolang de VIX-index en het aantal faillissementen laag blijven, blijft er een voorkeur bestaan voor Amerikaanse high yield. Volgens onze gegevens bevindt de vraag zich daar op het hoogste niveau van de afgelopen vijf jaar.’

**Henke:** ‘Wij hebben ook een voorkeur voor USD-obligaties, maar prefereren investment grade-bedrijfsobligaties. Het is een lastige situatie, want we denken dat de ECB meer steun biedt aan Europese bedrijfsobligaties dan de Fed aan Amerikaanse credits. Het hangt dus af van je toekomstvisie. De situatie in Europa is iets veiliger, maar het rendement is aantrekkelijker in de VS.’

### **Hoe bescherm je een beleggingsportefeuille tegen het risico van inflatie?**

**Lesne:** ‘Van 2018 tot maart vorig jaar zag je dat beleggers hun positie in TIPS aan het afbouwen waren. Dat veranderde als gevolg van de pandemie. Het positioneren rond het eerste kwartaal van dit jaar was neutraal, maar er was ook sprake van een hernieuwde vraag naar TIPS in het tweede kwartaal. Dat geldt nog altijd. Wij denken dat de inflatie hoger zal blijven, maar voorzien geen enorme problemen. De angst voor hyperinflatie, zoals die in 2009 gold bij de eerste massale monetaire financieringsgolf, is verdwenen. We zien die de komende twee jaar niet terugkeren.’

**Rees:** ‘Niemand weet precies wat de inflatie gaat doen. Wij kijken naar markten die potentieel aantrekkelijk zijn in periodes

## **‘De belangrijkste vraag is of landen, gezien hun hoge schuld, in staat zijn hun belastingbetalers bereid te vinden de rekening te betalen.’**

van inflatie en deflatie. Tegelijkertijd kijken we ook naar de dynamiek van de markt. Britse pensioenfondsen zijn nog altijd bezig met het verminderen van het inflatierisico door inflation-linked producten te kopen. De prijzen in het Verenigd Koninkrijk voor de inflatiemarkt blijven daardoor getemperd. We verwachten dat dit de komende tien jaar niet zal veranderen. In de VS heeft de Fed rond 90% van de TIPS-markt tot een looptijd van zeven en een half jaar opgekocht. Deze massale inkoop heeft ervoor gezorgd dat de markt werd verstoord en dat het reële rendement onder druk kwam te staan. Met het begin van de tapering verwachten we dat de prijzen normaliseren. Dat betekent normaal gesproken dat het reële rendement stijgt.’

### **Hoe kijken jullie aan tegen investeringen in zogenaamde perifere obligaties en schuld?**

**Rees:** ‘Met de wereldwijde zoektocht naar rendement worden die inderdaad aantrekkelijk voor veel investeerders. Je kunt een extra rendement van 100 basispunten krijgen voor Italiaanse schuld. Voor Griekse schuld is het nog aanzienlijk meer. Dat is aantrekkelijk als je van mening bent dat er geen nieuwe Eurocrisis komt. Maar het blijft oppassen. Er zijn twee belangrijke ontwikkelingen geweest in Europa. Aan de ene kant heeft Europa toegestaan dat beleggers geld verloren op investeringen in Griekse schuld. Maar afgelopen jaar hebben ze ingestemd met het accepteren van gemeenschappelijke schuld. Het is daarom feitelijk een politieke inschatting wat er in de toekomst gaat gebeuren. Die wordt nog sterk beïnvloed door de recente Duitse verkiezingen en die in Frankrijk volgend jaar.’

**Perryman:** ‘Als gevolg van het vermindere van het Europese opkoopprogramma zijn de renteversillen groter geworden. >

Het is nu de vraag of dat een aantrekkelijke mogelijkheid biedt. Maar misschien moet je zeggen dat de renteversillen zijn genormaliseerd. Ik heb het antwoord niet echt, ik ben meer een specialist in Emerging Markets, maar het is een belangrijke vraag voor 2022.'

**Henke:** 'Het lijkt erop dat de ECB bezig is met het controleren van de renteversillen. Dat geldt in ieder geval voor staatsobligaties. Wat betreft bedrijfsobligaties valt het me op dat vooral Spaanse en Italiaanse bedrijven heel succesvol zijn

geweest in het uitgeven van green bonds. Daar is veel interesse voor. Ze hebben een groot deel van de markt weten te veroveren. Dat is echt opvallend.'

**'De ECB zal de komende jaren waarschijnlijk betrokken raken bij de politiek rondom klimaatbeheersing. Er blijft dan ook voldoende aanleiding voor centrale banken om te beargumenteren dat steun nodig blijft.'**

#### **Kunnen beleggers in obligaties de komende jaren een hoger rendement tegemoetzien?**

**Rees:** 'Er bestaan grote verschillen tussen verschillende delen van de wereld. Het is de vraag hoe de uiteenlopende demografische situaties in al deze landen zich vertalen in economische groei en het rendement van staatsobligaties. In Japan zorgt de verouderende bevolking ervoor dat het rendement

onder druk staat. Voor veel landen geldt dat er sprake is van een enorme schuld. Centrale banken kunnen de rente niet behoorlijk verhogen zonder dat het een enorme negatieve invloed heeft op de economische groei. Dat geldt in ieder geval voor Europa en het Verenigd Koninkrijk. De Fed heeft waarschijnlijk iets meer ruimte. Maar ook daar zal een renteverhoging vermoedelijk gevolgen hebben voor de economische groei op de korte termijn. De gevolgen voor het totale rendement van een stijgende rente zullen daardoor worden verminderd voor beleggingen in obligaties. Dat kan allemaal veranderen als er een grootschalig stimuleringsprogramma door overheden komt. Dan hebben we het over de zogenaamde Moderne Monetaire Theorie. Dat zou voor daadwerkelijke groei kunnen zorgen, maar tegelijkertijd voor een kunstmatig

laag rendement op staatsobligaties. Het is mogelijk dat deze stimuleringsprogramma's ook daadwerkelijk worden uitgevoerd.'

**Newman:** 'Ook bij centrale banken is er sprake van veranderingen. Het lijkt erop dat de Amerikaanse Fed op dit moment meer oog heeft voor de werkgelegenheid dan voor inflatie. De belangrijkste zorg op dit moment lijkt te zijn dat mensen een baan hebben of houden. Volgens de oude theorie zou je verwachten dat de rente stijgt naarmate de inflatie stijgt, maar nu is er de zorg om werkgelegenheid. De rente zal dus wel iets stijgen, maar niet zo snel als in het verleden. Twee, drie jaar geleden werd gesproken over een renteniveau van 3% of 4%. Volgens mij zal dat de komende jaren niet het geval zijn.'

**Lesne:** 'Japan voert met zijn verouderende bevolking op het eerste gezicht de Moderne Monetaire Theorie uit, maar doet dit niet echt. Ook in China is er sprake van een snel verouderende bevolking. Onze economen zeggen dat China oud zal zijn voordat het rijk is geworden. Dat heeft gevolgen voor de wereldwijde groei. De wereldwijde groei van 3,5% of 4% van voor de pandemie zou weleens lager kunnen worden. Dat zal gevolgen hebben voor het verwachte rendement.'

**Henke:** 'Als je naar de laatste renteverhogingen in de VS kijkt, zie je dat de rente een steeds lager hoogtepunt bereikt. En de periodes tussen de renteverhogingen duren langer en langer. Dat heeft voor een deel te maken met de Amerikaanse dynamiek. De groeiverwachting is lager. Het gaat meer in de richting van het Europese niveau. Dat geldt ook voor het welzijnsbeleid. Het vangnet wordt groter. Er blijft een verschil ten opzichte van Europa, maar de verschillen worden kleiner.'

#### **Richten centrale banken hun aandacht de komende jaren op inflatie, klimaatverandering of sociale gelijkheid?**

**Newman:** 'Ik heb eerder aangegeven dat centrale banken waarschijnlijk meer aandacht zullen besteden aan werkgelegenheid dan aan inflatie. Maar het is een lastige politieke situatie. In het Verenigd Koninkrijk hebben we een zogenaamd rechtse regering die een links beleid voert als het om belastingverhogingen gaat. In



de VS zou sprake moeten zijn van een wat meer linkse regering, maar ik moet de bewijzen daarvan nog zien. De belangrijkste vraag is of landen, gezien hun hoge schuld, in staat zijn hun belastingbetalers bereid te vinden de rekening te betalen. Dat was het probleem van Griekenland. De COVID-19-pandemie heeft waarschijnlijk aangetoond dat overheden actiever kunnen ingrijpen dan in het verleden waarschijnlijk werd geacht. Maar het gaat om het vermogen om mensen bereid te vinden om belasting te betalen.'

**Perryman:** 'Ik kijk er meer naar vanuit het perspectief van ondernemingen dan vanuit een macro-standpunt. Maar ik denk dat Opkomende Markten een voordeel hebben ten opzichte van de meer ontwikkelde markten. De bevolking is relatief jong, zeker in Afrika. Centrale banken in landen als Brazilië en Mexico zullen het eenvoudiger hebben om een stimuleringsbeleid te voeren. Ze hebben eenvoudigweg niet te maken met de schuld niveaus zoals die van westerse landen. Beleggers maken zich zorgen over het systeemrisico in Emerging Markets. Ze houden rekening met de rampen die in het verleden aan de orde van de dag waren. Maar er is een verschil. In sommige opkomende markten is er sprake van een binnenlandse groei die haaks staat op de boom-bust scenario's uit het verleden. Dat geldt voor China en dat geldt voor Brazilië. Dat is een andere situatie dan twintig jaar geleden.'

**Lesne:** 'Als we het dan toch over ongelijkheid hebben, moet ook worden gekeken naar China. Dat is het onderwerp van gesprek in de afgelopen maanden. Hetzelfde zal gelden voor veel andere Opkomende Markten. Maar beleggingen in China blijven belangrijk. Ondanks alle problemen rond Evergrande blijven beleggers geïnteresseerd.'

**Perryman:** 'Mensen hebben het over Evergrande, maar ik zie nog geen systeemrisico. Mensen zien de mogelijkheden in Emerging Markets. Het risicoprofiel van investeringen in Opkomende Markten is duidelijker geworden. Het zorgt ervoor dat vooral institutionele beleggers meer interesse tonen voor investeringen in schuld papier uit Emerging Markets. En dan gaat het vooral over bedrijfsobligaties. Er zijn tegenwoordig

zoveel meer mogelijkheden om de risico's te spreiden. In het verleden werd slechts 10% van de Opkomende Markten-portefeuille in bedrijfsobligaties belegd. Nu is dat in sommige gevallen de helft.'

**Newman:** 'Op basis van eigen onderzoek concluderen we ook dat het aantrekkelijker is om te beleggen in bedrijfsobligaties uit opkomende landen dan in bedrijfsobligaties uit ontwikkelde landen. Dat geldt nog meer voor high yield dan voor investment grade-bedrijfsobligaties. Faillissementspercentages in Emerging Markets zijn weliswaar licht hoger dan in ontwikkelde landen, maar de recovery rates zijn ook hoger. Bedrijven in Opkomende Markten hebben lagere schuld niveaus. Daar tegenover staat dat er relatief veel familiebedrijven zijn waarin de governance gewoonlijk minder goed op orde is. Onze SRI-aanpak sluit de slechtste performers op het gebied van governance en andere duurzaamheidsfactoren uit, waardoor een strategie ontstaat met een hoge Sharpe-ratio.'

### **Wat zijn de verwachtingen rondom economische groei? Is er met alle investeringen in klimaatverandering mogelijk sprake van een nieuwe lente?**

**Lesne:** 'Veel overheden hopen natuurlijk dat ze bezig zijn met het creëren van een economische lente. Dat geldt zeker voor Europese overheden. De echte vraag is hoe je die financiert. Dit zal deels vanuit de overheid en deels door private partijen moeten gebeuren. Uiteindelijk gaat het erom het geld te dirigeren in de richting van de goede partijen in plaats van naar de slecht presterende ondernemingen en overheden. In het verleden werden investeringen in ESG-obligaties ongeveer evenredig opgedeeld. Maar tegenwoordig is er meer aandacht voor het klimaat. In Frankrijk willen de toezichhouders >

**'De angst voor hyperinflatie, zoals die in 2009 gold bij de eerste massale monetaire financieringsgolf, is verdwenen. We zien die de komende twee jaar niet terugkeren.'**



CV

### Saida Eggerstedt

Saida Eggerstadt joined Schroders in August 2019 as Head of Sustainable Credit and ESG Credit Fund Manager. She has more than 20 years of industry experience, of which she spent more than 10 years in managing sustainable credit strategies for institutions and intermediaries. She further served for 8 years at Deka Investments as Head of Corporates – Financials and Sustainability Portfolio Manager.

Financial Investigator asked Saida Eggerstedt, Head of Sustainable Credit at Schroders, the following two questions:

#### Can we build sustainable bond portfolio's that do good and generate as much return as non-sustainable bond portfolios?

'Yes, we believe that companies demonstrating positive sustainability characteristics are better placed to maintain sustainable cash-flows and service their debt over the long term. These characteristics include factors such as managing the business for the long term, recognising its responsibilities to its customers, employees and suppliers, and respecting the environment.'

We, and our customers, acknowledge our responsibility as investors to preserve our environment and improve the society that we all live in. As financiers of business activities, we can exercise our responsibility by materially influencing and promoting positive change through engagement and investment. In order for companies to flourish over the long term, they must understand and manage material non-financial risks. These include environmental, social and governance issues that can have a meaningful influence on issuer cash-flows through factors such as climate and social changes, regulation, supply chain risk or management reputation. Companies must also recognise that they do not operate in a silo and that the way stakeholder relationships are managed will impact long run performance.

We believe that sustainably-run companies that take the above into account will thrive in the long term, maintain profitability and, ultimately, deliver robust returns to investors, due to the following factors:

- Increased efficiency and better productivity.
- Lower physical and reputational risks along with lower litigation costs.
- Lower financing costs and more stable creditworthiness.
- Early mover advantage and higher margins from innovation.'

#### Which strategy features differentiate sustainable bond portfolios versus non-sustainable bond portfolios?

'We invest in environmentally and socially responsible themes and activities through prioritising care for the environment and encouraging greater transparency, diversity and other sustainability factors from bond issuers. By doing so, we aim at sponsoring change towards a more sustainable world, while delivering sustainable investment returns to our customers.'

We apply its sustainable approach through:

- Strict exclusions of environmentally destructive (fossil fuel extraction and energy generation), socially costly (alcohol and tobacco), and human rights infringing (corruption, weapons and UN Global Compact violators) issuers.
- Inclusion of issuers that demonstrate a stable and, more importantly, improving sustainable trajectory relative to their industry peers, encouraging innovation and transition towards a more benevolent global economy.
- Engagements with issuers aimed at improving disclosure and driving the widespread adoption of robust ecological and social policies.
- Investing in green bonds, social bonds and sustainability bonds.'

bijvoorbeeld dat pensioenfondsen CO<sub>2</sub>-neutraal beleggen. Ik weet niet wat de gevolgen zullen zijn voor het rendement. Maar het betekent in ieder geval dat er veel kapitaal in deze richting wordt gedirigeerd.’

**Schaen:** ‘We zien dat onze opdrachtgevers steeds meer rekening houden met de impact van hun investeringen. Ze hebben duidelijke doelstellingen. Ze willen bijvoorbeeld dat minimaal een bepaald percentage van hun beleggingen een concrete impact-doelstelling heeft. En we zien dit percentage naar boven bijgesteld worden. Er is een groeiend aanbod van dit soort beleggingen. Maar qua opzet sluit het aanbod in veel gevallen nog niet goed aan bij de vraag. Sommige van onze opdrachtgevers hebben een aanzienlijke omvang. Opgeteld willen ze aanzienlijke bedragen investeren in beleggingen met een positieve impact op een bepaald terrein. Een groot deel van de proposities die we tegenkomen, heeft een omvang van 50 tot 100 miljoen euro. Dat is in principe te klein voor ons. Onze opdrachtgevers willen liever niet in tientallen verschillende fondsen beleggen, maar bij voorkeur slechts in een beperkt aantal proposities met een institutionele infrastructuur. Ik denk dus dat het van belang is dat grotere partijen die gewend zijn om in een institutionele omgeving te opereren en vertrouwd zijn met de wensen en eisen van institutionele beleggers, dit soort producten gaan aanbieden. Dat zorgt meteen ook voor een zekere liquiditeit.’

**Newman:** ‘Het grote gevaar is dat partijen deze investeringen niet zuiver zullen behandelen. Ik heb green bonds voorbij zien komen waar ik serieuze twijfels bij heb. We hebben binnen de sector behoefte aan duidelijk omschreven regels. We moeten kritisch blijven. Het is nu eenmaal niet zo dat je een obligatie koopt omdat Moody’s zegt dat het om investment grade B gaat, nietwaar? Je kunt niet zomaar iets kopen omdat op het etiket staat dat het ‘Groen’ is.’

**Perryman:** ‘Je vergelijkt het met een ratingsysteem. Maar investment grades hebben betrekking op het verleden. Met ESG-beleggingen gaat het om de toe-

komst. De vraag voor de sector is hoe je de meeste impact kunt hebben. Dat betekent waarschijnlijk dat het belangrijk is om te beleggen in de meest vervuilende ondernemingen. Daar kunnen immers de grootste verbeteringen worden doorgevoerd. Dat werkt beter dan in een windmolenpark investeren of in een producent van elektrische voertuigen.’

**Lesne:** ‘ESG-investeringen houden niet op bij beleggen in green bonds. Maar het gaat erom een trend te signaleren en te beleggen in de ondernemingen waar sprake is van een duidelijke verbetering. Het gaat dus niet alleen om beleggingen in green bonds.’

**Perryman:** ‘Laten we eerlijk zijn. Beleggingen in obligaties vormen een uitstekende manier om duurzaam te beleggen. Het zijn immers investeringen met een lange looptijd.’

**Rees:** ‘Het gaat erom goede standaarden te formuleren. Het is wat dat betreft een interessante periode. In de EU zijn nu bepaalde criteria geformuleerd. Het is de vraag wat het Verenigd Koninkrijk gaat doen. Misschien dat er daar, vanwege de Brexit, de behoefte is om zich te onderscheiden. Naar mijn mening is dat gevaarlijk. Harmonisatie is uiterst belangrijk op dit moment.’

### **Het gaat om het kijken naar alternatieve mogelijkheden. Is illiquiditeit een serieuze optie?**

**Newman:** ‘We kijken serieus naar de zogenoemde democratisering van private markten. Er is sprake van tal van pogingen om deze markten te reguleren. Het moet mogelijk zijn om openbare en private markten te combineren. Daarmee wordt waarschijnlijk ook de illiquiditeit geadresseerd. We hebben in Europa de ELTIF-structuur. Maar daarmee wordt nog geen liquiditeit gegarandeerd. Rees heeft vastgoedfondsen geadresseerd, >

**‘Er bestaan grote verschillen tussen verschillende delen van de wereld. Het is de vraag hoe de uiteenlopende demografische situaties in al deze landen zich vertalen in economische groei en het rendement van staatsobligaties.’**

Schaen heeft gesproken over infrastructuur. Het is zeer interessant. Maar het gaat om beleggingen die twaalf tot wel twintig jaar vastliggen. Het gaat erom de juiste structuur te vinden voor dit soort beleggingen.'

**Henke:** 'Ja, het gaat erom een perspectief voor de langere termijn te ontwikkelen. Innovaties zijn daarbij cruciaal. Ik denk daarbij aan het gebruik van de blockchaintechnologie. Niet zozeer voor het gebruik van cryptomunten, hoewel individuele beleggers daarmee meer succes hebben geboekt dan de institutionele beleggers. Het gaat om de tokenisatie van private investments via de blockchain. Dat biedt mogelijkheden.'

**Schaen:** 'Veel van de alternatieve mogelijkheden zijn nu nog het exclusieve terrein van grote institutionele beleggers. Toegang tot deze mogelijkheden vereist vaak een bepaalde omvang en een bepaald kennisniveau. Maar ook bij kleinere partijen en particulieren zal de behoefte aan alternatieve mogelijkheden groeien, zeker als de rente laag blijft. Kijk wat er is gebeurd met obligaties en aandelen. Dankzij ETFs zijn ze gemeengoed geworden. Veel meer mensen hebben obligaties en aandelen in hun portefeuille dan tien tot twintig jaar geleden. Ook voor illiquide producten, zoals private equity en particuliere hypotheeklen, zullen er nieuwe platforms en producten ontstaan, die de drempel verlagen en de producten voor grotere groepen gemeengoed laten worden.'

**We hebben te maken met een stortvloed aan nieuwe data. Wat verandert dat voor de manier van beleggen?**

**Henke:** 'Ja, het gaat er inderdaad om nieuwe beschikbare data te analyseren.'

**'Het gaat erom een perspectief voor de langere termijn te ontwikkelen. Innovaties zijn daarbij cruciaal.'**

**'We zien dat onze opdrachtgevers steeds meer rekening houden met de impact van hun investeringen. Ze hebben duidelijke doelstellingen.'**

Neem als voorbeeld centrale banken. Wie had twintig jaar geleden kunnen bedenken dat we de balans van die banken moesten analyseren? Maar het is mogelijk om steeds meer informatie te verwerken, met alle beschikbare kennis op het gebied van high frequency data en kunstmatige intelligentie. We gebruiken die om voorspellingen te maken. Dat oogt veelbelovend.'

**Lesne:** 'De nieuwe technologie zal door iedereen worden gedeeld. We trachten de smart beta te ontdekken bij de diverse beleggingen. Daarvoor is het gebruik van data cruciaal. Wij zijn er in ieder geval druk mee bezig.'

**Rees:** 'Veel van de gevolgen van technologie op het gebied van databeheersing hebben slechts kortetermijneffecten voor de markt. Dat geldt met name voor de aandelenmarkt. Het is misschien niet zo relevant voor beleggers in obligaties, die naar de langere termijn kijken. Natuurlijk zijn de mogelijkheden voor quantstrategieën, aanvankelijk geïntroduceerd door hedge funds, enorm groot. Wij kijken naar de gevolgen van systeemstrategieën om onze marktrisico's in te schatten en om aantrekkelijke mogelijkheden te ontdekken. Daarbij kijken we bijvoorbeeld naar de volatiliteit en de veranderingen die optreden.'

**Henke:** 'De risicopremies in bedrijfsobligaties, feitelijk de factorpremie, zijn voorsnel nog veel stabiel dan elders. Dat is deels het gevolg van een gebrek aan concurrentie. Het gaat nog om een jonge sector, zagezegd. In macro en aandelen is er nu al sprake van serieuze concurrentie, maar bij bedrijfsobligaties verwachten we dat de premie nog enkele jaren stabiel zal zijn.' ■

## IN HET KORT

Het ruime monetaire beleid van centrale banken is voorlopig nog niet voorbij. Dat is de unanieme verwachting van de deelnemers aan deze Roundtable. Daardoor blijven spreads en rendementen onder druk staan.

Het blijft echter mogelijk om aantrekkelijke marktsegmenten te vinden. Daarbij gaat het om delen van de markt waarbij expertise noodzakelijk is, zoals high yield, private investments en investeringen in Opkomende Markten.

Deelnemers zijn vooral benieuwd naar overheidsbeleid waar het gaat om de klimaattransitie. Met de COVID-19-pandemie is bewezen dat overheden snel kunnen ingrijpen. Misschien dat ze het gekweekte vertrouwen zullen gebruiken om werkgelegenheid te laten prevaleren boven inflatie.

# The sustainability challenge facing data centres

**Environmental, social, and governance considerations have grown increasingly important in real estate investing. Real estate investors are using metrics on governance, community impact and other factors to evaluate properties and prioritise sustainability.**

For data centres, ESG considerations have proven to be particularly vital. These facilities account for an estimated 1% of worldwide electricity use, so the impact on global energy demand is significant. And data demand will only increase — from consumers, businesses and emerging technologies such as artificial intelligence, driverless car technology and 5G networks. We expect the rate of demand to grow exponentially. This is a key driving factor why data centre landlords and tenants are taking important steps to ensure that ESG considerations are a priority.

While data centres are energy-intensive, much has been done to help these facilities operate in an energy efficient way. In the last decade, even as data use skyrocketed, technological enhancements such as processor efficiency improvements and reductions in idle power significantly reduced the electricity requirements of data centre servers.

In addition, the growth in the number of servers needed to process this massive amount of data has slowed significantly, as technological advancements have allowed each individual server to process increasingly more data. In fact, despite the overall increase in power usage, the energy intensity of data centres has actually been reduced. What this means is that the amount of energy required to process a terabyte of data has fallen. Some research has estimated a 20% fall in energy intensity over the last five years. That's more than other energy intensive industries.

Beyond steps to reduce energy use, data centre landlords and tenants are constantly seeking new and innovative ways to improve energy efficiencies and promote ESG. Microsoft recently used hydrogen fuel cells to back up some of its data centre servers, which could help replace diesel-powered backup generators.

Utilising the excess heat produced by data centre cooling equipment is another emerging area of energy efficiency, particularly in Scandinavia, the Netherlands and Germany. For example, an initiative in Stockholm aims to heat 10% of the city with waste heat from data centres by 2035. Solar power and other renewable energy sources are also being explored by landlords and other stakeholders to supplement, or in some cases replace, the standard power supply for data centres.

Landlords can help maximise data centre efficiencies by investing in system upgrades and providing grants to tenants targeting improved efficiency and sustainability. However, ESG initiatives are most impactful when landlords actively partner with their tenants.

Many tenants, particularly the largest cloud service providers, known as 'hyperscalers', have led efforts to improve energy efficiency. Sustainability has been a high priority for these firms for some time, with several large tenants and technology companies setting significant carbon reduction goals. Reducing emissions through data centres will be a key effort. In 2018, Apple and Google generated enough renewable energy to run 100% of their data centres. Facebook, Microsoft, and Amazon have all made significant commitments, each setting goals to run their data centres on mostly renewable energy in the next few years. ■



By **Sebastian Dooley**,  
Fund Manager at  
Principal Real Estate  
Europe

# Pockets of opportunities for investment grade credit

The investment grade credit environment has become more challenging as spreads and yields have moved back towards historic lows. However, it is still possible to find pockets of opportunities, provided an investor is alert and disciplined.

By Joost van Mierlo

Tim Winstone, Manager of the European Investment Grade Credit Strategy for Janus Henderson, states that central banks' quantitative easing intentions are admirable, but that sometimes their asset purchase programmes are directly competing with investors, which can make life difficult for asset managers. But Winstone isn't complaining. He is absolutely certain that the speedy response to the COVID-19 crisis was crucial and the reason that most markets and sectors have almost returned to normal.

## **You must have an impossible job, with spreads and volatility at historic lows?**

'It is true that volatility has been relatively low this year, and spreads have tightened considerably. As active managers, our mandate is to outperform the benchmark. That might be easier in periods of high

volatility, as volatility is often synonymous with opportunity. But it also means we might get it wrong. We are not necessarily chasing the highest excess returns.

What we are looking for is attractive risk-adjusted returns. Within fixed income we need to pay careful attention to downside risks. Our aim for clients may be to outperform the benchmark by a specified amount, but we treat this as being averaged out over a few years, so that we take risk at times that we believe are appropriate.'

## **Aren't you choosing the lower end of investment grade credits at this moment, in order to chase return?**

'That's not the way we think. A high 'A'-rated bond might be more attractive than a low 'BBB'-rated bond trading with a wider spread in basis points from a bottom-up fundamentals perspective. We will also take a judgment on the macro-environment and the overall portfolio.

Within the corporate credit team, we typically classify bonds into three categories: a high quality bucket with high quality BBB, A and AA bonds; a core stable income area with low BBB to mid BB-rated bonds; and high return potential bonds, often with lower credit ratings. For our Euro investment grade portfolios we would generally invest in bonds that would bucket into the first two categories. The adjustment of our portfolio across these two categories is based on our assessment of the credit cycle.

In the late cycle, where company profits are under pressure and cash flows are peaking or deteriorating, our portfolios would be constructed to hold more of the high quality bonds. In the early cycle, where companies are repairing their balance sheets and cash flows are on a sharply improving trend, we will generally invest more in the high return potential bonds. This establishes an overall framework of where we would like to invest, before engaging in fundamental bottom-up credit research to identify the individual securities to include in the portfolio.'

## **So what is the current assessment?**

'We are 'constructive' on the economy, which means it is generally positive. We

think that the current environment of positive economic growth and low defaults will continue for the foreseeable future. Our assessment of the known risks is that they are relatively benign. It's the unknown risks that cause real turmoil, but by definition it is hard to prepare for unknown risks.'

### **I understand these are unknown, but what kind of events are you thinking about?**

'There are numerous examples. You can think of terrorist attacks, natural disasters or the epsilon variant of the COVID-19 virus. These are impossible to predict and it is therefore not possible to be completely prepared. It is a matter of reacting well.

Let's go back to the beginning of last year. We didn't expect that the outbreak of COVID-19 would turn into a full-blown crisis, but because of our positioning at the time we were able to take advantage of the spread widening that took place. In hindsight we didn't do enough, but that is what hindsight is for. It is important to be prepared for these opportunities. Experience has taught us that they occur quite frequently, around every twelve to fifteen months.'

### **You have indicated that you are relatively positive about current market situations. What does that mean for your positioning at the moment?**

'We use a DTS-ratio: Duration Times Spread. We will take on more credit risk when we are more bullish about the market and less when we are cautious. This ratio might be between 175% of the benchmark in the most bullish scenario and 70% when we think we are late in the cycle. At the moment, our DTS-ratio is 112% of the benchmark, which means we are a little long credit risk, but not a whole lot.'

### **Are there other ways you change your portfolio according to the economic cycle?**

'In most mandates we can invest up to 20% of the portfolio in so-called 'off benchmark' investments. For our Euro Investment Grade portfolios this means we will be able to invest in non-investment grade and/or non-Euro bonds. These investments have to be relevant and



## CV

### Tim Winstone

Tim Winstone is a Corporate Credit Portfolio Manager at Janus Henderson Investors, a position he has held since joining Henderson in 2015. He co-manages the European Investment Grade, Global Investment Grade, European High Yield and Global High Yield Strategies. Previously, he was an Executive Director, Senior Fixed Income Portfolio Manager and part of the Global Credit Team at UBS Global Asset Management. He began his career as a Portfolio Assistant at Thesis Asset Management.

appropriate. It is not a way of dressing up the fund with all kinds of extraordinary risk in order to outperform.

One area of focus is companies whose debt was downgraded because of the pandemic. For some of these companies, their difficulties might be short-term. They might have been able to access appropriate funding and they might have been less impacted by the pandemic than first thought. So their sub-investment grade rating is lapsing in our eyes. We believe these credits are really investment grade, but the market has not yet adjusted.

Of course we are not the only ones who realise this. Back in February this year, JPMorgan estimated there were 280 billion dollars of high yield bonds that could move back up into investment grade by the end of 2022. Most of these will be dollar denominated, as it is the largest market in the world, but a large part of them are appropriate for us and we are trying to capture a fraction of it.'

### **What percentage of your current investments are 'off benchmark'?**

'At the moment (30 September 2021, ed.) it's around 18%. It is probably as high as we'll ever go. We need to have some cash for collateral and margin calls and we will always keep some powder dry for oppor- >

tunities that we want to take advantage of. But the fact that the percentage is so high reflects that we are constructive on credit risk.

We are at a situation where valuations are rich again. Some of us think that we might be back at the period of 2005-2007, with low spreads and low volatility persisting. It's a time when there's not a whole lot of carry to be earned, so one has to be creative in these times.'

**What about sectors that were hit relatively hard by the crisis, like Travel and Leisure. Do they offer opportunities?**

'In the past twelve months these sectors have definitely been attractive. It was important to assess which companies could stay liquid with the doors shut and the lights turned off. This was true for the airline industry, for example. But we are seeing that industry opening again, most recently with the return of a busier transatlantic flight schedule.

Spreads have been normalising. But that does not mean there aren't any opportunities. For example, there was a 2028 bond from a European budget airline which looked completely mispriced in our eyes, compared to similar companies. This company has a stable outlook, but we were able to get a 30-40 basis points spread on this investment. So, yes we pocketed that opportunity. But most of that has played out in the past months.'

**You were still able to outperform the benchmark, you indicated. Part of it is spread risk, I assume, and part of it are off-benchmark investments. Are there other attractive parts in the market?**

'We see some opportunities around the so-called legacy bonds. These are bonds issued years ago by banks. However, these bonds will lose their regulatory approval as a specific form of bank capital and therefore won't serve the purpose they were meant to serve. There are two kinds of plays around these bonds. They might be mispriced, because they are very particular and each one is different from the other. They are not like the current Addi-

**'We think that the current environment of positive economic growth and low defaults will continue for the foreseeable future.'**

tional Tier One vintage, which is very homogenous.

This plays into our hands because it needs in-depth knowledge of the particular details of the bond.

The other thing is that there is an infection risk. If these bonds get reclassified, it might have a cascade effect on other eligible capital instruments in a lower category. Banks are encouraged to retire these bonds, but there might be particular reasons why they wait. Again, this asks for careful analysis. The technicality of these securities can potentially work to our advantage.'

**Green bonds seem to be the flavour of the day. What do you think of it?**

'The ESG approach is integral to our way of investing. It is at the core of our investment process. It is what our investors are demanding and it is something we believe in.

We are looking at companies that might be a liability because they don't adjust fast enough when it comes to climate change. We won't invest in those companies. But on the other hand, there might be companies that are not issuing green bonds, but do exactly the right things that are needed, not only for the climate side, but also for social and governance issues. To us, it's not so much about slapping a green label on bonds. We're looking for the companies that are really taking change, ESG-change, seriously. In fact, we would argue that some of the best returns for investors are likely to come from those companies that are on an improving ESG trajectory.' ■

## SUMMARY

The corporate environment is improving, credit rating downgrades are giving way to upgrades.

Major market disruptions are common – we have come to expect one practically every 12 to 15 months.

Legacy Tier 1 debt of banks offers interesting potential at the moment.



# De E staat niet toevallig vooraan in ESG

**Duurzaam beleggen is geen modegril die weer overwaait. De COVID-19-pandemie heeft iedereen met de neus op de feiten gedrukt. We leven met z'n allen op dezelfde planeet.**

Ik besloot mij verder te verdiepen in ESG-beleggen met het CFA Institute Certificate for ESG Investing. Dat is studeren zoals vroeger, maar uiteindelijk examen afleggen in de eigen comfortabele studeerkamer. Het toezicht via de webcam bleek overigens geen wassen neus. Ik ontving twee waarschuwingen (één voor omhoog kijken naar de regenbui en één voor in mezelf hummen).

De syllabus geeft een duidelijke schets van de stand van zaken op alle ESG-gebieden. Zoals u weet, ziet dat er vooral op het vlak van Environment niet zonnig uit. Iedereen kent de beelden van een eenzame ijsbeer op smeltend poolijs. Maar daar blijft het niet bij. Recent onderzoek schetst dat als we op deze voet doorgaan, het aandeel onleefbare gebieden op onze aarde toeneemt van 1% nu naar 19% in 2070. Dat is wel erg veel Sahara. En dat op plekken waar nu meer dan een miljard mensen wonen.

Toch is er ook goed nieuws. ESG-beleggen levert niet alleen een lager risico op, maar óók een hoger rendement. Dat blijkt uit een metastudie naar meer dan 2000 wetenschappelijke onderzoeken. Dat komt mooi uit. Geen lastige afwegingen meer tussen financiële en niet-financiële doelstellingen. Dat maakt beleggingsbeslissingen op dat punt een stuk gemakkelijker.

Maar ergens wringt het. Waarom houden we ons überhaupt nog met ESG bezig als bedrijven met hoge scores op ESG-criteria vanzelf meer waard worden? Dan zouden ondernemingen geen aansporing meer

nodig hebben. Ze zouden volledig voor de ESG-standaarden gaan. Dan kan Milton Friedman weer terug op het voetstuk worden gehesen.

De Nobelprijswinnaar stelde in 1970 dat meer winst najagen de enige sociale verantwoordelijkheid van een bedrijf is. Compromisloos streven naar aandeelhouderswaarde als enige prioriteit. Tja, daar kwam je vijftig jaar geleden misschien mee weg.

Voordat u dagdroomt over long/short-strategieën: er zijn goede argumenten om aan te nemen dat een portfolio met bedrijven die goed scoren op ESG-criteria, beter gaat presteren in de toekomst. Maar het bewijs voor een consistent hoger rendement bij een lager risico blijkt bij nader inzien nog niet helemaal sluitend. Wel is het duidelijk dat bedrijven die 'slecht gedrag' vertonen een underperformance laten zien. Het is ook dom om slecht te zijn.

Goede doelen als hobby in je vrije tijd, zoals Friedman stelde, dat ziet ook Marian Minnesma niet zitten. De directeur van Urgenda is bezig met een voetreis van Groningen naar Glasgow, waar de Klimaatconferentie dit jaar plaatsvindt, met een oversteek per boot vanuit Rotterdam. Urgenda wil aandacht vragen voor de belangrijkste klimaatop sinds Parijs 2015.

Want dat is waar het nu om gaat. Het risico van de klimaatverandering zet op langere termijn alle andere risico's in de schaduw. Ook voor de beleggingen. De E staat niet toevallig vooraan in de afkorting ESG. Zonder een gezonde planeet is beleggingsanalyse op de S- en G-criteria nauwelijks nog relevant.

Om een beroemde belegger uit de jaren tachtig te parafaseren: 'It's all about the environment, kid. The rest is conversation.' ■



Door **Maarten Mosselman**, RBA, Marketing Executive bij CFA Society VBA Netherlands

# Aanpassing kredietratings nog altijd te traag

De aanpassing van de kredietwaardigheid door ratingbureaus verloopt nog altijd te traag, zo wijst recent wetenschappelijk onderzoek opnieuw uit. Beleggers die andere marktdata gebruiken, zoals CDS-spreads, kunnen winstgevende beleggingsstrategieën bouwen. Een beleggingsstrategie gebaseerd op ratings van ratingbureaus levert daarentegen negatieve resultaten.

Door Harry Geels

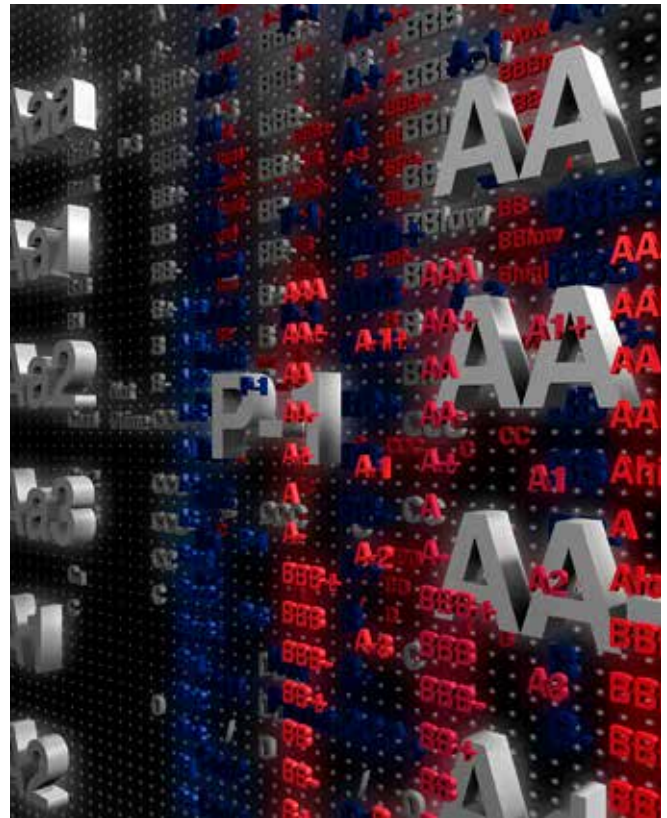
In de nasleep van de kredietcrisis kwamen ratingbureaus onder druk te staan. Ze zouden te veel hun oren laten hangen naar de bedrijven die hen betalen voor een rating. Kritiek en meer (zelf)regulering zouden verbetering moeten opleveren. Maar nog altijd verlopen de wijzigingen van ratings te traag. Ondanks dat ratingbureaus steeds benadrukken dat hun ratings geen aanbevelingen zijn om te kopen, te verkopen of te houden, is veel financiële regelgeving, en vaak ook het beleggingsbeleid van institutionele beleggers, op ratings gebaseerd. Het is daarom logisch dat er onderzoek wordt gedaan naar de voorspellende waarde van ratings.

## Vier soorten onderzoeken

De onderzoeken naar de voorspellende waarde van ratings kunnen grofweg in vier categorieën worden onderverdeeld. In verreweg de meeste studies wordt gekeken

of andere marktdata niet eerder reageren op verbetering van de financiële situaties van bedrijven of overheden, en zo ja, of hier wellicht interessante beleggingsstrategieën op zijn te bouwen. Veel beleggers hebben ook eigen ratings ontwikkeld, in de veronderstelling dat ze beter of tijdiger zijn dan die van de erkende ratingbureaus. Het algemene beeld van deze studies is dat het inderdaad lonend kan zijn andere marktdata te gebruiken. Zo blijkt dat spreads van Credit Default Swaps (CDS) een voorspellende waarde hebben, zoals later in dit artikel duidelijk wordt gemaakt.

De tweede categorie behelst studies waarin wordt gekeken of er zinvolle beleggingsstrategieën kunnen worden gebouwd op basis van de rating, uitgaande van de veronderstelling dat er min of meer een lineair verband bestaat tussen de rating en de yield: naarmate ratings steeds lager worden,

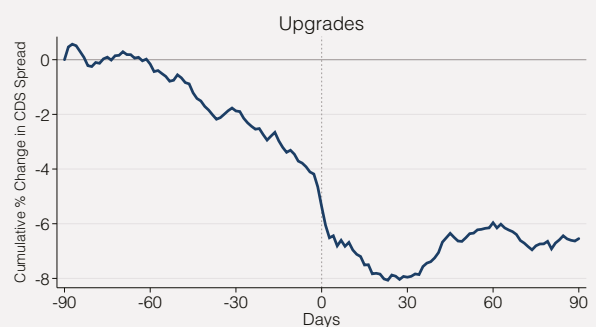


vallen de yields steeds hoger uit. Over het algemeen is het lastig winstgevende strategieën te bouwen op officiële ratings. Sterker nog, het nemen van de rating als basis leidt tot verlies, wat verderop in dit artikel wordt toegelicht.

In de derde categorie onderzoeken wordt gekeken of obligatie- of aandelenmarkten een symmetrische reactie laten zien na ratingupgrades en -downgrades. Als financiële markten efficiënt zijn,

dan zou dat zo moeten zijn. Markten reageren echter sterker op downgrades dan op upgrades, zelfs na de overeenkomstige kans op wanbetaling. Deze discrepantie kan verschillende oorzaken hebben. Het kan worden veroorzaakt door de manier waarop ratingbureaus te werk gaan of door specifieke kenmerken van de ratingmarkt. Anderzijds kan het worden veroorzaakt door het gedrag van ondernemingen en de manier waarop zij

FIGUUR 1: CDS SPREAD VÓÓR RATING UPGRADES



Bron: CDS Momentum: Slow-Moving Credit Ratings and Cross-Market Spillovers, februari 2021.

relevante informatie vrijgeven. Een belangrijk kenmerk van de benadering van de bureaus die het asymmetrische informatie-effect van ratings kan veroorzaken, is de zogeheten through-the-cycle-methode. Ratingbureaus trachten de kredietwaardigheid van een onderneming op de lange termijn in te schatten, onafhankelijk van kortetermijneffecten van de conjunctuurcyclus. Niettemin correleren ratings wel met de conjunctuurcyclus. Daarom zijn macro-economische variabelen, samen met financiële ratio's en kenmerken van corporate governance, bepalende factoren voor ratings. Bij de vierde categorie studies wordt gekeken of er significante persistentie of autocorrelatie bestaat bij upgrades en downgrades. Oftewel: hebben bedrijven of overheden die een downgrade krijgen ook daarna meer kans om een nieuwe downgrade te krijgen? En vice versa: wordt een upgrade in de meeste gevallen ook weer gevolgd door een upgrade? Deze bevinding kan opnieuw worden veroorzaakt door de ratingprocedures van de bureaus.

### Voorspellende waarde CDS-spreads

In de wetenschappelijke studie 'CDS Momentum: Slow-Moving Credit Ratings and Cross-Market Spillovers' staat

steeds de hypothese centraal dat de CDS-markten beter en sneller acteren dan de ratingbureaus. Dat komt doordat daar vooral actieve en professionele handelaren van grote banken en institutionele beleggers actief zijn, voor wie de handel direct winsten en verliezen oplevert en voor wie juiste en tijdige informatie van groot belang is. Op basis van vijfjaars CDS-contracten op 871 Amerikaanse bedrijven van januari 2003 tot december 2015, laten Figuur 1 en Figuur 2 eigenlijk in één oogopslag zien dat de CDS-spread al in de negentig dagen voor een officiële upgrade aan het dalen is en over hetzelfde aantal dagen voor een downgrade aan het stijgen is. De voorspellende waarde van de CDS-spreads lijkt bij downgrades beter te zijn dan voor upgrades. Er zit namelijk minder volatiliteit in de spreads en bovendien gaan de spreads na een downgrade ook meteen zijwaarts bewegen. Niettemin is ook de voorspellende waarde van de CDS-spreads voor upgrades significant.

Verder rapporteren de onderzoekers dat er een momentum-effect bestaat op de CDS-markten. Met een 3-maands momentumstrategie werd 7,1% per jaar gemaakt. Verder toonden de onderzoekers aan dat marktoverschrijdende momentumstrategieën op

basis van informatie over CDS-prestaties in het verleden een alfa van 10,3% per jaar in aandelen genereren en 7,3% per jaar in bedrijfsobligaties. Deze CDS-momentum- en cross-market-effecten zijn sterker bij meer liquide, informatierijkere CDS-contracten.

### Verband kredietrating en yield misleidend

Als we ervan uitgaan dat ratings en de bijhorende yields kloppen, dan zouden we een naïeve beleggingsstrategie kunnen bouwen waarin we de bedrijfsobligaties kopen met de hoogste yield per rating. Volgens de onderzoekers van de studie 'Retail Bond Investors and Credit Ratings' zouden vooral particuliere beleggers een dergelijke strategie in de praktijk toepassen. Dit blijkt over een onderzoeksperiode van 2002 tot en met 2020 een (zwaar) verliesgevend strategie te zijn, zoals blijkt uit Figuur 3. Omdat kredietratings achterlopen op obligatiekoersen en yield, leidt selectie op rendement binnen het ratingniveau ertoe dat kleine beleggers handelen in de tegenovergestelde richting van fundamentele signalen: ze kopen vooruitlopend op kredietverlagingen en verkopen vooruitlopend op kredietverhogingen. De onderzoekers concluderen dat hun bevindingen kunnen verklaren

waarom kleine beleggers vaak de meerderheid vormen van de schuldeisers bij grote faillissementen. Het onderzoek heeft ook mogelijke implicaties voor de regelgeving. De studie concludeert namelijk dat ontijdige ratingaanpassingen leiden tot extra kosten voor retailbeleggers.

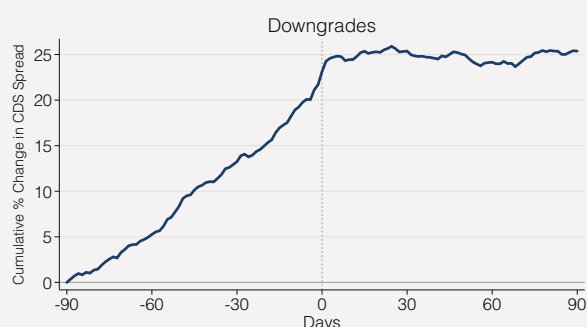
### Tot besluit

Uit nieuw onderzoek blijkt dat ratings altijd traag worden aangepast. Sterker nog, ze zijn eerder contraire indicatoren als het gaat om toekomstige koersontwikkelingen. Beleggers doen er verstandiger aan naar andere data te kijken om een idee over de toekomst te vormen, bijvoorbeeld actuele CDS-spreads en yields. Dat wil niet zeggen dat ratings meteen onbruikbaar zijn. Voor grote beleggers blijven ze voor andere zaken van belang, zoals governance, transparantie van de beleggingsportefeuille en benchmarks. Ook bedrijven kunnen dankzij ratings toegang krijgen tot de kapitaalmarkten en tot beoordeling van de huidige balans. Maar voor de toekomstige balans moeten beleggers dus, nadrukkelijk gesteld, naar andere data kijken. ■

#### Bronnen

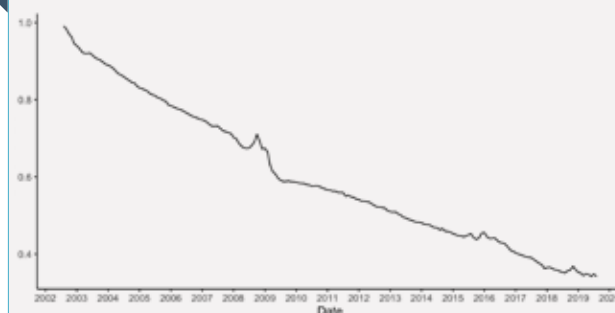
Retail Bond Investors and Credit Ratings, Ed de Haan, Jiacui Lib en Edward M. Wattsc, juni 2021  
Empirical research on corporate credit-ratings: A literature review, No. 2013-003, discussion paper, Matthies, Alexander B.  
CDS Momentum: Slow-Moving Credit Ratings and Cross-Market Spillovers, Jongsub Lee, Andy Naranjo en Stace Sirmans, februari 2021.

FIGUUR 2: CDS SPREAD VÓÓR RATING DOWNGRADES



Bron: CDS Momentum: Slow-Moving Credit Ratings and Cross-Market Spillovers, februari 2021.

FIGUUR 3: CUMULATIEF RENDEMENT 'BUY-SELL IMBALANCE PORTFOLIOS'



Bron: Retail Bond Investors and Credit Ratings, juni 2021

# Zonnige toekomst voor direct lending

Institutionele beleggers beschouwen private credit – en dan in het bijzonder direct lending – als een steeds belangrijkere beleggingscategorie. Met de heropleving van de markt voor fusies en overnames en mogelijk stijgende inflatie en rente wordt de beleggingscategorie alleen maar aantrekkelijker.

Door Joost van Mierlo

Dat is de stellige mening van Howard Sharp, Beheerder van de drie Europese direct lending-fondsen van Alcentra, een van de boutiques die deel uitmaken van BNY Mellon. Direct lending, het verlenen van kredieten aan ondernemingen via private partijen, dus niet via banken of bankconsortia, is in de Verenigde Staten inmiddels de gewoonste zaak van de wereld. Daar zijn reguliere banken terughoudender geworden als gevolg van de Savings & Loans Crisis van begin jaren negentig.

In Europa kwam de niet-bancaire kredietverlening pas na de Kredietcrisis van 2009/2010 van de grond. Er werden allengs tal van beperkingen opgelegd aan kredietverlening, waardoor het voor

banken minder aantrekkelijk of in sommige gevallen ronduit onmogelijk werd om kredieten te verstrekken. Het gat werd opgevuld door allerlei andere financiële instellingen. Alcentra behoort tot de grootste kredietverstrekkers in Europa. Volgens Sharp is er nog geen einde aan de groei.

Met het geringe rendement op staatsobligaties en de nauwe spreads bij andere obligaties worden direct lending-fondsen gezien als een aantrekkelijk alternatief. Ze zijn weliswaar minder liquide dan de reguliere Fixed Income, maar daar staat, aldus Sharp, een aantrekkelijke premie tegenover. Het past bovendien bij de langetermijnverplichtingen waar veel institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen, mee te maken hebben.

## Is de direct lending-markt hersteld van de COVID-19-crisis?

‘Er was in het tweede en derde kwartaal van 2020 sprake van een bijna verloren gegane periode van zes maanden. De markt voor fusies en overnames, die voor 90% van de hele direct lending-stroom zorgt, was immers volledig tot stilstand gekomen. De voornaamste activiteit was dat sommige ondernemingen aanvullende financiering nodig hadden.

Sinds het vierde kwartaal van vorig jaar is er duidelijk sprake van herstel. Het vertrouwen in de economie herstelde door het ingrijpen van overheden en het toenemende succes van vaccinaties. Er is in feite sprake van een versnelling van de groei van de markt. Dat wordt voor een deel veroorzaakt door de hoeveelheid dry powder, oftewel de hoeveelheid geld die private equity-partijen ter beschikking hebben om bedrijven over te nemen. Die wordt in Europa geschat op 415 miljard dollar. Er is een geschatte capaciteit van 85 miljard dollar bij private credit-partijen zoals Alcentra. Het betekent dat er een aanzienlijk tekort is als je ervan uitgaat dat overnames ongeveer 50/50 gefinancierd worden met aandelen en leningen.’

## Wat is er veranderd in de markt als gevolg van de pandemie?

‘Het is goed om te weten dat de meeste activiteiten van direct lending-partijen zich richten op B2B-ondernemingen. Die zijn minder hard geraakt door de pande-

mie dan B2C-ondernemingen. Dat geldt in elk geval voor de kredieten die wij verstrekken.

De leningen die wij verstrekken, hebben te maken met drie variabelen: prijsvorming, hoeveelheid schuld en governance. Om-trent de prijsvorming moeten we een onderscheid maken tussen de rente die we rekenen en de eenmalige vergoeding die we vragen bij het afsluiten van het krediet. De rentevergoeding lag voorafgaand aan de COVID-19-pandemie in Europa tussen 625 en 725 basispunten, waarbij de laatste vooral golden voor Britse transacties. Daarin zitten de swapkosten van pond naar euro verwerkt. De transactievergoeding lag indertijd tussen 275 en 325 basispunten.

De prijs is in het afgelopen jaar gedaald naar een rentevergoeding van tussen 550 en 650 basispunten. De transactievergoeding is relatief stabiel gebleven en ligt nu ongeveer tussen 250 en zeg maar 300 basispunten. Dat is het gevolg van een toenemend aantal partijen die zich op de markt richten. Het zijn allemaal financiële instellingen die geïnteresseerd zijn in het rendement dat deze vorm van beleggingen oplevert.

### Is het illiquide karakter van de beleggingen geen probleem?

‘Daar staat een vergoeding tegenover. Die is op dit moment ongeveer 300 basispunten bovenop de zogenoemde CS-WELLI (Credit Suisse Western European Leveraged Loan Index). Dit is een adequate vergoeding voor het liquiditeitsrisico. Je ziet nu trouwens een andere trend. In het verleden werden private credit en direct lending als alternatieve beleggingen beschouwd. Maar als gevolg van het lage rendement bij andere vormen van Fixed Income, alsook dankzij de maturiteit van de markt, worden deze beleggingen steeds meer gezien als een vorm van Fixed Income. Daardoor komt een veel groter deel van het beschikbare vermogen van institutionele partijen in aanmerking voor beleggingen in direct lending.’

### Zijn er nog andere veranderingen?

‘Naast de vergoeding, de zogenoemde economics van de overeenkomst, maken we ook een onderscheid tussen de hoeveelheid schuld die partijen hebben en



## CV

### Howard Sharp

Howard Sharp is Head of Origination, verantwoordelijk voor de sourcing en sponsor coverage van de direct lending-activiteiten van Alcentra in Europa. Hij was eerder werkzaam als Partner bij Park Square Capital, waar hij zich richtte op de mid-market direct lending-activiteiten. Sharp begon zijn financiële carrière als Graduate Trainee bij NatWest in 1987. Hij werkte verder voor RBS, Société Générale en GE Capital in Parijs en Londen.

de documentatie die we vereisen, ofwel de governance van de overeenkomst. Wat betreft de hoeveelheid schuld ten opzichte van transacties is er niet veel veranderd. De verhouding van 50/50 is ongeveer gelijk gebleven. Wat de governance betreft, zijn er in de loop van afgelopen jaar aanvullende eisen gesteld. De overeenkomsten die wij sluiten, hebben feitelijk allemaal beperkingen waar het gaat om de hoeveelheid schuld die een onderneming kan opnemen. Als deze voorwaarden worden gebroken, is dat aanleiding om rond de tafel te gaan zitten. Dat is het afgelopen jaar natuurlijk af en toe gebeurd, omdat voor sommige ondernemingen gold dat het bedrijfsresultaat, een van de variabelen bij de afspraken, voor enkele bedrijven enorm daalde. Als er nieuwe financiering nodig was, werden er aanvullende voorwaarden gesteld, veelal in de vorm van liquiditeitseisen. Ondernemingen moesten opnieuw komen onderhandelen als de hoeveelheid contanten, of de kredietfaciliteiten bij banken, onder een bepaald niveau kwamen.’

### Het klinkt niet alsof de duimschroeven enorm zijn aangedraaid.

‘Ons instinct is om ondernemingen te helpen. Dat is niet alleen onze eigen wens, maar ook die van onze beleggers. Het >

gaat om institutionele beleggers die niet alleen geld aan ons verstrekken, maar ook aan de ondernemingen die wij van kredieten voorzien. Ze hebben verschillende ijzers in het vuur en zijn vooral geïnteresseerd in een gezonde bedrijfsvoering. Voor ons is het cruciaal om te zien of er een geloofwaardig bedrijfsplan ligt, waarin rekening is gehouden met de veranderde economische omstandigheden. We zullen waarschijnlijk extra eisen stellen aan de documentatie, de governance, maar de intentie is om bedrijven bij te staan.’

### Wat zijn de belangrijkste gevaren op dit moment?

‘Iedereen spreekt op dit moment over de voorraadproblemen en de energiecrisis. Dat zijn natuurlijk zorgpunten, maar wij richten ons veel minder op cyclische sectoren zoals staal en cement, die nu hard geraakt worden door hogere energieprijzen. De tech- en healthcare ondernemingen in onze portefeuille zijn minder geraakt.’

### Maakt u zich zorgen om een stijgende inflatie?

‘Onze prijzen zijn gebaseerd op een marge bovenop een rekenrente. Als de inflatie stijgt, zal deze rekenrente stijgen en is de vergoeding voor onze beleggers hoger. Het is dus in principe positief voor onze beleggers. Alleen als de inflatie zover stijgt dat het problemen bij de ondernemingen veroorzaakt, is er een gevaar.’

### Dat ziet u voorsnog niet gebeuren?

‘Met het onderwerp inflatie gaat het direct ook om het beleid van centrale banken. Op een gegeven moment zullen ze hun opkoopprogramma gaan verminderen. Sommige ondernemingen hebben bovendien gebruikgemaakt van noodd kredieten die verstrekt zijn. Die moeten worden terugbetaald. Ze hebben prioriteit boven andere leningen, maar dit zijn meestal niet de ondernemingen waaraan wij leningen hebben verstrekt. We kunnen natuurlijk niet gemakzuchtig zijn, maar we zien ook hier geen enorm gevaar.’

### Waar zien jullie de meest voor de hand liggende kansen?

‘Binnen Europa was het Verenigd Koninkrijk traditioneel de grootste markt. Van alle leningen die we hebben uitstaan, komt 38% uit het Verenigd Koninkrijk.

Frankrijk is de tweede markt, met ongeveer 23%, en Duitsland volgt daarbij met tussen 15% en 20% van de markt.

De situatie in Duitsland wordt nog gedomineerd door familiebedrijven die traditioneel een sterke band hebben met de Landesbanken. Maar we zien dat er sprake is van verandering. In Duitsland en de Benelux – vooral Nederland en Vlaanderen, met ongeveer 10% van de totale markt – wordt nu ongeveer driekwart van de overnames gefinancierd met direct lending. Dat is een trend die ervoor zorgt dat onze portefeuille geografisch diverser wordt. We zien ook meer activiteit in Spanje en Italië, hoewel wij daar minder actief zijn.’

### Direct lending neemt in omvang toe. In hoeverre verandert dat de positie van partijen als Alcentra?

‘Van oudsher wordt het grootste deel van de transacties geïnstigeerd via zakenbanken. Die kloppen bij misschien wel dertig verschillende partijen aan om te kijken onder welke voorwaarden ze willen lenen. Het komt er feitelijk op neer dat er een selectieproces plaatsvindt waarbij voor ons nog net acceptabele voorwaarden worden geformuleerd, die uiteindelijk het meest aantrekkelijk zijn voor de kredietnemer.

Daar is niets mis mee. Maar wat we de laatste tijd vaker zien, is dat private equity-partijen waar we een relatie mee hebben, direct contact opnemen. Dat is mogelijk omdat we steeds meer funding ter beschikking hebben. We zijn inmiddels toe aan onze derde generatie fondsen met een omvang van € 6 miljard. In elk fonds zitten vijftwintig tot vijfendertig leningen. Aanvankelijk hadden die een omvang van maximaal € 100 miljoen, maar tegenwoordig kan dat veel hoger zijn. In de markt kan dit bijvoorbeeld wel € 1 miljard bedragen. Daardoor kunnen we veel meer overnames financieren. Als private equity-ondernemingen, of ondernemingen uit onze portefeuille, direct contact opnemen, kunnen wij gunstiger voorwaarden stellen, terwijl de transactie sneller kan worden afgewikkeld. En dat is in het voordeel van de onderneming. De verwachting is dat dit proces, waarbij het initiatief minder van zakenbanken uitgaat, alleen maar toe zal nemen.’ ■

‘Het is cruciaal om te zien of er een geloofwaardig bedrijfsplan ligt, waarin rekening is gehouden met de veranderende economische omstandigheden.’

## IN HET KORT

De direct lending-markt heeft zich goed hersteld van de COVID-19-pandemie. Het aantal fusies en overnames neemt sinds eind vorig jaar weer snel toe.

Direct lending wordt steeds vaker beschouwd als een Fixed Income-belegging. Dat heeft tot gevolg dat de geldstroom richting deze beleggingscategorie toeneemt.

Direct lenders als Alcentra verstrekken steeds vaker kredieten zonder tussenkomst van zakenbanken. Daardoor is de toekenning sneller geregeld en zijn de voorwaarden vaak aantrekkelijker.

# Distributie van beleggingsfondsen: marktverkenning door pre-marketing

**Er zijn nieuwe Europese regels op het gebied van grensoverschrijdende distributie van beleggingsinstellingen. Deze moeten een AIF-beheerder in staat stellen om te peilen of er belangstelling bestaat voor deelneming in een nieuw beleggingsfonds.**

Voor het aanbieden van (rechten van deelneming in) een beleggingsinstelling in een EU-lidstaat is in beginsel een vergunning vereist. Wat echter in de ene EU-lidstaat als aanbieden (marketen) kwalificeert, wordt in een andere EU-lidstaat gezien als een enkele reclame-uiting. In Nederland wordt in dit verband onder aanbieden verstaan (i) het doen van een voldoende bepaald voorstel tot het als wederpartij aangaan van een overeenkomst inzake een recht van deelneming in een beleggingsinstelling of (ii) het vragen of verkrijgen van gelden of andere goederen ter deelneming in een beleggingsinstelling. Van aanbieden in deze zin zal sprake zijn als de verstrekte informatie van dien aard is dat een belegger daarop een beleggingsbeslissing kan baseren en zich daadwerkelijk kan inschrijven. Uit een beleidsregel van de AFM blijkt dat van aanbieden in Nederland geen sprake is als de verstrekte informatie een ongeadresseerde uiting betreft, met alleen de naam en het logo van de beleggingsinstelling, een uiting die incidenteel aan een belegger wordt toegezonden, op zijn verzoek, of een weergave in media inhoudt van het prospectus, zonder dat daarbij inschrijvingsmogelijkheden worden getoond.

Om grensoverschrijdende distributie van beleggingsinstellingen te bevorderen, zijn er sinds kort nieuwe Europese regels van kracht die strekken tot harmonisering van de regels inzake het aanbieden van (rechten van deelneming in) beleggingsinstellingen. Deze nieuwe regels hebben onder meer betrekking op het verspreiden van reclame-uitingen voor alle typen beleggingsinstellingen, op door UCITS te treffen voorzieningen bij

grensoverschrijdend aanbieden, op grensoverschrijdend aanbieden aan niet-professionele beleggers door een AIF en op de-notificatie van een EU-paspoort door een UCITS of een AIF.

Het belangrijkste onderdeel van de nieuwe regels is echter de introductie van een definitie van pre-marketing. Onder pre-marketing wordt verstaan het verstrekken van informatie door een AIF-beheerder over beleggingsstrategieën of -ideeën aan professionele beleggers met de bedoeling om na te gaan of deze beleggers belangstelling hebben voor rechten van deelneming in een beleggingsinstelling, zonder dat er sprake is van aanbieden en dus zonder dat er een vergunningplicht ontstaat. Dit brengt mee dat een AIF-beheerder een professionele belegger in beginsel vrijblijvend kan informeren omtrent deelneming in een nieuw beleggingsfonds zolang de verstrekte informatie geen aanbod of uitnodiging inhoudt om in te schrijven en de documentatie geen finaal karakter heeft.

Met de introductie van het concept van pre-marketing wordt meer duidelijkheid geschapen over wat precies als aanbieden kwalificeert. Daarmee worden de verschillen tussen de diverse EU-lidstaten op dit punt verkleind. Opmerkelijk is dat elke inschrijving door een belegger binnen 18 maanden nadat de pre-marketing is aangevangen, wordt beschouwd als het resultaat van een aanbieding waarvoor een vergunning nodig is. Gedurende deze periode zal de AIF-beheerder dus geen beroep kunnen doen op reverse solicitation. De regels inzake pre-marketing gelden alleen in relatie tot professionele beleggers. Gezien de reikwijdte van de AIFMD is dat logisch. Echter, gegeven het feit dat het AIFMD-regime in Nederland ook wordt toegepast op aanbieding aan niet-professionele beleggers, had het voor de hand gelegen als dat bij de implementatie ook zou zijn bepaald voor de regels inzake pre-marketing. ■



Door **Prof. Mr. W.A.K. Rank**, Advocaat bij NautaDutilh te Amsterdam en Hoogleraar Financieel Recht aan de Universiteit Leiden

# Not an option – the leveraged finance disclosure imperative

The willingness of companies to provide ESG disclosures could increasingly influence their cost of capital. As stewards of capital, it is our fiduciary duty to push for greater ESG disclosure.

By Jonathan Butler

PGIM Fixed Income views ESG risks and opportunities for all its strategies through two separate but related prisms. First, our Fundamental Credit Ratings fully integrate our assessment of how ESG factors impact credit quality. The analysis of ESG factors is part of our fundamental credit assessment and is included in our internal credit ratings. Credit analysts focus on ESG issues in the same way as they would focus on other credit risks and opportunities.

Under the second prism, we use our ESG Impact Ratings to assess how issuers impact the environment and society, regardless of whether we think that these impacts are material to their credit risk. Many negative and positive impacts directly translate into credit risks or opportunities and they are captured under our ESG Impact Ratings and our Fundamental Credit

Ratings. However, there are some that do not yet have any material financial implication. Those impacts are potential red lights for emerging risks and the issuer's position and direction of travel on ESG.

We believe that our ESG Impact Ratings add value to our credit research by offering analysts and portfolio managers a more holistic, forward-looking perspective of an issuer and the long-term sustainability of its business. Additionally, our ESG Impact Ratings are particularly important for clients looking to invest based on ESG criteria.

## A framework for change

Unfortunately, the leveraged finance sector remains a laggard when it comes to ESG disclosures, particularly in the case of the leveraged loan market, which is a long way behind. As an example of the



**Jonathan Butler**

Head of European  
Leveraged Finance,  
PGIM Fixed Income

scope of the challenge, we have compared third-party ESG data coverage for our global high yield, investment grade portfolios and leveraged loan portfolios (Figure 1). The analysis demonstrates significant gaps in reliable disclosures in the leveraged finance sector, with the loan market looking particularly weak.

In many instances, particularly in the case of private loans, gaining access to management is the easiest during debt marketing events, but it can be challenging to have an in-depth ESG discussion given the time constraints of such interactions. We would welcome more engagement by companies, private loan as well as public bond issuers, on ESG issues throughout their lifecycle.

While we are seeing some general improvements in the



## SUMMARY

We see a critical need for improved disclosures in the high yield and leveraged loan markets.

Rather than an option, ESG disclosures are a business imperative for companies and a regulatory requirement for many investors. Companies that decline to provide disclosure face a higher cost of capital.

A standardised framework can help guide disclosures. All companies — public or private — should disclose at least a basic level of ESG information.

understanding of ESG issues, some issuers are still less prepared to provide ESG disclosures to investors. Non-disclosure will steadily divert lender capital, which will in turn increase the cost of debt and hurt the businesses. This ESG disclosure requirement is intensifying through legislation and becoming a standard lender requirement.

If companies proactively assess and disclose their material ESG risks and opportunities as well as their key environmental and social impacts, they can offer consistent, timely responses while reducing the inefficiencies that come with answering questions from individual investors.

### Basic level of ESG information

We believe that companies, via their lead arranging banks, should disclose a basic level of ESG information along the following guidelines:

1. Identify and disclose financially material ESG risks and opportunities for the business.
2. Identify and disclose key impacts that a company's business activities have on the environment and society. These could be positive or negative and would differ depending on the nature of the business. There may be a significant overlap between material risks and negative impacts,

which are not always the same, nor are positive impacts and business opportunities, which can also overlap.

3. Disclose material ESG risks and impacts in the annual report and accounts. Describe mitigation and management measures taken to address ESG risks and key negative impacts. Indicate where ESG factors and trends lead to new business opportunities or where there is a scope for positive contributions to the environment and society. Highlight those developments in the annual report and accounts with commentary on actions taken or planned.
4. Provide as much data as possible on ESG risks and impacts. Investors need evidence that strategies and policies are being implemented. Quantitative data also support peer comparison, modelling and portfolio analytics.
5. Focus on ESG factors that are relevant and important for the industry, company and supply chain. For environmental factors, include GHG emissions, pollution, water withdrawal, waste generation, biodiversity loss, et cetera. On the social side, these factors could consist of workforce-related issues (for example occupational health and safety, diversity and inclusion), product/customer-related issues (such as product

safety, data privacy and security), or value chain-related issues (for example human rights violations). On the governance side, key issues include ownership structures and controls, corporate governance, investor rights and credit protections as well as business conduct issues.

A standardised framework can help guide such disclosures. We support standards developed by the Sustainability Accounting Standards Board (SASB)<sup>1</sup>, the recently launched guidance on ESG disclosure by the European Leveraged Finance Association (ELFA)<sup>2</sup>, as well as the ESG Questionnaires and frameworks launched by the Loans Syndication and Trading Association (LSTA)<sup>3</sup>, ELFA and the Loan Market Association (LMA).<sup>4</sup>

### Looking to the future

As investors increasingly look to mitigate ESG risk exposures and safeguard the long-term sustainability of their potential investments, issuers and shareholders need to recognise the growing link between the cost of capital and ESG. ESG standards and disclosures are no longer a 'nice to have' for company reports. They are now a business and regulatory imperative and need to be integrated into standard reporting. As we conduct our proprietary analysis and engage with issuers, there is an increasing onus on companies to provide greater disclosures. ESG requirements are increasing. We are keen to work in partnership to address these issues. ■

FIGURE 1: RECOGNISING THE SCOPE OF THE CHALLENGE

Portfolios % AIV with:	Third Party ESG Ratings Coverage	GHG Intensity Data Coverage (Reported and Estimated)	GHG Intensity Coverage Using Reported Data
PGIM Fixed Income Representative Investment Grade Bond Portfolio	94%	94%	74%
PGIM Fixed Income Representative High Yield Bond Portfolio	71%	70%	30%
PGIM Fixed Income Representative Global Loan Portfolio*	8%	8%	4%

Source: PGIM Fixed Income, as of February 2021. The above information is shown for illustrative purposes only and is not inclusive of all ESG potential issues and engagement. ESG ratings are subject to change without notice.

\* Coverage is for 82% of the portfolio comprised of loans.

1 Sustainability Accounting Standards Board <https://materiality.sasb.org/>

2 The European Leveraged Finance Association <https://elfainvestors.com/wp-content/uploads/2021/01/Guide-for-Company-Advisers-to-ESG-Disclosure-in-Leveraged-Finance-Transactions.pdf>

3 The Loans Syndications and Trading Association <https://www.lsta.org/content/the-lsta-issues-first-esg-disclosure-tool-for-corporate-loan-market-participants-press-release/>

4 The Loans Syndications and Trading Association <https://www.lsta.org/news-resources/the-dawn-of-a-new-era-for-esg/>

#### Disclaimer

For professional investors only. All investments, involve risk and possible loss of capital.

# Beleggingen gevraagd om circulaire ketens te sluiten

De transitie naar een circulaire economie vraagt om zowel publieke als private investeringen. Naast subsidies en andere stimuleringsmaatregelen is er behoefte aan geduldig privaat kapitaal voor zowel de ontwikkeling als de opschaling van circulaire technologische innovaties en circulaire businessmodellen. Dat dit kansen biedt voor Nederlandse pensioenfondsen, betoogde het Sustainable Pension Investments Lab al eerder in twee kennispapers.

Door Jolanda de Groot

Toch is het aantal circulaire beleggingen in Nederland nog beperkt. Onderzoekers Rens van Tilburg van Sustainable Finance Lab en Sustainable Pension Investments Lab, en Willem Schramade van het Erasmus Platform for Sustainable Value Creation willen uitzoeken hoe dit komt en handvatten bieden om barrières voor institutionele beleggers zoveel mogelijk weg te nemen. In aanloop naar dit onderzoek gaan ze in gesprek met Philip Tan van vermogensbeheerder Polestar Capital en Jacqueline Duiker van VBDO over het belang van en de uitdagingen bij beleggingen in de circulaire economie.

## Waarom is de Nederlandse circulaire economie relevant voor beleggers?

**Rens van Tilburg:** ‘De circulaire economie heeft als doelstelling om grondstoffen zo optimaal en zo lang mogelijk te gebruiken. Het streven is om economische groei los te koppelen van grondstoffengebruik en om geen afvalstromen meer te hebben. Dit heeft twee voordelen. Allereerst wordt Nederland minder afhankelijk van de import van grondstoffen en producten uit andere regio’s. Daarnaast draagt een circulaire economie bij aan het realiseren van de klimaatdoelstellingen. Op dit moment is namelijk circa 62% van onze CO<sub>2</sub>-uitstoot terug

te leiden naar de ontginning en de productie van materialen en producten. In een circulaire economie zijn de emissies door hergebruik en recycling significant lager. Bovendien biedt de transitie zowel Nederlandse bedrijven als beleggers in deze bedrijven kansen voor langdurige waardecreatie.’

**Philip Tan:** ‘Nederland staat wereldwijd bekend als een hotspot voor de circulaire economie. Door onze hoogwaardige kenniseconomie, een gunstig ecosysteem voor innovaties, efficiënte afvallogistiek en industriële infrastructuur is Nederland zeer goed gepositioneerd om koploper te zijn en te blijven in de productie van circulaire en bio-based materialen. De technologieën en bedrijfsmodellen van circulaire productiebedrijven zijn over het algemeen schaalbaar, maar ook asset-heavy, waardoor ze relatief grote bedragen aan geduldig kapitaal nodig hebben. Hier passen investeerders bij met een lange beleggingshorizon die kennis hebben van de Nederlandse markt.’

‘Het streven is om economische groei los te koppelen van grondstoffengebruik en om geen afvalstromen meer te hebben.’

## Is de Nederlandse circulaire economie al klaar voor investeringen?

**Willem Schramade:** ‘We zien dat de circulaire economie een steeds populairder thema wordt. In het Regeerakkoord van 2017 kwam het woord ‘circulair’ zeer beperkt voor en had het geen centrale

plek in de verduurzaming van onze economie. Er waren maar twee vermeldingen in het zeventig pagina's tellende document. In het recente beleidsstuk op hoofdlijnen van de VVD en D66 neemt de transitie naar een circulaire economie een prominente plaats in. Het betreft zes vermeldingen, gemeten over dertien pagina's.

De transitie wordt beschreven als een cruciale sleutel om de klimaatdoelstellingen van het Akkoord van Parijs te halen. De afgelopen jaren is er dan ook een sterke toename geweest op het gebied van stimulerend beleid, financiële prikkels en wet- en regelgeving. Zo zijn bijvoorbeeld op Europees niveau een Green Deal en klimaatplannen gepresenteerd waarin de circulaire economie prominent naar voren komt. Hierdoor zal de circulaire economie in Nederland naar verwachting zeer snel gaan groeien, waardoor ook de vraag naar circulaire investeringen toeneemt.

**Tan:** 'Wij zien als beleggers in private debt dat in de circulaire economie het aantal, de kwaliteit en de omvang van circulaire financieringsaanvragen toeneemt. De markt voor circulaire projecten volgt naar onze verwachting de energietransitie met zeven tot tien jaar vertraging. Waar wind- of zonneparken nu gemeengoed zijn geworden bij financiers, worden circulaire projecten dat de komende jaren. De uitdagingen zijn deels vergelijkbaar, bijvoorbeeld waar het gaat om de concurrentie met bestaande abiotische productie, en deels verschillend.

Waar duurzame energieopwekking in het verleden juist subsidie nodig had, beschikken circulaire projecten vaak over betere business cases en dus over een aantrekkelijk rendementsprofiel. De markt is jong, maar biedt bedrijven en beleggers juist daardoor unieke beleggingskansen. Er zijn inmiddels dan ook enkele partijen op het terrein van venture capital, private equity en private debt die zich specifiek richten op circulaire beleggingen in Nederland. Deze worden nog nauwelijks gefinancierd door institutionele beleggers.'

### Waarom is er institutioneel geld nodig voor de transitie naar een circulaire economie?

**Tan:** 'De overheid en aan de overheid gerelateerde beleggingsfondsen bieden meestal slechts een gedeeltelijke financieringsoplossing, zoals bijvoorbeeld het pro rata 'matchen' van private investeringen gedurende de beginfase. Er is privaat kapitaal nodig om de eerste toepassingen van een circulair business-

model te realiseren. Dat is een fase waarin banken meestal nog niet kunnen acteren.

Daarbovenop is kapitaal nodig voor verdere opschaling in fases waar geen publieke financiering voor beschikbaar is. De beschikbaarheid van privaat kapitaal is daarmee cruciaal voor het realiseren en versnellen van de transitie naar een circulaire economie. Nederlandse institutionele beleggers met een duurzame focus kunnen een deel van het benodigde kapitaal bieden binnen het door hen geëiste risico-rendementsprofiel.'

**Van Tilburg:** 'Diverse Nederlandse financiële instellingen hebben een ambitie uitgesproken om te investeren in de transitie naar een circulaire economie. Nederlandse banken alloceren inmiddels in toenemende mate gelden naar circulaire ondernemers, maar door pensioenfondsen wordt nauwelijks meer in de circulaire economie belegd dan enkele jaren geleden. En dat terwijl het Nederlandse pensioenvermogen, met een waarde van zo'n € 1700 miljard, een interessant potentieel biedt om in de financieringsbehoefte van deze transitie te voorzien.

Pensioengeld zoekt langetermijnrendementen, die via op de circulaire economie gerichte projecten kunnen worden gerealiseerd. Aanvullend wordt vanuit DNB in toenemende mate gekeken naar de exposure van financiële instellingen, waaronder pensioenfondsen, naar lineaire risico's. Denk aan de afhankelijkheid van kritieke grondstoffen. Een extra reden om in de circulaire economie te beleggen. Allocaties door pensioenuitvoerders lijken in de praktijk nog niet van de grond te komen, ondanks het feit dat een aantal pensioenfondsbesturen zich heeft gecommitteerd aan circulaire doelstellingen.'

**Schramade:** 'Hierbij kunnen factoren een rol spelen die ook remmend werken bij het beleggen in social entrepreneurs, zoals de relatief beperkte omvang van projecten, het ontbreken van trackrecords en contextspecifieke uitdagingen die opschaling moeilijk maken. Het kan dan uitdagend zijn om aan de selectiecriteria van institutionele beleggers te voldoen.'

### Hoe kijken institutionele beleggers aan tegen beleggingen in de circulaire economie?

**Jacqueline Duiker:** 'Enkele pensioenfondsen en verzekeraars hebben de circulaire economie opgenomen als thema in hun duurzaam beleggingsbeleid. Wat betreft beleggingen in aandelen of obligaties in



**Rens van Tilburg**

Directeur, Sustainable Finance Lab aan de Universiteit Utrecht



**Willem Schramade**

Fellow en Onderzoeker, Erasmus Platform for Sustainable Value Creation



**Philip Tan**

Directeur, Polestar Capital



**Jacqueline Duiker**

Senior Manager Sustainability & Responsible Investment, VBDO

beursgenoteerde bedrijven willen beleggers graag weten wat bedrijven doen op bijvoorbeeld het gebied van recycling of het verminderen van afval om uiteindelijk een circulaire waardeketen te realiseren. Om dat goed te kunnen beoordelen, hebben ze specifieke informatie nodig.

Zo blijkt bijvoorbeeld uit VBDO-onderzoek, dat in 2015 onder 52 Nederlandse beursgenoteerde bedrijven werd gedaan, dat de meeste aandacht uitgaat naar het reduceren van afval bij de productie. Het betreft 65% van de bedrijven. Minder dan een kwart van de bedrijven heeft, zonder een indicatie te hebben gegeven van de opbrengsten, een circulair businessmodel geïmplementeerd. Minder dan de helft, zo'n 44%, stelt eisen aan de circulaire prestaties van toeleveranciers. Dergelijke informatie kunnen beleggers gebruiken bij het bepalen van de allocatie naar een onderneming en/of voor engagement met een onderneming.'

### Welke barrières zijn er bij beleggen in de circulaire economie?

**Duiker:** 'Als het gaat om private markten, kom je meer in de sfeer van impactbeleggingen. Hierbij gaat het ook vaak om innovatie en relatief kleine projecten. En hoewel iedereen het erover eens is dat innovatie noodzakelijk is, schuurt dit nogal eens met de focus die institutionele beleggers leggen op lage kosten en risicoreductie op de korte termijn.'

Uit in 2014 verricht VBDO-onderzoek kwamen diverse belemmeringen voor impact investing naar voren. Deze hadden te maken met een gebrek aan data, maar ook met eisen die beleggers stellen ten aanzien van bijvoorbeeld trackrecords, beleggingshorizonten en de schaal van de beleggingen. En in het verlengde daarvan: het ontbreken van een markt om de discrepantie in schaal en expertise tussen de belegger en de projecten te coördineren. Ten slotte werd ook het gebrek aan kaderstelling voor een duurzame economie vanuit overheid en toezichthouder als een barrière ervaren.

Hoewel deze bevindingen niet actueel zijn en er inmiddels natuurlijk veel is gebeurd, richt de aandacht zich de laatste jaren sterk op klimaatverandering. Maar we kunnen deze thema's niet los van elkaar zien en ook niet achtereenvolgens adresseren. Nu is het moment, ook voor de financiële wereld, om

**'Er is privaat kapitaal nodig om de eerste toepassingen van een circulair businessmodel te realiseren. Dat is een fase waarin banken meestal nog niet kunnen acteren.'**

een circulaire reële economie te realiseren bij de allocatie van ons aller kapitaal.'

**Van Tilburg:** 'In algemene zin zijn er diverse uitdagingen te overbruggen voor institutionele beleggers. Deze kunnen worden ingedeeld in vier categorieën:

1. Interne kaders: het niet aansluiten van circulaire economie beleggingen bij interne processen en procedures.
2. Externe kaders: knellende kaders vanuit regelgeving en toezicht.
3. De markt: onduidelijkheid over kansen en risico's in de huidige markt.
4. Impact: onbekendheid met hoe de circulaire economie bijdraagt aan duurzaamheidsdoelstellingen van pensioenfondsen en pensioenuitvoerders.'

### Hoe kunnen deze barrières worden overbrugd?

**Van Tilburg:** 'Het begint met het bekend worden van de kansen en risico's van circulaire businessmodellen en beleggingen. Deze kennis lijkt nu voornamelijk te liggen bij een gering aantal koplopers die de afgelopen jaren actief hebben belegd in deze markt, maar is nog beperkt aanwezig bij institutionele beleggers zoals pensioenfondsen.'

Er lijkt nog veel zendingswerk te moeten worden verricht voor de interne risico- en beleggingsteams. Daarnaast zien we dat de pensioenfondsen ambities uitspreken, maar dat deze nog in geringe mate vertaald worden in de strategische plannen waar uitvoerders mee moeten werken.

Vanuit Sustainable Finance Lab werken wij daarom aan een onderzoek naar de barrières voor institutionele beleggers, zodat wij hen daarna hopelijk praktische handvatten kunnen bieden waarmee zij op korte termijn aan de slag kunnen om hun circulaire ambities in praktijk te brengen. Wij roepen pensioenfondsen dan ook op om contact op te nemen en gezamenlijk te verkennen hoe beleggen in de circulaire economie wél kan. De deur staat open.' ■

## IN HET KORT

De transitie naar een circulaire economie maakt Nederland minder afhankelijk van import en draagt bij aan het realiseren van de klimaatdoelstellingen.

Het onderwerp is de afgelopen jaren hoger op de agenda van Nederlandse en Europese beleidsmakers komen te staan.

Nederlandse institutionele beleggers kunnen een deel van het benodigde kapitaal bieden.

Gebrek aan data en eisen ten aanzien van trackrecords, beleggingshorizonten en schaal kunnen belemmeringen vormen.

Meer kennis en onderzoek kunnen helpen deze belemmeringen te overbruggen.

# Het uitsluiten van Defensie in ESG-beleid, een gotspe?

**In het jaar 410 plunderde Alarik, leider van de Visigoten, de stad Rome. Deze nederlaag betekende het begin van het einde voor het West-Romeinse Rijk, een imperium dat al zo'n tweehonderd jaar vrede binnen zijn rijksgrenzen kende. Toen was al duidelijk: elk politiek en/of rechtssysteem heeft voor zijn instandhouding voldoende fysieke macht nodig.**

De Romeinen hadden dit principe onvoldoende gepraktiseerd. Is dit in West-Europa nu wederom het geval? En wat is de relatie met de ESG-politiek van beleggers?

ESG-charters zijn sterk gericht op het realiseren van een menswaardiger samenleving, waar geen plaats is voor zaken als corruptie, klimaatverslechtering en dergelijke. De meeste ESG-charters van zowel families als institutionele beleggers sluiten beleggen in oorlogsmateriaal in meer of mindere mate uit. In een recente publicatie van Barron's wordt vermeld dat uit data van Morningstar blijkt dat in vrijwel alle ESG-charters aerospace en defense industry als een 'negative' wordt aangemerkt. Nog geen 2% (!) van de fondsen staat beleggen in deze industrieën toe. Ergo, in een democratie die vrijelijke definiëring van ESG-charters toestaat, wordt defensie als niet gewenst beschouwd. Enigszins hypocriet?



Door **Thijs Jochems**,  
Adviseur en Private  
Investor

In een van de interessantste boeken die ik ooit heb gelezen, 'The Secret of Our Success' (2015), beschrijft Professor Joseph Henrich, Docent Human Evolutionary Biology aan Harvard University, hoe de interactie tussen cultuur en biologische evolutie plaatsvindt. Revolutionair in zijn benadering is dat hij de biologische evolutie gedreven ziet door cultuur. Oftewel, de instituties die een cultuur kenmerken, zijn overwegend bepalend voor de biologische evolutie. Het uitgangspunt van Henrich is dat mensen worden gedreven door het streven naar dominantie en macht.

Deze kijk op de ontwikkeling van de mensheid, waarin culturele instituties bepalend zijn voor de (biologische) ontwikkeling van het menselijke ras en zijn samenlevingen, vertoont een verrassende overeenkomst met wat Daron Acemoglu en James Robinson in 'Why Nations Fail' (2012) schrijven. Deze twee economen waren zeer geïnteresseerd in het waarom van zowel het ontstaan als het voortbestaan van de 'inequality' tussen en binnen landen. Zij geven een voorbeeld dat als een rode draad door het boek loopt. Dat voorbeeld is het stadje Nogales, dat voor de ene helft in de Verenigde Staten en voor de andere helft in Mexico ligt. Het welvaartsverschil tussen de twee helften van Nogales is enorm. De verklaring die Acemoglu en Robinson hiervoor geven, is gelegen in de verschillen tussen de instituties in Mexico en de VS. In het verleden hebben elites in Zuid-Amerika door machtsuitoefening een politiek systeem gecreëerd dat ongelijkheid bevordert. In de VS heeft de ontwikkeling van de instituties tot meer welvaart en een minder ongelijk verdeelde samenleving geleid. In de visie van Acemoglu en Robinson zijn het de politieke instituties die bepalend zijn voor zowel economische ontwikkeling als de verdeling ervan en niet andersom. Macht is daarbij een zeer bepalende factor bij de totstandkoming én het behoud van wat er is.

De vrijheid die we in de westerse democratieën hebben om onze ESG-charters te definiëren naar onze eigen inzichten en die, binnen toegestane grenzen, te 'enforcen', is een groot goed. We lijken in ons streven naar een menswaardiger samenleving wel wat doorgeschoten door defensie en de financiering ervan zo ongeveer uit te sluiten in de ESG-charters. Aandacht in de ESG-charters voor het behoud van de democratische rechtsstaat en defensie als een noodzakelijke voorwaarde daarvoor zou in ieder geval op de instemming van de inwoners van het voormalige West-Romeinse Rijk kunnen rekenen. ■

# OUTLOOK FIXED INCOME

Is de 'post-COVID-19-periode' inmiddels aan- gebroken? Of bevinden we ons, de corona- besmettingen indachtig, nog in het oog van de storm? In economisch opzicht staan in ieder geval veel seinen op groen en vertonen aandelenbeurzen knallende cijfers. Voor obli- gatiebeleggers blijft het evenwel sappelen.

Het ruime monetaire beleid van centrale banken is tot nu toe niet vaarwel gezegd, de rente niet noemenswaardig gestegen en opwaartse druk op die rente lijkt ver weg. Obligatie-inkomsten zijn nog immer pover.

Tegelijkertijd stijgen de energieprijzen, nemen personeelstekorten toe en worden productie-

processen duurder. Wat doet dit voor de inflatie? Voor de economische groei? Hoe reageren centrale banken?

Het zijn vragen die niet alleen voor obligatie- beleggers relevant zijn. Toch wordt juist in die sector elke beweging nauwgezet gevolgd in de aanhoudende zoektocht naar rende- ment.

Waar liggen de grootste kansen voor obligatie- beleggers? En welke risico's liggen op de loer? Met die twee vragen richtten we ons tot enkele fixed income-specialisten uit binnen- en buitenland. Hun antwoorden zijn zonder meer boeiend. Doe er uw voordeel mee!

Door Esther Waal

## Richard Class

Managing Director, Portfolio Manager on the Global Fixed Income Team, Morgan Stanley Investment Management



### Waar en hoe moet u beleggen in vastrentende waarden?

Het sterke economische post-COVID-19- herstel werd ondersteund door zeer ruim fiscaal en monetair beleid. Hoewel centrale banken zich over het algemeen aan dit beleid hebben gecommitteerd, vormt een hogere en hardnekkige inflatie een bedreiging. Daarnaast zijn vastrentende waarden in de afgelopen anderhalf jaar sterk gestegen. Hoe kun je in zo'n omgeving beleggen?

Laten we eerst eens kijken naar het duratierisico. Na meer dan tien jaar van zeer lage inflatie bieden de rentecurves van staatsobligaties nu onvoldoende compensatie als de inflatiedynamiek normaliseert. Tegelijkertijd zijn de looptijden van obligatie-benchmarks toegenomen doordat kredietnemers hun looptijdprofielen hebben verlengd. Als gevolg hiervan kan een benchmarkgerichte strategie ertoe leiden dat er meer duratierisico wordt genomen in een tijd waarin dit risico onvoldoende wordt beloond. In deze omgeving kan een

flexibele en benchmark-agnostische strategie beter presteren.

Voor wat betreft bedrijfsobligaties zijn wij van mening dat een actieve benadering van zowel sector- als obligatieselectie van cruciaal belang is. De pandemie heeft onze overtuiging op dit punt versterkt. Kredietmarkten worden gedreven door de strijd tussen ingeprijsde waarderingen en sterke fundamentals. Wij geven de voorkeur aan default risico boven credit market beta, via obligaties met een hoger rendement en een kortere looptijd. We denken dat consument-gerelateerde sectoren binnen securitized markten kansen bieden en dat er waarde is te behalen in bepaalde segmenten in opkomende markten.

Tot slot zijn wij van mening dat ESG-integratie van essentieel belang is. Ons beleggingsproces bestaat uit een combinatie van uitsluitingen, een rigoureuze bottom-up analyse en engagement om impact te maken en duurzame doelstellingen te behalen.

'Wij geven de voorkeur aan default risico boven credit market beta.'



## Hans Copini

Principal Fund Manager Fixed Income, MN

‘Herfinanciering van de schuldenberg tegen hogere renteniveaus kan tot grote problemen leiden.’

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

De gevolgen van de wereldwijde pandemie worden pijnlijk zichtbaar. Hoewel de groei wereldwijd is aangetrokken, zijn er grote verstoringen in de mondiale productie- en aanvoerketens. Er is een groot tekort aan materialen en personeel. Dit heeft tot forse prijsstijgingen geleid en met de stijging van de energieprijzen lijkt hier nog geen einde aan te komen. Doordat de prijsstijgingen aanbodgedreven zijn, zetten zij een rem op de economische groei. Dit levert centrale banken een dilemma op. Enerzijds zou men de rente gelijk moeten houden of zelfs moeten verlagen als de groei verder inzakt, anderzijds moet een inflatoire dreiging bedwongen worden door een renteverhoging. Men kan zich trouwens afvragen of een dergelijke renteverhoging effectief is. Een ander, misschien wel groter probleem is de opgelopen schuldenberg tijdens de

pandemie als gevolg van de enorme fiscale steunpakketten. Herfinanciering van deze schulden tegen hogere renteniveaus kan tot grote problemen leiden bij zowel landen als bedrijven en particulieren. Om tijd te winnen en de rente vooralsnog ongewijzigd te laten, benadrukken centrale bankiers het tijdelijke karakter van de inflatiestijging. Daarnaast zullen eerst de steunaankopen langzaam verminderd worden voordat het rentewapen wordt ingezet. Zo kan men observeren hoe de markt hierop reageert.

### Waar en hoe moet je op dit moment in fixed income beleggen?

Gegeven de vooruitzichten verwachten we weinig tot geen rendement vanuit obligaties. Hypotheekleningen met niet al te lange looptijden geven ruim 1% extra rente ten opzichte van Nederlandse staatsleningen en lijken een veilige belegging. Verder zouden inflatie-obligaties een optie kunnen zijn.

## Sander Huizinga

Senior Investment Manager Fixed Income, PGGM



### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

Gezien de zeer krappe credit spreads, in combinatie met een verwachte verdere stijging van de rentetarieven, zijn kansen binnen bedrijfsobligaties momenteel een stuk schaarser dan bedreigingen. Aangezien kredietopslagen op vrijwel alle bedrijven momenteel lager liggen dan voor de pandemie, lijken bedrijfsobligaties in algemene zin relatief duur. Wel bieden kwalitatief hoogwaardige high yield-bedrijven een aantrekkelijkere vergoeding dan bedrijven met een lage investment grade rating. De gemiddelde credit spread op BBB- obligaties is namelijk zo'n 65 basispunten, terwijl dit voor BB+ bedrijven bijna het drievoudige is. Dit verschil is deels te verklaren door de opkoopprogramma's van de Europese Centrale Bank, die zich beperken tot bedrijven met een BBB- rating of hoger. Een andere potentiële kans betreft het kopen van sommige

nieuwe emissies waarop nog aantrekkelijke premies worden aangeboden. Vooral wanneer dit obligaties met een hoger risicoprofiel qua looptijd of subordiatie betreft of als het om bedrijven gaat waarvan de obligaties niet door de ECB worden gekocht.

Ten aanzien van bedreigingen ligt het voornaamste risico in de inflatoire druk die momenteel zichtbaar is in diverse grondstoffenprijzen. Wanneer dit centrale banken ertoe aanzet versneld hun monetair beleid aan te passen, dan zal de opwaartse druk op de rente de rendementen op obligaties verder onder druk zetten. Ook zien we dat bedrijven, nu het coronavirus meer naar de achtergrond verdwijnt, bereid zijn hun reserves weer in te zetten voor overnames en het terugkopen van aandelen, waardoor het risicoprofiel van deze bedrijven verslechtert. Voorzichtigheid blijft dus voorlopig troef in de obligatiemarkt.

‘Het voornaamste risico ligt in de inflatoire druk die momenteel zichtbaar is in diverse grondstoffenprijzen.’



## Maurice Kemper

Directeur, AF Advisors

‘Gelukkig bestaat de obligatiemarkt niet enkel uit staatsobligaties.’

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

Ontegengesteld zijn de rendementsverwachtingen voor staatsobligaties niet rooskleurig. In de vijfjaarsprognoses, die asset managers traditiegetrouw in deze maanden publiceren, staat een jaarlijks negatief rendement voor Europese staatsobligaties ingetekend. Komt de dalende trend van de rente eindelijk tot een ommekeer? Dit zou goed nieuws zijn voor institutionele beleggers met langlopende verplichtingen, zoals pensioenfondsen en levensverzekeraars.

Gelukkig bestaat de obligatiemarkt niet enkel uit staatsobligaties. Er zijn immers vastrentende categorieën die de impact van een stijgende rente deels kunnen compenseren met een hogere rentevergoeding. Kredietwaardigheid en illiquiditeit bepalen in hoge mate het verschil tussen wel of niet in staat zijn een hogere rentevergoeding te bieden. Particuliere hypotheek, private bedrijfsleningen en geborgde leningen voor woningcorporaties, zorginstellingen of gemeenten zijn enkele categorieën die een aantrekkelijkere risicorendementsverhouding kennen dan staatsobligaties met een vergelijkbare rating.

Pensioenfondsen kunnen, onder voorwaarden, kiezen voor het gebruik van het transitie-FTK. Dit overgangsregime biedt, door het vervallen van de VEV- en MVEV-vereisten, mogelijkheden om de beleggingsportefeuille robuuster en met een beter risico-rendementsprofiel in te richten. Categorieën die momenteel een hoge solvabiliteitsopslag kennen door het ontbreken van een ratingklasse, of AAA-obligaties die in tegenstelling tot Euro AAA-staatsobligaties wel een opslag hebben, kunnen interessant zijn.

Overheidsgerelateerde obligaties (SSA - Sovereign, Supranational and Agency) zoals leningen van de Nederlandse Waterschapsbank (NWB), vallen onder de laatste categorie. Deze obligaties hebben in het FTK een hogere solvabiliteitsopslag dan vergelijkbare Nederlandse staatsobligaties, terwijl verschillende ratingorganisaties een AAA-rating aan de NWB hebben toegekend en de Nederlandse staat voor 17% eigenaar is. Hiermee kan een extra rendement van enkele tientallen basispunten worden gerealiseerd, terwijl het risicoprofiel beperkt wijzigt. Pensioenfondsen met ruimte in hun risicobudget profiteren uiteraard nu al van het hogere rendement. Meerdere pensioenfondsen hebben deze kans, met onze hulp, gegrepen.

## Nicola Mai

Portfolio Manager, PIMCO

### Where and how should you invest in fixed income at the moment?

We adopt a patient and flexible approach to investing given elevated market valuations – in both fixed income and equities. In terms of fixed income spread products, we overweight risk, but in a selective way, focusing on specific sectors and securities. Among the sectors we like housing (especially non-agency mortgages in the United States), financials, and parts of the service sector which benefit from the ongoing economic re-opening. In terms of duration, the recent rise in yields makes sense given the ongoing economic recovery and inflation volatility. On balance, however, our view is that rates will remain low, given depressing

forces like demographics and inequality, and given our expectation that inflation will moderate ahead.

Elsewhere, we see selected opportunities in Emerging Markets, which offer higher yields, but positions should be scaled appropriately here given inflation and interest rate volatility. Finally, in Europe we see the potential for a more stable policy environment, given European Central Bank support and improved fiscal cooperation with the creation of the European Union Recovery Fund. Though relatively low from a historical perspective, we see some value in BTP spreads at the current juncture.



‘Our view is that rates will remain low, given depressing forces like demographics and inequality.’





## Sonja Laud

Chief Investment Officer, LGIM

'We don't think investors can ignore fixed income.'

### Where and how should you invest in fixed income at the moment?

Bonds have been almost the perfect investment for the past 30 years: they provided income in the good times and protected portfolios when recessions hit. But now bond income is paltry, while many central bankers have run out of ammunition during the COVID-19 crisis and need to hike before they can cut again. It also appears that future recessions will be fought with government handouts, stoking inflation fears.

But we don't think investors can ignore fixed income. What are the alternatives? Equities have performed well given the backdrop of falling yields, rising debt and accelerating economic growth. But this support is eroded if yields rise. Perhaps investors can look at inflation protection like commodities or index-linked bonds, but these assets already look handsomely valued. Cash? Yields are even worse than

bonds and inflation would also bite into returns.

Instead, we favour optimising fixed income allocations. This could involve higher yields from steeper yield curves as we believe these still could compress if the world faces a new economic downturn. China and South Korea have interested us here in recent months. Another option is to extend credit risk into areas that still offer compensation, such as Emerging Market Debt. Or moving to less liquid, but still highly rated assets, potentially earning an illiquidity premium. This includes quasi-sovereign and sub-sovereign debt, such as regional governments.

Having said this, these options all involve adding risk to your portfolio in order to generate higher yields, suggesting that investors might have to face lower risk-adjusted returns in the future.

## Iain Stealey

Chief Investment Officer within the Global Fixed Income, Currency and Commodities (GFICC) group, J.P. Morgan Asset Management



### Waar en hoe moet je nu beleggen in fixed income?

Met de heropeningsgolf in het tweede kwartaal hebben we de maximale impuls voor de economische activiteit waarschijnlijk wel achter de rug, maar de kans is groot dat de groei de komende tijd boven trendmatig blijft doordat de wereldeconomie herstelt van de COVID-19-pandemie. Centrale banken zullen hun uitzonderlijke accommoderende beleid dat ze sinds vorig jaar voeren hierdoor moeten afbouwen. Hoewel dat een langzaam en weloverwogen proces wordt, zal het leiden tot een uitdagende omgeving voor traditionele vastrentende waarden, aangezien de obligatierentes waarschijnlijk gaan stijgen.

Deze omgeving opent de deur voor een flexibelere benadering om obligatieposities te beheren. Als de rentes stijgen, is het zinnig om geen of zelfs een negatieve positie in kernstaatsobligaties te hebben en

een lage algemene rentegevoeligheid te behouden. Intussen ogen bedrijven zeer gezond: de winsten blijven aantrekken, de leverage neemt af en er zijn nauwelijks wanbetalingen. Het probleem voor beleggen in bedrijfsobligaties blijven de waardeeringen, met hoofdindex-spreads die nu op de laagste cyclische niveaus liggen. We vinden het echter geen probleem om af te dalen qua kredietkwaliteit en kapitaalstructuur (hybride bedrijfsobligaties, achtergesteld bankkapitaal, high yield), gezien de sterke balansen van bedrijven. Hoewel we geen aanzienlijke verkrapping van de spreads verwachten, is er nog genoeg rente om het risico te compenseren.

Het lijkt misschien een moeilijke periode voor fixed income, maar het is niet raadzaam om de beleggingscategorie volledig te negeren. Wie met een flexibele benadering zoekt naar waarde, kan namelijk nog steeds kansen ontdekken.

'We vinden het geen probleem om af te dalen qua kredietkwaliteit en kapitaalstructuur.'



## Amy Kam

Senior Portfolio Manager EMD, AVIVA Investors

‘EM corporates can offer better protection to portfolios from rising interest rates.’

### Where and how should you invest in fixed income at the moment?

We think Emerging Market corporate debt is a particularly attractive asset class at present. Historically, the EM corporate debt asset class has often been overlooked by investors, partly due to its relative immaturity as an asset class and historical lack of understanding of the characteristics of the asset class relative to EM sovereigns and Developed Market credit. We believe that the asset class offers quality corporate issuers, low default rates, attractive yields and protection from rising interest rates.

EM Corporate fundamentals compare favourably to developed market peers with EM Corporates benefiting from lower leverage and higher cash balances. Whilst there has been a significant increase in DM corporate leverage over the last 10 years, leverage within EM corporates has

not increased to the same extent. Despite having stronger fundamentals, EM Credit has tended to trade at discount to similarly rated DM credits. In part this premium can be explained by the difficulty that comes with assessing not only the ability of issuers to repay debt, but also their willingness to repay the consistent cheapness of EM vs DM credit spreads, which can be viewed as an overestimation of this risk.

EM Corporate bonds tend to be lower duration than their developed market peers, which, combined with higher spreads, means that EM corporates can offer better protection to portfolios from rising interest rates. Within the EM credit space our current preference is for issuers that will benefit from the global economic recovery, such as Commodity, Transport and Industrial sectors.

## Marco Teunissen

Senior Portfolio Manager, Cardano

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

Renteniveaus zijn lange tijd laag gebleven. Door stijgende inflatie en inflatieverwachtingen zien we de rente in voornamelijk lange looptijden nu iets oplopen. De ECB lijkt echter geen renteverhogingen te willen en kunnen doorvoeren en blijft vasthouden aan het beeld van een slechts tijdelijke opleving van inflatie. Ondertussen blijft de ECB obligaties opkopen. Het PEPP nood-opkoopprogramma heeft een einddatum, maar kan worden vervangen door een verhoging van het inmiddels reguliere APP-opkoopprogramma, wat een verdere stijging van de renteweerstand kan bieden.

In dit scenario van stijgende inflatie en een druk op de rente zijn inflatie-gerelateerde obligaties, inflation-linked bonds,

de meest interessante belegging. Indien de inflatiestijging van tijdelijke aard blijkt, kan de rente in lange looptijden weer snel het dalende pad inzetten. Als we kijken naar relatieve waarderingen, dan zien we dat SSA's (staatsgerelateerde obligaties en supranationals) en staatsgegarandeerde onderhandse leningen aantrekkelijker zijn dan staatsobligaties met vergelijkbare looptijden. Ondanks de 'search for yield' en stijgende interesse in illiquide beleggingen is er nog steeds compensatie aanwezig voor deze minder liquide obligaties, zonder dat concessies nodig zijn in kredietwaardigheid.

Tot slot, de compensatie voor risico in bedrijfsobligaties ligt nog steeds op een laag niveau. Een neerwaartse aanpassing van groei(verwachtingen) zou voor deze categorie slecht uit kunnen pakken.



‘In dit scenario van stijgende inflatie en een druk op de rente zijn inflation-linked bonds de meest interessante belegging.’



## Harry Sugiarto

Managing Director Multi-Asset Credit Strategies,  
Intermediate Capital Group

‘Obligatiebeleggers riskeren verlies als ze falen in hun begrip van de toekomst.’

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

Beleggen gaat, tot op zekere hoogte, over het voorspellen van de toekomst. Vandaag de dag is die toekomst hoogst onzeker: hoe zullen we leven, reizen, werken en consumeren na de pandemie? Zijn de huidige trends van voorbijgaande aard of juist meer permanent? De bedrijven waarin we investeren, worden op verschillende manieren aan de post-pandemie-periode blootgesteld. De ‘werk vanuit huis’-winnaars tegen de ‘we gaan weer naar kantoor’-winnaars geven ons verschillende toekomstbeelden die inconsistent met elkaar kunnen zijn. In sommige gevallen lenen bedrijven zwaar op basis van een bepaald toekomstbeeld,

terwijl de kredietmarkt vaak bereidwillig is. Maar de kredietmarkt kan het niet in elke situatie juist hebben.

Obligatiebeleggers riskeren verlies als ze falen in hun begrip van de toekomst en kunnen geld uitlenen tegen een visie die uiteindelijk inaccuraat kan blijken te zijn. Dat is een bedreiging. Het is ook een kans voor beleggers die de juiste kredietkeuzes maken om het kapitaal van beleggers te beheren, maar die ook in een positie zijn om assets te kopen tegen lagere waarderingen als de toekomst meer duidelijk is. We kunnen één ding met zekerheid zeggen: in tijden van onzekerheid is het selecteren van de juiste credits heel belangrijk.

## CONCLUSIE

Flexibiliteit lijkt voor obligatiebeleggers het toverwoord te zijn. Een flexibele, actieve en misschien ook benchmark-agnostische opstelling is van belang om de juiste credits te selecteren, zo volgt uit de betogen van de door ons geraadpleegde fixed income-experts. Ze zijn vrij eensgezind in hun verwachtingen ten aanzien van de rente. Die zal laag blijven. Mócht er opwaartse druk komen onder invloed van stijgende inflatie, dan zal die volgens de experts door de centrale banken snel de kop in worden gedrukt.

Waar liggen dan tóch de kansen? Die zijn er genoeg, zo stellen de experts ons gerust. Maar over de gebieden waar die kansen liggen, zijn ze minder unaniem. Emerging Markets corporate bonds worden het vaakst genoemd, gevolgd door meer illiquide overheidsgerelateerde obligaties

en inflatie-gerelateerde obligaties, hoewel een enkeling aangeeft dat die laatste categorie al redelijk overgewaardeerd is. Ook genoemd zijn hypotheekleningen met niet al te lange looptijden.

Voor het selecteren van de juiste credits kijken de experts graag breder naar de markt. Ze moeten immers een inschatting maken van trends. Hoe zullen we leven, reizen, werken en consumeren na de COVID-19-pandemie? Hoe moet de enorme schuldenlast worden afgebouwd en welke rol spelen centrale banken daarbij? Wat is de impact van demografische ontwikkelingen en politieke onrust?

Hoewel voorzichtigheid geboden blijft, lijkt er wel consensus te zijn om de asset class niet te negeren. Zolang het toverwoord maar onthouden wordt.

# ESG brengt extra rendement mee

Tijdens de afsluitende paneldiscussie op het seminar 'Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars' van Financial Investigator werd verkend hoe rendement, prudentie en duurzaamheid optimaal kunnen worden gecombineerd in de beleggingsstrategie van een verzekeraar.

Door Baart Koster Fotografie Ruben Eshuis Photography



Dagvoorzitter Pim Poppe blikt bij aanvang van de paneldiscussie over ‘Rendement versus Balansvolatiliteit’ terug op de presentaties van eerder die middag over ESG, balansvolatiliteit, regulering en de verhouding tussen private en public equities en loans. Wat is de discussiedeelnemers opgevallen en wat nemen ze van de middag mee? Voor Jack Julicher, Chief Investment Officer bij a.s.r. vermogensbeheer, liggen de take aways voornamelijk besloten in de geschetste uitdagingen waarvoor verzekeraars zich gesteld zien. Daar horen volgens Julicher een aantal relevante vragen bij die tijdens het seminar aan de orde kwamen. Bijvoorbeeld: is inflatie een game changer? En hoe kun je je balans daartegen beschermen? Tevens stelt Julicher vast dat de zoektocht naar rendement het afgelopen jaar een worsteling is gebleken. Dat in de presentaties op verschillende wegen naar dat rendement werd gewezen, beschouwt hij dan ook als positief. Hij wijst op de relatie tussen rendement en kapitaalcreatie. De boodschap voor een verzekeraar is volgens Julicher dat de beleggingen worden afgestemd op de verplichtingen en dat je moet streven naar optimalisatie van het rendement ten aanzien van de SCR (Solvency Capital Requirement).

**Meer illiquide assets, gelijkblijvende balansvolatiliteit**

Raymond de Kuiper is Consultant bij Munich Re en gespecialiseerd in verzekeringen en kapitaal/balansoplossingen voor pandemierisico's en de financiële gevolgen daarvan. Hem valt op dat tijdens het seminar het accent op kapitaaloptimalisatie lag. Ook brengt hij de frequente verzoeken van verzekeraars en vermogensbeheerders aan regelgevers om gunstige kapitaaleisen in herinnering. Daarbij benadrukten verschillende sprekers in hun presentaties dat investeringsrendement altijd gekoppeld is aan ESG. De Kuiper stelt de vraag hoe de volgende stap eruit moet zien. Hij spreekt daarbij van een tussenstap tussen kapitaal- en verzekeringsmarkten. ‘Verplichtingen zijn de benchmark. Daar komt dus ook een verzekeringsrisico bij. De complexiteit van de gehele operatie is vooral op het conto te schrijven van die verzekeringsrisico's.’

Gerard Moerman, Chief Investment Solutions Officer bij Aegon Asset Management, plaatst allereerst een kritische noot bij de titel van de paneldiscussie.

Moerman gelooft namelijk niet dat rendement tegenover balansvolatiliteit staat. ‘Beide kunnen hand in hand gaan. Dat is al gebleken uit de verschillende voorbeelden die vanmiddag besproken werden.’ Moerman ziet dat ook wanneer hij kijkt naar Nederlandse hypotheek of andere illiquide asset classes. ‘Als je die toevoegt aan je balans, dan verbetert de prestatie van je beleggingsportefeuille bij hetzelfde kapitaalbeslag en een gelijkblijvende balansvolatiliteit. Daarom hebben verzekeraars ook veel Nederlandse hypotheek op hun balans staan.’ Voor hem is het dus niet een kwestie van of/of, maar van en/en. Overigens wél onder de voorwaarde dat je ‘goed je huiswerk moet doen om dit ook werkelijk te realiseren’. Moerman steekt ten slotte zijn waardering voor de aan ESG geschonken aandacht niet onder stoelen of banken. ‘ESG is een brug die we overgestoken zijn en waarover we niet meer terug kunnen. We moeten op de ingeslagen weg verder en het is goed te zien dat we zo snel bewegen.’

**Update van Solvency II**

Hadrien Sag, Insurance Specialist EMEA bij Allianz Global Investors, constateert dat intensief wordt nagedacht over strategieën, optimalisatie van kapitaalbeslag en begunstigende kapitaalposities voor verzekeraars en dat er focus is op volatilitetsaanpassingen. Zijn aandacht gaat echter uit naar de laatste Solvency II-update van 22 september. Volgens Sag wordt het boeiend om te volgen hoe verschillende beleggingsstrategieën zich zullen ontwikkelen nu we in zijn woorden ‘ bezig zijn het prudentiële raamwerk middenin het spel te veranderen’. Zelf typeerde de Europese Commissie de wijzigingen van deeltjes van het Solvency II-regelgevingsraamwerk als een evolutie in plaats van een revolutie. Sag heeft daar echter bedenkingen bij. ‘Als je kijkt naar hoe de balansen van verzekeraars reageerden na de uitbraak van de COVID-19-pandemie in het eerste kwartaal van vorig jaar, dan kun je zeggen dat die van alle kanten werden aangevallen. Kijk bijvoorbeeld naar de shock in equity spreads, het effect op overlijdensrisico en de toegenomen in- en verkoop van verzekeringsproducten, en dat alles dan gecombineerd met de operationele complexiteit die erbij kwam kijken. Ik denk dat geen risicomanager ter wereld in staat was geweest om een dergelijke stresstest voor de verzekeringsbalansen te bedenken.’



**VOORZITTER**

Pim Poppe

Lead Consultant,  
Probability & Partners

Sag stelt vast dat er qua balansmanagement nog huiswerk te doen is. Niettemin hebben volatiliteitsaanpassingen gewerkt en heeft de Europese verzekeringssector gedurende de COVID-19-crisis zijn veerkracht en soliditeit bevestigd. Uiteraard zijn er altijd nog zaken te verbeteren, zoals het aandelenrisico en het kalibreren daarvan. Maar die worden door de laatste Solvency II-update geadresseerd, meent hij.

### ESG helpt rendement

Als de kop eraf is, lanceert Poppe de voor een belangrijk deel op ESG gerichte publieksvragen. Vanuit beleggersoptiek zou dat geen extra rendement brengen. Hoe overtuig je portefeuillemanagers er dan van om daar toch hun focus op te leggen? Moerman denkt niet dat je klanten ervan zou moeten willen overtuigen om links of rechts te gaan. 'Het gaat er volgens mij om je beslissingen te baseren op je investment beliefs. Als het maken van daadwerkelijke impact én het genereren van maximaal rendement daar onderdeel van uitmaken, moet je aan het werk met de vraag: welke van de twee heeft voorrang qua focus?'

Ga je voor optimale ESG-scores en kijk je welke rendementen je onder die restrictie nog kunt realiseren? Of kies je voor een minimale ESG-score en probeer je onder die conditie je rendement te optimaliseren? Je investment beliefs bepalen wat daarbij je uitgangspunt is, betoogt Moerman, waarbij de hamvraag volgens hem moet luiden: start je bij rendement of bij ESG-impact? Of kies je wellicht voor de derde weg en probeer je een optimale afweging te zoeken waarbij rendement en ESG beide maximaal gediend zijn?

Voor Julicher is de vraag niet ingewikkeld. Ieder weldenkend mens weet wat hem betreft wat er in de wereld aan het gebeuren is. Wil je de planeet leefbaar houden voor je kinderen, dan zul je volgens hem dus iets moeten doen. Intern hoefde hij zijn collega's bij asset management dus niet te overtuigen. Julicher laat vervolgens de lucht uit het spanningsveld tussen rendement en ESG lopen door erop te wijzen dat er vele positieve voorbeelden zijn van een harmonieus samengaan van beide. 'Wij zien vaak dat beleggingsrendementen niet slechter, maar zelfs beter zijn bij een gelijkblijvend risicoprofiel. Rendementen lijden dus absoluut niet onder op ESG gerichte beleggingen, integendeel zelfs.' Julicher schetst vervolgens de contouren van de daarbij behorende beleggingsstrategie. Het is volgens hem zaak om voor een gefragmenteerde, gedetailleerde beleggingsbenadering te kiezen, waar ESG en rendement integraal onderdeel van uitmaken en om onder andere te zorgen voor de nodige diversificatie, ook binnen asset classes.

Hoe er internationaal tegen ESG wordt aangekeken, verschilt nogal in De Kuipers waarneming. 'We praten met klanten over de hele wereld. Anders dan in Nederland, waar het voldoen aan ESG-criteria als een basis geldt voordat er überhaupt naar rendementen wordt gekeken, heeft ESG elders minder prioriteit.' Poppe beaamt dat. Hij ziet ook verschillen in beleggingsvisie op ESG, bijvoorbeeld tussen Europa en de VS.

Volgens Sag wordt ESG inmiddels door iedere financial erkend als belangrijk. De uitdaging zit in het feit dat er in Europa allerlei verschillende definities van ESG gehanteerd worden. Dat maakt ook de implementatie van ESG in klantportefeuilles tot een complex proces. 'Om dat goed te doen, kijken we naar implementatie, aanwezige data en klimaatmodellering als onderbouwing voor keuzes in de beleggingsmix, en dat afgezet tegen de verplichtingen op de balans.'

Sag vindt het positief dat de Europese Commissie aan begunstiging van zogenoemde green assets werkt. 'Het zou de implementatie van ESG enorm helpen wanneer het mogelijk wordt om ons SCR-kapitaalbeslag te verlagen voor specifieke ESG-assets en dat bovendien te kunnen doen op basis van vergelijkbare ESG-criteria die nu al gelden voor als



green assets aangemerkt infrastructurele investeringen.’

**Wat gaat inflatie doen?**

Eerder tijdens het seminar waren verschillende visies op inflatie en het managen daarvan te beluisteren. Poppe wil weten hoe de paneldeelnemers daar met een horizon van twee tot drie jaar naar kijken. Moerman verwacht dat de inflatie aanvankelijk gaat toenemen, maar dat die stijging binnen enkele kwartalen zal afzwakken. Een cruciale vraag die volgens Moerman op tafel hoort, is welke inflatie we nu eigenlijk meten. ‘Er is natuurlijk het consumentenprijsindexmandje, maar we zien ook de huizenprijzen de lucht inschieten, wat de huren opstuwt. Dat mag in de CPI-index dan wel weinig wegen, maar we zullen toch allemaal met die stijging moeten leven. Daarnaast hebben we met een inflatie van de prijs van financiële activa te maken.’

Zoals eerder tijdens het seminar werd opgemerkt, zijn veel centrale bankiers erop gebrand om de inflatie naar ongeveer 2% te laten stijgen zonder dat die stijging te ver doorschiet. ‘Centrale bankiers hebben al gezien dat ze hele diepe zakken hebben. Komen we dus op dat inflatiepeil terecht, dan zullen ze die diepe zakken zeker weer gaan gebruiken.’ Daarmee verwacht Moerman dat inflatie onder controle blijft.

Vervolgens vraagt Poppe om een heldere keuze. Over welk risico zijn de gespreksdeelnemers bezorgd: het klimaatrisico of het inflatierisico? Moerman piekert meer over het klimaatrisico. Julicher brengt een onderscheid aan tussen de korte termijn, waarop hij meer met inflatierisico bezig is, en de lange termijn, waarop klimaatrisico hem meer bezighoudt. Moerman ziet sowieso een prangende noodzaak om klimaatrisico snel aan te pakken. ‘Doen we dat namelijk niet, dan zal dat vanzelf een push aan inflatie geven. Omdat we tóch met transitiekosten te maken krijgen, lijkt het me verstandiger om die pijn eerder te lijden en zo effectiever aan een betere wereld bij te dragen.’

**Hele grote voornemens**

Voor hoeveel volatiliteit klimaatrisico op de balansen zal zorgen, hangt sterk af van het scenario dat werkelijkheid wordt, denkt Julicher. Aan een ordelijke transitie is tevens een lange termijn tot 2040 of 2050 verbonden. Onder die omstandigheden zal het klimaatrisico volgens hem enige volati-

liteit veroorzaken en krijgen we door de tijd heen met wat stranded assets te maken. Maar dat scenario hoeft wat hem betreft niet met veel inflatie gepaard te gaan. Julicher: ‘Een onordelijk scenario waarbij we opwarming tot maximaal 1,5 tot 2°C beperkt weten te houden, leidt tot meer volatiliteit en meer stranded assets. Maar de catastrofale situatie van een onordelijk 4°C-opwarmingsscenario zal een extreem hoge volatiliteit en veel stranded assets te zien geven. Daar zullen alle asset classes onder lijden en dit scenario zal voor iedere financial zeer ongunstig zijn.’

De recente geschiedenis heeft ons ook iets te zeggen, oppert De Kuiper. ‘Gedurende de COVID-19-crisis besloot de EU de target voor 2030 te zetten op een CO<sub>2</sub>-reductie van 55% ten opzichte van 1990. Langetermijndoelstellingen dienen mijns inziens in kleine stapjes te worden verdeeld. Met betrekking tot het klimaat zou ik persoonlijk meer denken aan climate & disaster, gegeven de weerbaarheid voor huidige en toekomstige pandemieën.’

Het is de deelnemers duidelijk dat het spanningsveld goeddeels schuilt in de grote onzekerheid waarmee klimaatverandering en corresponderende risico’s omgeven zijn. Poppe memoreert aan een klimaatrisico-stresstest waaraan de ECB 1.600 banken onderwierp. ‘Het idee was dat klimaatrisico stap voor stap je portefeuille in kruipt, maar zo zal het niet gaan. Pas wanneer ergens een orkaan woedt, zal duidelijk worden wat daarvan de impact is. Het financiële risico dat daaruit voortvloeit, zal veel groter blijken dan het directe risico van de orkaan. Dat gaat dus een bepalende factor worden die bovendien slecht voorspelbaar is. Het zal naar mijn verwachting in schokgolven over ons heen komen.’

Met betrekking tot de risico’s deelt Sag tot slot een verhelderend inzicht: ‘Gedurende het afgelopen decennium focusten we primair op investeringsrisico’s en was het de rol van regelgevers en toezichthouders om dat ook te doen. Maar de huidige focus op klimaatrisico’s en corresponderende regelgeving biedt de kans om het risico via impliciete volatiliteit te herbalanceren van de assetkant naar de verplichtingenkant van de balans en om te focussen op het fundamentele bestaansrecht van verzekeraars. Namelijk door risico’s te verzekeren en klimaatrisico’s en de klimaattransitie te begeleiden.’ ■

**IN HET KORT**

Balansvolatiliteit en rendement staan niet noodzakelijkerwijs tegenover elkaar. Ze kunnen ook hand in hand gaan.

ESG-gerichte investeringen brengen tegenwoordig vaak betere rendementen bij een gelijkblijvend risicoprofiel.

Het is daarbij zaak om voor een gefragmenteerde beleggingsbenadering te kiezen en portefeuilles breed te zorgen voor diversificatie, ook binnen asset classes.

Om langetermijndoelstellingen betreffende het klimaat te kunnen halen, dienen continu kleine concrete tussenstappen te worden genomen.

Voor een vruchtbaar debat over inflatieontwikkeling moet eerst goed worden vastgesteld welke inflatie we precies meten.

Bekijk hier de video’s van het seminar ‘Balansmanagement en Vermogensbeheer van Verzekeraars’.



# The necessary step: Public markets impact investing

Challenges have traditionally consigned impact investing to the realm of private markets, but private markets alone cannot provide the scale for impact investing to reach the heights required.

By Gerald Cartigny



**Gerald Cartigny**

Head of the Benelux Client Business, Goldman Sachs Asset Management

It has never been more important to re-assess the role of capital markets in creating value for society. It's estimated that as much as \$ 50-60 trillion could be required in green infrastructure investments to attain global Net Zero by 2050<sup>1</sup>, and approximately \$ 5 to \$ 7 trillion in annual spending may be necessary to achieve the UN SDGs.<sup>2</sup> This means that private markets alone cannot provide the scale for impact investing to reach the heights required. The developing public markets impact investing landscape, however, provides the opportunity to allocate capital at incredible scale and democratize access to a previously unattainable asset class. This can potentially transform businesses harnessing technology to lead their industries and catalyze progress towards achieving global sustainability goals.

The Global Impact Investing Network (GIIN) defines impact investing as specific investments made with the intention of generating a positive, measurable social and environmental impact alongside a financial return<sup>3</sup>. At its core, there are four key industry-accepted principles that provide a benchmark for impact investing.

But challenges around measurability and the limited number of public impact-focused businesses have traditionally consigned impact investing to the realm of private markets. Traditional barriers to public markets impact investing largely stem from two factors within these four themes.

## Assessing intention

Whether or not a company investment is classified as 'impact' can depend upon the intentions of the business. The broader scope of operations for many publicly listed companies can lead to questions around the true intentionality of management teams when it comes to pursuing impact (for instance, when a large consumer goods company launches a small female health business on the side to appear impact-driven). Due to the current lack of universal governance, investors are largely on their own when it comes to classifying companies. They may classify investments as impact if a certain percentage of company revenues is derived from products or services that provide a unique solution to social and environmental challenges today. But quantifying this revenue threshold is a significant challenge.

The Dutch life science business Koninklijke DSM is a fitting example in this context. It developed a cow feed supplement which can reduce methane emissions from cattle by approximately 30%. In a world where today's food and agriculture industry makes up around 20% of global green-

**FIGURE 1: FOUR CORE CHARACTERISTICS OF IMPACT INVESTING**





house gas emissions, this innovation represents a much needed and potentially highly impactful solution.<sup>4</sup>

However, generated revenues (and impact) from this particular business segment run close to nil, as the company is currently in the late stages of receiving regulatory approval for commercialization in the EU. This is one of many case studies demonstrating that blindly following revenues or current industry norms can present significant challenges when identifying and optimizing public markets impact investment opportunities.

**The challenges with evidence**

Another key factor when it comes to impact investing is evidence, meaning being able to accurately measure and report on the impact your capital investment has.

The ability to quantify impact has helped distinguish impact investing from more traditional thematic investing and has also been one of the reasons that it has, for many years, been focused primarily in private markets. On the private side, there can be more measurable outputs, generally with a clear and quantifiable goal that can be achieved by adjusting the investment size. Within public markets, however, the range of ‘impact-aligned’ investment opportunities has historically been more limited and, even where available, has additional complexity due to less transparency, which inhibits investors’ ability to accurately measure outputs.

Within our company, we have taken the view that we can best manage these limitations by investing the time and resources to engage with companies to receive impact data directly from the source. It is important to acknowledge that companies simply

might not be able to report on impact metrics, but we have found results to be generally robust at the company level and believe continuous dialogue will further improve and align impact data.

**The path forward**

It has been exciting to see the growth of the impact universe in public markets in recent years. More companies than ever before have a clearly articulated and intentional strategy focused on delivering change with a product or solution to help alleviate specific issues.

At the same time, retail investors demand for impact investing is rapidly growing. The public markets offer greater accessibility to the industry, providing entry into a space only previously accessible to high-net-worth and institutional investors. Similarly, as more capital flows towards impact-aligned public companies, they are recognizing that investors want better data and it is in their interest to provide reporting that allows for their impact to be quantitatively determined. In seeking to solve these potential issues of intention and evidence, we will be publishing our first annual impact report later this year, summarizing the key impact performance indicators (for instance, tons of CO<sub>2</sub> avoided/saved) across our strategy.

It may never be possible for public markets to offer the exact same level of transparency or breadth of opportunities as private markets. But the gap continues to narrow and impact investing in public markets is becoming more feasible and acceptable as a result. ■

**SUMMARY**

Due to a lack of universal governance and data, retail investors were largely on their own when it came to classifying companies and measuring impact, making the space consigned to the realm of private markets.

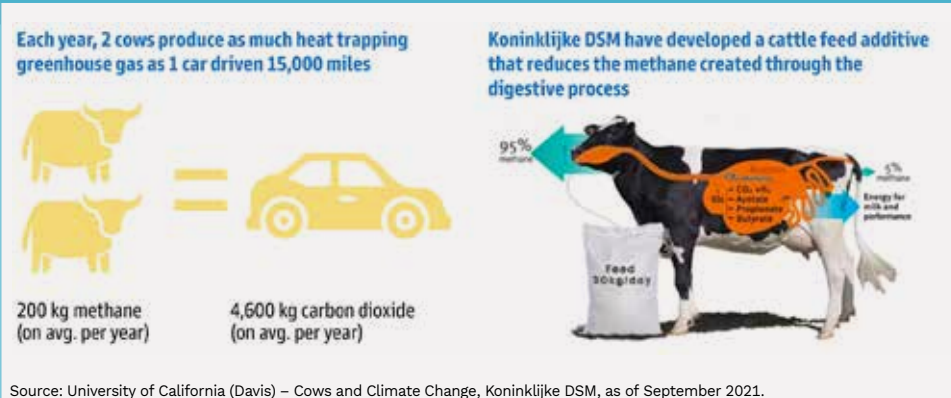
Recently, we have seen a shift as public companies are starting to offer transparency around data and intentional strategy, democratizing access to a previously unattainable asset class.

With new capital flows coming into the space, impact and reach will inevitably expand.

1 Source: Goldman Sachs Investment Research – Carbonomics: Introducing the GS Net Zero Carbon Models and Sector Frameworks  
 2 Source: World Bank Group – Understanding the Cost of Achieving the Sustainable Development Goals  
 3 Source: Global Impact Investing Network – Core Characteristics of Impact Investing  
 4 Source: Climate Watch, The World Resources Institute (2020).

**Disclaimer**  
 The economic and market forecasts presented herein are for informational purposes as of the date of this presentation. There can be no assurance that the forecasts will be achieved. Please see additional disclosures at the end of this presentation.  
 FOR PROFESSIONAL USE ONLY (WITHIN THE MEANING OF THE MIFID DIRECTIVE)- NOT FOR PUBLIC DISTRIBUTION. THIS DOCUMENT IS PROVIDED FOR SPECIFIC INFORMATION PURPOSES ONLY IN ORDER TO ENABLE THE RECIPIENT TO ASSESS THE FINANCIAL CHARACTERISTICS OF THE CONCERNED FINANCIAL INSTRUMENT(S) AS PROVIDED FOR IN ARTICLE L. 533-13-1, I, 2° OF THE FRENCH MONETARY AND FINANCIAL CODE AND DOES NOT CONSTITUTE AND MAY NOT BE USED AS MARKETING MATERIAL FOR INVESTORS OR POTENTIAL INVESTORS IN FRANCE.  
 Any mention of an investment decision is intended only to illustrate our investment strategy and is not indicative of the performance of our strategy as a whole. It should not be assumed that any investment decisions shown will prove to be profitable or any future investment decisions will be profitable or equal the performance of the investments discussed herein.  
 This material is a financial promotion disseminated by Goldman Sachs Bank Europe SE, including through its authorised branches (“GSBE”). GSBE is a credit institution incorporated in Germany and, within the Single Supervisory Mechanism established between those Member States of the European Union whose official currency is the Euro, subject to direct prudential supervision by the European Central Bank and in other respects supervised by German Federal Financial Supervisory Authority (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) and Deutsche Bundesbank.

**FIGURE 2: COWS AND CLIMATE CHANGE**





# Active decarbonisation is the solution

By Wim Groeneveld

We have less than 30 years to transition to a net zero carbon world. Investors, governments and society have a key role to play. 'Global decarbonisation will happen when mass adoption of all decarbonisation technologies becomes a reality', according to Velislava Dimitrova, Portfolio Manager at Fidelity International.

**Y**ou argue that most of the solutions that can enable global decarbonisation already exist today. What solutions should investors be thinking of?

'To reach net zero by 2050, we need to decarbonise every aspect of our lives. We prefer a broad range of decarbonisation themes, which includes alternative energy, e-work, e-health, alternative milk and meat, reuse platforms, building management solutions, insulation, cloud and clean transportation solutions.'

**Why is global decarbonisation not yet on the horizon?**

'The solutions that can enable global decarbo-

nisation almost fully exist today. Our analysis has concluded that more than 80% of decarbonisation can be achieved through wide scale adoption of these existing decarbonisation solutions, with the remaining 20% achievable through carbon capture technologies, carbon sinks and further technological innovation. However, despite the availability of these decarbonisation solutions, penetration and adoption rates are low as building scale takes a long time, and some are not yet economic.

Many decarbonisation solutions, such as renewables and industrial automation, are currently economic and operating at scale, but penetration is still low globally and we need ambitious target setting to accelerate their rate of adoption beyond the natural rate. Other solutions, at the upper end of the cost curve, such as green hydrogen and fuel cell vehicles, require significant additional investment to become economic. Global decarbonisation will happen when mass adoption of all decarbonisation technologies becomes a reality.'

**What role do investors, governments and society have to play in accelerating decarbonisation technology adoption rates to enable a net zero carbon society?**

'Investors have to drive the cost of capital of decarbonisation solutions down. Governments need to set ambitious targets. Society has to accelerate adoption of green technologies for us to transition to a net zero carbon world in the short timeframe we have.'

The cost of a net zero carbon society using current commercially available decarbonisation technologies at current prices, has a total price tag of \$ 144 trillion. This is because many decarbonisation solutions still have very low penetration while others are still nascent and expensive.

Investors have a key role to play in accelerating adoption rates and providing capital for decarbonisation technologies due to the vast amount of investment required. Accelerated adoption requires a further decline in technological costs, which is achieved by shareholders funding, helping to increase capacity, facilitating economies of scale and decreasing the cost of capital to fund low CO<sub>2</sub> solutions (as highlighted in Figure 1). All in all, this will improve the cost competitiveness of decarbonisation solutions, making them more affordable and superior to their carbon intensive counterparts.

Support of investors is only part of the solution. Governments and regulators have a key

role to play in supporting the transition by putting in place decarbonisation technology adoption targets, carbon taxes, subsidy programs and making decarbonisation policies more aggressive. Individuals have a crucial role as well, by making the right choices in their daily lives to support new low carbon solutions and being more consumption conscious.

**You state that active decarbonisation and not carbon avoidance is crucial to reach a net zero society by 2050. Could you explain what you mean by that?**

‘Carbon avoidance, such as focusing on companies with low scope 1 or 2 emissions, will have a limited impact on decarbonisation. Identifying and investing in companies with low scope 1 and 2 emissions will simply create a portfolio of inherently low carbon businesses – think of banks and internet companies – who may be monitoring and managing their own emissions. But these companies are doing little to address societal emissions. Carbon footprints ignore the societal impact that the company’s products have on global decarbonisation. They do not capture the positive impact that products – like insulation panels, wind turbines and reuse platforms – have around reducing carbon emissions. Many climate solutions companies prevent more carbon emissions than they generate from their operations (see Figure 2).

Aligning the world to a net zero scenario can be achieved by investing in the solutions and technologies that will drive a step change in the decarbonisation of society, as opposed to investing in low carbon footprints where the impact is minimal. We see carbon reduction, rather than carbon avoidance, as the heart of the philosophy.’

**What challenges do you see on the road to global decarbonisation?**

‘The main challenge on the road to global decarbonisation is the limited amount of time we have available. As we have less than 30 years to transition the world to net zero carbon emissions, we need to act fast and adoption rates need to be accelerated. To put this into perspective, full adoption of automobiles in the US took 90 years and full adoption of electric power took 47 years. We have less than 30 years to achieve full adoption of renewables, electric vehicles, and agricultural automation solutions, to name a few.

In addition, the adoption of decarbonisation technologies will present further challenges beyond the adoption of historic disruptive technologies for a number of reasons. The scale of investment across many different solutions and the scope of the problem we need to reverse, is unprecedented. It has taken us more than 150 years to get to the current dangerous level of emissions.

Whilst there are many decarbonisation solutions out there, not all of them are economic yet. Natural adoption rates are therefore not sufficient. Drastically accelerated adoption is essential to reduce net carbon emissions at scale and, as mentioned above, this is where investors, governments and society have a key role to play.’

**What is the risk to investors from decarbonisation of the global economy?**

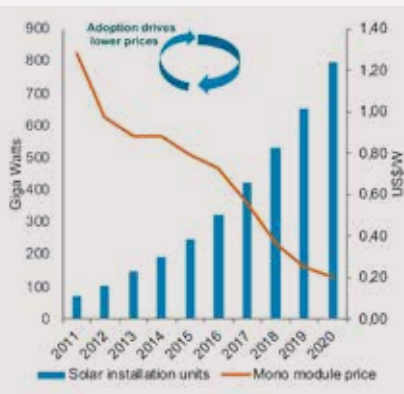
‘Global decarbonisation within such a short timeframe will transform many areas of our lives and will therefore disrupt many business models along the value chains of legacy solutions such as internal combustion vehicles, coal and gas power generation or animal protein, among others. Climate Solutions can help protect client portfolios from the decarbonisation risk by investing in the disruptors – the companies facilitating the transition to a zero carbon future.’



**Velislava Dimitrova**  
Portfolio Manager,  
Fidelity International

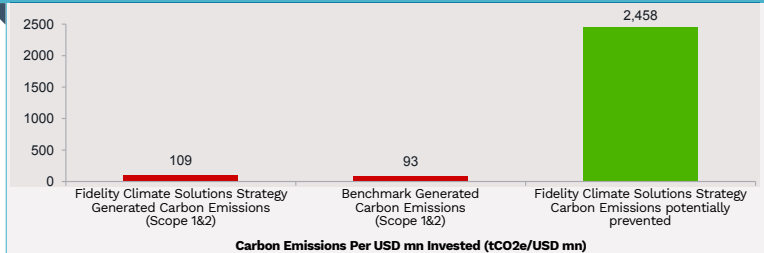
**Disclaimer**  
All rights in the Trucost data and reports vest in Trucost and/or its licensors. Neither Trucost, nor its affiliates, nor its licensors accept any liability for any errors, omissions or interruptions in the Trucost data and/or reports. No further distribution of the Data and/or Reports is permitted without Trucost’s express written consent. Based on data available for 100% of the portfolio and 100% of the MSCI AC World Index holdings as of 30 September 2021. Green bar represents Fidelity’s internal calculations and is for illustrative purposes only.

**FIGURE 1: ACCELERATED ADOPTION REQUIRES FAST DECLINE IN TECHNOLOGICAL COSTS**



Source: Fidelity International, Fidelity analyst estimates (2021).

**FIGURE 2: SOLE FOCUS ON CARBON FOOTPRINT IGNORES THE SOCIETAL IMPACT OF CLIMATE SOLUTION COMPANIES TO DECARBONISATION**



Source: Fidelity International, S&P Trucost Limited, as at 30 June 2021.

# Duurzame energie-transitie: volop mogelijkheden

Het IEA-rapport van mei jongstleden was een grote verrassing voor politici, klimaatactivisten, beleggers en de oliesector. Het rapport schetst een scenario met betrekking tot de vraag hoe in 2050 de CO<sub>2</sub>-uitstoot tot nul kan worden gereduceerd.

Door Foppe-Jan van der Meij en Carl Haarnack

Een van de belangrijkste aanbevelingen uit het rapport en tevens voorwaarde voor het halen van het Klimaatakkoord van Parijs is dat energiebedrijven vanaf 2021 alle nieuwe olie- en gasexploratieprojecten moeten stoppen om de opwarming binnen de perken te houden.

## Waarom gaat de transitie niet sneller?

De olie- en gassector blijft achter bij andere sectoren wat betreft het streven om in 2050 netto nul CO<sub>2</sub>-uitstoot te hebben.

Ondernemingen in deze sector willen bestaande olievelden niet voor een prikje weg doen (of door een andere investeerder laten overnemen, zodat er per saldo niets verandert). Een ander verhaal is de exploratie van nieuwe olie-

andere aandeelhouders en meer stringente regelgeving.

Dit hoeft niet ten koste te gaan van het rendement. In Figuur 1 is het rendement versus het ingezette kapitaal weergegeven. Dit is weliswaar slechts één variabele en de getoonde bedrijven verschillen onder andere in grootte, financiële strategie en activiteiten, maar het toont wel aan dat er kansen zijn om het rendement op investeringen in duurzame activiteiten op peil te houden.

Oliegiganten Shell, Total en Exxon hebben sinds 2009 gemiddeld een hogere Return on Capital (RoC) per jaar ten opzichte van nutsbedrijven. Nutsbedrijven laten een meer stabiele RoC zien. En belangrijker nog: de olie- en gasondernemingen laten de laatste jaren meer uitschietters naar beneden zien.

## Impact op de beleggingsportefeuille

Wij zijn van mening dat er niet in olie- en gasbedrijven moet worden belegd, tenzij deze bedrijven via engagement laten zien dat ze snel genoeg willen en zullen veranderen. Uitsluiting is wel

een laatste 'redmiddel', omdat je dan op het bedrijf geen noemenswaardige invloed meer kunt uitoefenen. Ook gaat dit ten koste van diversificatie en/of wordt extra rendement misgelopen.

De koolstofintensiteit en het gebrek aan verandering bij olie- en gasbedrijven is niet alleen een maatschappelijk probleem, maar ook een financieel risico. Wanneer de assets op enig moment moeten worden afgewaardeerd, beïnvloedt dit de waarde van die bedrijven en daarmee de terugbetalingscapaciteit (kredietwaardigheid). Het is daarom belangrijk om dit risico af te wegen tegen het gemis aan spreiding of extra rendement in de portefeuille.

Om dit inzichtelijk te maken, worden de Iboxx Corporates (Euro-obligaties van minimaal € 500 miljoen van zowel banken als bedrijven met een investment grade rating of hoger) als uitgangspunt genomen. De olie- en gassector vergelijken wij met de zogenaamde non-financials met een vergelijkbare rating en met nutsbedrijven. De vergelijking met de nutssector wordt hier wederom

FIGUUR 1: RETURN ON CAPITAL

	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	GEM
<b>O&amp;G</b>													
Royal Dutch Shell PLC	-6,87	6,68	9,13	5,50	2,58	1,73	6,81	7,65	12,95	15,68	11,46	8,02	6,78
TotalEnergies SE	-3,25	7,43	7,70	5,88	4,71	3,69	3,02	8,38	10,67	15,20	10,74	11,63	7,15
BP PLC	-10,98	3,14	6,55	2,70	0,75	-3,50	2,72	14,07	7,24	17,87	-1,99	13,16	4,31
Exxon Mobil Corp	-9,14	6,31	9,28	8,93	4,01	7,89	16,35	17,31	26,52	24,52	21,56	15,85	12,45
<b>Utilities</b>													
Iberdrola SA	5,05	5,32	5,19	5,23	5,08	5,02	5,10	5,40	6,30	6,39	6,45	6,92	5,62
Enel SpA	4,89	5,23	7,95	6,81	5,29	4,86	2,54	5,85	2,18	6,05	6,58	8,30	5,54
EDP - Energias de Portugal SA	5,44	4,98	4,90	7,05	6,22	6,25	6,05	5,85	5,96	6,49	5,92	6,31	5,95
Orsted AS	13,05	7,05	18,42	22,82	10,22	-9,18	-4,72	-0,11	-3,19	5,64	6,99	2,73	5,81

Bron: Bloomberg, Return on Capital.

gemaakt in verband met vergelijkbare projecten waarin zij actief is. De gemiddelde rating van nutsbedrijven is weliswaar lager, maar zij hebben in het algemeen een stabiele en voorspelbare kasstroom door de regulering. De rating is gemiddeld genomen wat lager in verband met de hogere leverage. Desalniettemin wordt deze sector als een relatief veilige categorie gezien.

Wat is de impact op de beleggingsportefeuille wanneer je niet belegt in de olie- en gassector en in plaats daarvan belegt in non-financials met een vergelijkbare rating of in nutsbedrijven? Het rendement vergelijken wij in Figuur 2.

De olie- en gassector (rating: A-) wordt sinds de uitbraak van de COVID-19-pandemie boven zowel de non-financials als de nutsbedrijven verhandeld, terwijl ze daarvoor ongeveer op een vergelijkbaar niveau werden verhandeld. Het verschil tussen olie- en gasbedrijven en bedrijven uit de nutssector was voor de uitbraak negatief door de lagere gemiddelde rating van nutsbedrijven. De eerste conclusie is dat circa 30 basispunten verloren gaan als beleggingen verplaatst worden van de olie- en gasbedrijven naar non-finan-

cialen met een vergelijkbare rating.

Is dat het complete beeld? Nee. Om een goede afweging te maken, moet ook worden gekeken naar de reden achter het verschil en de risicokarakteristieken.

Het verschil kan verklaard worden doordat:

- olie- en gasbedrijven meer cyclisch zijn. Daarom was de uitslag ook groter tijdens de eerste twee maanden van de COVID-19-pandemie;
- olie- en gasbedrijven een relatief hoog aandeel hybride (achtergestelde) obligaties hebben en een laag aandeel in start-ups of bedrijven die nieuwe producten of technologieën introduceren; en
- de karakteristieken van bedrijven uit de olie- en gassector afwijken. Bijna de helft van deze bedrijven bestaat uit de relatief veilige grote, vaak geïntegreerde bedrijven die de gemiddelde rating omhoog brengen en een stuk krappere handelen. Deze bedrijven hebben de macht en kunde om in kosten te snijden om ook bij een lagere olieprijs uit de rode cijfers te blijven. De rest van de bedrijven bestaat uit kleinere namen en toeleveranciers met een

lagere rating (en tegenover die hogere spread staat een hoger risicoprofiel).

De meer genuanceerde conclusie is dat er meer is dan het rendement, de spread en de rating. Een dieper begrip van de sector (verschillen) is daarom belangrijk. Wanneer je niet wilt beleggen in olie- en gasbedrijven vanwege de koolstofintensiteit (en de daaruit voortvloeiende risico's), betekent het niet perse dat rendement wordt opgegeven. Om de hogere spread op olie- en gasbedrijven te compenseren, kan worden gekozen voor een grotere allocatie naar hybride obligaties binnen non-financials en een lagere allocatie naar 'CSPP eligibles' (obligaties die door de ECB worden opgekocht en krappere worden verhandeld), zodat de gemiddelde spread van de portefeuille toeneemt. Bovendien hebben de bedrijven die niet als groot worden bestempeld een ander risicoprofiel. Wanneer alleen wordt gekeken naar de grote, vaak geïntegreerde bedrijven, ga je er in spread op vooruit.

### Implementatie

Zoals eerder aangegeven, beleggen wij niet in olie- en gasbedrijven, tenzij. We kiezen ervoor ondernemen met een duidelijke be-



**Foppe-Jan van der Meij**

Senior Portefeuillemanager  
Fixed Income, ACTIAM



**Carl Haarnack**

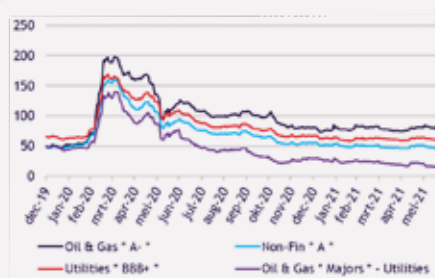
Senior Trader, ACTIAM

drijfsstrategie en -visie over hoe de CO<sub>2</sub>-intensiteit te verminderen in de beleggingsportefeuille op te nemen.

Een goed alternatief is het beleggen via duurzame obligaties. Onderdeel van deze asset class zijn de populaire green bonds. Deze worden als minder geschikt gezien voor de olie- en gassector. Duurzame investeringen kunnen worden gealloceerd naar een dergelijke obligatie, maar tegelijkertijd is de emitent van de obligatie nog actief in olie- en/of gasprojecten. Een geschikter alternatief voor de olie- en gassector zijn Sustainability-Linked bonds (SLBs).

Olie- en gasbedrijven moeten een duidelijke strategie formuleren met betrekking tot de vraag hoe zij willen werken naar uiteindelijk netto nul uitstoot. Duurzame obligaties zoals SLBs zijn daarbij een goed middel om commitment te tonen. ■

**FIGUUR 2: VERGELIJKING RENDEMENT**



	Rating	% in CORP BM	Hybrids %	Spread	Duration	CSPP ELIG
Oil&Gas	A-	5,13%	17,26%	76,65	5,97	51,09%
Oil&Gas Ex, Hybrids	A-	4,22%		51,53	6,12	62,07%
Oil&Gas Majors Ex, Hybrids	A+	2,45%		39,01	6,68	59,99%
Non-Fins	BBB+	59,86%	5,29%	51,72	5,70	55,35%
Non-Fins Ex, Hybrids	BBB+	56,72%		45,12	5,76	58,45%
Non-Fins A	A	19,67%		51,72	6,09	57,55%
Utilities	BBB+	9,84%	9,76%	54,38	5,79	74,87%
Utilities Ex, Hybrids	BBB+	8,88%		44,43	5,93	83,14%

Bron: Iboxx, ACTIAM.

# Actief aandeel- houder- schap: zo snijdt het mes aan twee kanten

Actief aandeelhouderschap geeft beleggers beter zicht op de duurzame kansen en risico's van de bedrijven waarin ze beleggen. Bovendien kunnen ze ondernemingen helpen bij het maken van een duurzame omslag.

Door *Michiel Pekelharing*

Een doordacht duurzaam beleggingsbeleid vraagt om meer dan een checklist voor CO<sub>2</sub>-uitstoot en een simpele uitsluitingslijst. De komst van allerlei nieuwe databronnen en het ontstaan van nieuwe inzichten maakt het mogelijk om steeds meer nuance aan te brengen. Grote vermogensbeheerders zoals Schroders kiezen ervoor om hun stem te laten gelden op aandeelhoudersvergaderingen en om het gesprek aan te knopen met bedrijven waarin ze beleggen over onderwerpen op het vlak van onder meer milieu, maatschappij en fatsoenlijk bestuur. Die verschuiving wordt aangejaagd door regelgeving zoals de SFDR. Daar komt bij dat investeerders in toenemende mate hoge

eisen stellen aan de wijze waarop beleggingsinstellingen hun stem laten horen, bijvoorbeeld op aandeelhoudersvergaderingen.

Kimberley Lewis, Head of Active Ownership bij Schroders, benadrukt dat er ook vanuit beleggingsoogpunt goede redenen zijn om regelmatig het gesprek aan te gaan met bedrijven: 'Engagement kan waardevolle inzichten geven in de wijze waarop de bedrijfscultuur in elkaar steekt en hoe een onderneming omgaat met toeleveranciers, werknemers, klanten en andere partijen. Bovendien biedt dit een kans om waarde toe te voegen bij de bedrijven waarin we beleggen. Bijvoorbeeld door ze te wijzen op duurzame risico's en kansen die ze zelf niet zien.'

## Actief aandeelhouderschap is nooit klaar

Schroders belegt via tientallen fondsen in aandelen van duizenden bedrijven verspreid over alle continenten. Lewis: 'Bij die aandelen brengen we de mogelijke positieve en negatieve impact die duurzame ontwikkelingen kunnen hebben op de bedrijfswaarde in kaart. We hebben daarvoor een groot duurzaam onderzoeksteam met meer dan twintig specialisten. Een thema dat in dit opzicht veel aandacht krijgt, is klimaatverandering, maar in bepaalde bedrijfstakken zijn andere zaken zoals bijvoorbeeld mensenrechten minstens zo belangrijk. Dit laatste thema kreeg het afgelopen jaar ook veel aandacht door de COVID-19-pandemie. Bij sommige bedrijven werden werknemers gedwongen naar kantoor te komen of werden er onvoldoende veiligheidsmaatregelen genomen. Aan de andere kant waren er ook ondernemingen die op een slimme, innovatieve wijze zijn omgesprongen met de uitdagingen na de virusuitbraak. Dit soort verschillen geeft ons een goede inkijk in de kwaliteit van het management van ondernemingen.'

Omdat er alsmaar meer gegevens beschikbaar komen en er nieuwe inzichten ontstaan, kan de duurzame dialoog steeds beter worden gevoerd. Biodiversiteit is volgens Lewis een goed voorbeeld van een focusgebied waar de veranderingen momenteel heel hard gaan. Lewis: 'We benaderen dat thema door te kijken naar het natuurlijke kapitaal van een bedrijf. Aanvankelijk beoordeelden we dat aan de hand van onder meer de hoeveelheid plastic die via een onderneming in het milieu terecht kwam. Maar inmiddels kijken we bijvoorbeeld ook naar de impact van ontbossing op biodiversiteit.'

Ook op andere terreinen wordt veel vooruitgang geboekt, zoals op het vlak van gendergelijkheid. In plaats van te kijken naar de man-vrouwverhouding in het bedrijfsbestuur kunnen we bedrijven nu ook beoordelen aan de hand van verschillen tussen mannen en vrouwen in functie, salaris en promotiesnelheid. En de laatste tijd hebben we ons ook meer gericht op andere aspecten van diversiteit en inclusie, zoals seksuele geaardheid en intersectionaliteit. Op deze manier krijgt actief aandeelhouderschap steeds meer diepgang: het is nooit klaar!

### Waarom goed ESG-beleid met de G begint

Als een bedrijf in het nieuws komt met betrekking tot ESG, gebeurt dat vaak naar aanleiding van een negatieve gebeurtenis op het vlak van milieu of sociale aangelegenheden. Bijvoorbeeld omdat er onzorgvuldig wordt omgesprongen met schadelijke stoffen of omdat een onderneming het niet zo nauw neemt met de mensenrechten. Toch is het voor beleggers van groot belang om eerst te kijken hoe een bedrijf geleid wordt, aldus Lewis. 'De bedrijfscultuur en de keuzes die werknemers maken, zijn voor een groot deel terug te leiden naar het management. Een goed bestuur vindt de juiste balans tussen de belangen van alle stakeholders. Als dat lukt, zijn de werknemers vaker tevreden en dikwijls ook productiever, terwijl de kans op incidenten die leiden tot imagoschade juist kleiner is. Beleggers moeten het belang van corporate governance niet onderschatten. Voor ons is een grote overname, een managementwissel, een uitgebreide reorganisatie of een andere belangrijke gebeurtenis dan ook aanleiding om bij een bedrijf langs te gaan voor een gesprek met de bestuurders.'

Er zijn allerlei manieren waarop Schroders bedrijven zegt te bewegen om een meer duurzame koers te varen. Het stemgedrag op aandeelhoudersvergaderingen is een van de meest zichtbare vormen van actief aandeelhouderschap. Lewis: 'Vijf jaar geleden zat het corporate governance-team nog in een apart kamertje op het hoofdkantoor. Maar inmiddels is het drie keer zo groot en vormt het een onlosmakelijk onderdeel van ons ESG-team. Want door stelling te nemen voor of tegen resoluties op aandeelhoudersvergaderingen kunnen we meer dan alleen onze stem laten horen.'



CV

#### Kimberley Lewis

Kimberley Lewis is Head of Active Ownership bij Schroders. Daarvoor was zij Director of North America Engagement bij Federated Hermes EOS International. Eerder was Lewis Senior Director of Global Corporate Responsibility bij Pfizer, Director of Public Policy and Issues Management bij AstraZeneca en Senior Advisor van Cherie Blair. Zij heeft functies bekleed in de filantropie, de advocatuur en de politiek in de Verenigde Staten, waaronder als raadvrouw van een Amerikaanse senator.

In het tweede kwartaal van 2021 heeft de vermogensbeheerder op meer dan 4.000 aandeelhoudersvergaderingen een stem uitgebracht. Op jaarbasis ligt dat aantal zelfs boven de 15.000. Nuance is hierbij een sleutelwoord. Een doordacht ESG-beleid draait namelijk om meer dan het steunen van de meest groene voorstellen en het wegstemmen van voorstellen die op duurzaam gebied niet ver genoeg gaan. Een goed voorbeeld van die nuance is de wijze waarop het bedrijf het beleid van Barclays benadert. Onder druk van aandeelhouders zoals Schroders, heeft deze Britse bank in 2020 de doelstelling uitgesproken om in 2050 volledig CO<sub>2</sub>-neutraal te worden. Die belofte ging sommige actiegroepen echter niet ver genoeg. In mei 2021 diende klimaatgroep Market Forces een resolutie in om Barclays te dwingen om de kredietverstrekking aan fossiele energiebedrijven zo snel mogelijk stop te zetten. Een aantal van die energiebedrijven is echter hard op weg om zelf ook een duurzame omschakeling te maken. Die beweging loopt vertraging op als ze geen krediet of leningen kunnen krijgen van banken zoals Barclays. In de resolutie van Market Forces werd geen onderscheid gemaakt tussen dit soort ondernemingen en energiebedrijven die nog sterk inzetten op fossiele brandstoffen. Voor Schroders gaf het gebrek aan onderscheid de doorslag om tegen de resolutie te stemmen: actief aandeelhouderschap is minder zwart/wit dan je zou denken.

**FIGUUR 1: THE FULL SPHERE OF ACTIVE OWNERSHIP**

Bron: Schroders.  
De piramide illustreert het aantal uitgevoerde engagements in de periode 1 januari 2020-31 december 2020.

### Drie soorten duurzame dialoog

Naast stemmen op aandeelhoudersvergaderingen is het aanknopen van gesprekken met bedrijven een andere methode om duurzame verandering aan te jagen. Schroders onderscheidt drie soorten dialoog. Bij een zogeheten Tier 3 Engagement wordt aansluiting gezocht bij andere beleggers en worden bedrijven per e-mail of publiekelijk opgeroepen om meer duurzame keuzes te maken, bijvoorbeeld via het formuleren van concrete doelen met betrekking tot de CO<sub>2</sub>-uitstoot. Dat gebeurt ongeveer 1.500 keer per jaar. Bij een Tier 2 Engagement gaan beleggingspecialisten van Schroders in gesprek met bedrijven over een onderwerp dat directe raakvlakken heeft met een duurzaam thema. Dat gaat bij een Tier 1 Engagement nog een stapje verder: dan wordt de discussie aangeknoopt door het Sustainable Investment Team met het specifieke doel om gericht een bepaalde beleidswijziging bij een onderneming op gang te brengen. Dat is een langdurig traject en dergelijk engagement loopt vaak enkele jaren.

Er is een groot verschil in de mate waarin bedrijven openstaan voor engagement. Lewis: 'De verwachtingen die we hebben als we met een onderneming in gesprek gaan, zijn onder meer afhankelijk van de bedrijfsomvang en het vestigingsland. Zelfs bij een thema als klimaatverandering zien we nog grote verschillen in het handelen van bedrijven. Met sommige bedrijven praten we over scenarioplanning, terwijl andere verder achterlopen en de emissies buiten Scope 1 niet meten. We merken dat

grote bedrijven meer middelen hebben dan kleinere bedrijven om aan duurzaamheidskwesties en rapportage te werken. Ook regionaal zijn er verschillen. We zijn ons ervan bewust dat culturele normen over onderwerpen als etnische diversiteit per land aanzienlijk verschillen. We houden natuurlijk wel in ons achterhoofd dat bedrijven vaak het beeld proberen te schetsen dat ze graag willen laten zien. Het is onze taak om daardoorheen te prikken.'

Ondanks de groeiende hoeveelheid betrouwbare data zal actief aandeelhouderschap nooit een exacte wetenschap worden. Lewis: 'Het komt nog te vaak voor dat de cijfers niet het hele verhaal vertellen. En zelfs als je betrouwbare data hebt, is het een uitdaging om die op de juiste wijze te lezen. Is een hoog personeelsverloop bijvoorbeeld een goede of een slechte zaak? In sommige gevallen is het een signaal dat werknemers door de slechte arbeidsomstandigheden niet meer voor een bedrijf willen werken. Maar het kan ook een aanwijzing zijn dat een onderneming er werk van maakt om de diversiteit te vergroten, via het doorbreken van de status quo door nieuwe werknemers aan te trekken met allerlei verschillende achtergronden. Het antwoord kan je pas geven als je snapt hoe een bedrijf in elkaar steekt. Daarvoor zijn de engagements die wij voeren onmisbaar. We leren ook veel van het onderzoek dat onze beleggingsanalisten doen. En andersom profiteren zij weer van onze kennis en inzichten. Dankzij die kruisbestuiving kunnen we de snelheid van duurzame verandering aanjagen en bovendien betere beleggingsbeslissingen nemen.' ■

### IN HET KORT

Actief aandeelhouderschap bestaat uit een doordacht stembeleid en een duurzame dialoog.

Engagement krijgt meer diepgang door de komst van meer data en nieuwe inzichten.

Een beter inzicht in duurzame risico's en kansen leidt tot betere beleggingsbeslissingen.



# Integriteit binnen vastgoed blijft van belang

**Vastgoed is vanuit zijn aard gevoelig voor fraude. De markt is kapitaal-intensief, redelijk makkelijk te betreden en weinig transparant.**

Zoals aangekondigd in mijn vorige column ga ik in maart 2022 met pensioen. In mijn 'alvast-afscheidsinterview' in Vastgoedmarkt van begin september heb ik heel bewust aandacht besteed aan het onderwerp integriteit in de vastgoedbeleggingssector. Integriteit is onverminderd van belang, zeker in een markt waarin nog steeds veel transacties plaatsvinden.

Integriteit in de sector ligt me zeer nauw aan het hart, zeker nadat er (zelfs!) in de institutionele vastgoedbeleggingssector in 2007 een enorme fraude bekend werd, die later bekend is geworden als de Klimopzaak. Centraal stonden directieleden van Bouwfonds Ontwikkeling en van Philips Vastgoed, die met elkaar samenspannen om de kluit te belazeren. De afschuwelijk zaak was aanleiding voor meerdere boeken, toneelstukken en TV-series.

In 2008, enkele maanden na het bekend worden van de omvangrijke fraudezaak, liet IVBN de publicatie 'Beheersing van frauderisico's in de institutionele vastgoedsector' verschijnen. Het betrof een kader met risico-beheersmaatregelen, dat professionele partijen in de institutionele vastgoedbeleggingssector konden hanteren om de kans op fraude te minimaliseren. Hierbij werd ingegaan op kritische processen als aan- en verkoop, het exploiteren en taxeren van vastgoed, maar ook op persoonlijke integriteit, governance en cultuur en een goed functionerend toezicht daarop. Het was nadrukkelijk géén checklist om 'overal aan te voldoen'. Iedere institutionele belegger moet immers zijn eigen afweging maken inzake de vraag welke van de genoemde beheersmaatregelen aanvullend zinvol en toepasbaar zijn in de eigen organisatie. Het was toen ook geen 'best

practice' maar een 'common practice' van gangbare maatregelen.

In 2018, tien jaar later, actualiseerde IVBN die publicatie (die uiteraard nog steeds op de IVBN-website is te vinden). Opvallend was dat heel veel van de in 2008 geschetste maatregelen nog steeds geldig en actueel zijn. Beheersing van frauderisico's is een onderdeel van de interne risicobeheersings-systemen en de controlesystemen binnen een onderneming. Als onderdeel van de risicobeheersing wordt ook binnen vastgoedorganisaties steeds meer gebruikgemaakt van het 'three lines of defence model': de eerste lijn is het lijnmanagement, de tweede lijn de Risk en Compliance-functie en de derde lijn de Internal Audit.

Voor het specifieke control framework worden de kritische processen binnen het vastgoed aan zowel preventieve als aan detectieve maatregelen onderworpen. Voor vastgoed zijn dat drie processen: ten eerste de acquisitie/dispositie van vastgoedobjecten en de structurering van de aan- en verkoopprocessen. Ten tweede de vastgoedexploitatie (beheer, verhuur, onderhoud en servicekosten) en ten derde het taxatieproces. Natuurlijk besteden we ook aandacht aan de relatie met de omgeving door met alle partners in de keten de beheersing van frauderisico's te managen.

Zowel het begin- als het sluitstuk van beheersmaatregelen tegen fraude is de persoonlijke integriteit van mensen binnen de organisatie. Een simpele vuistregel is dat er iets mis moet zijn als medewerkers niet met elkaar over gebeurtenissen, gedragingen of bijvoorbeeld gegeven en ontvangen geschenken kunnen of durven te spreken. Er moet dan niet alleen een goede regeling zijn om dat te kunnen melden, er moet ook iets gebeuren aan de cultuur van de organisatie. De 'tone-at-the-top' bepaalt sterk de cultuur in een organisatie. Ik hoop echt dat er nooit meer zo'n fraudezaak in onze sector komt! ■



Door **Frank van Blokland**, Directeur van de Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed, Nederland (IVBN)

# Een duurzame en betaalbare kwaliteitswoning voor iedereen

Door Harry Geels

Door een gebrek aan aanbod in een omgeving van erg lage rente dreigen steeds meer mensen buiten de boot van een betaalbare woning te vallen, zo betoogt Paul Oremus, Country Manager Netherlands van CBRE Investment Management. De Amerikaanse vastgoedbelegger, met sterke wortels in Nederland, heeft daarom recent een residentieel impactvastgoedfonds opgericht.

## Is beleggen in Europees residentieel vastgoed na de sterk opgelopen huizenprijzen nog steeds interessant?

‘De woningprijzen zijn in de meeste Europese landen en dan vooral in de grote steden opgelopen als gevolg van een combinatie van een beperkt aanbod en een erg lage rente. Het gaat nadrukkelijk gesteld om die combinatie. Het effect van een lage rente is natuurlijk beperkt als er een overaanbod zou zijn. We zien verder dat in alle grote Europese steden de overheden ervoor kiezen om de ontwikkelingen binnenstedelijk te houden. Dat heeft zijn beperkingen, omdat er in de steden al mensen wonen en bedrijven zich er hebben gevestigd. We zien lange doorlooptijden voor nieuwe projecten. Die komen het aanbod niet ten goede. De beleggingscategorie blijft, ondanks de sterk opgelopen woningprijzen, interessant omdat de aanbodbeperkingen niet zullen verdwijnen en de vraag naar woningen in steden zal blijven groeien. Wij proberen met onze institutionele vastgoedpropositie een steentje bij te dragen aan het aanbod, vooral middels nieuw- of jongbouw in grote Europese steden, hoewel we onze ogen niet sluiten voor interessante winkel- of kantoortransformatieprojecten.’

## Welke landen, steden of regio's springen er specifiek positief uit?

‘We richten ons enerzijds op markten die een volwassen huur- en institutionele beleggersmarkt hebben. Hoewel we

langetermijnbeleggers zijn, is het belangrijk dat er ooit een exit mogelijk is. Er moeten dan beleggers zijn die liquiditeit kunnen bieden. Anderzijds kijken we met een meer economische bril naar markten waar schaarste is en structurele economische groei wordt verwacht. In eerste instantie springen dan landen als Duitsland, Zweden, het Verenigd Koninkrijk, Nederland, Spanje en Frankrijk er bovenuit. In de tweede plaats kijken we naar Noorwegen, Finland, Denemarken, Italië, België en Oostenrijk, heel West-Europa dus eigenlijk. Andere delen van Europa voldoen nog niet aan alle genoemde eisen.

Wat betreft niet-eurobeleggingen hanteren we een natuurlijke valuta-afdekking door per individuele investering tot maximaal 50% lokale financiering te hanteren. De rest van het valutarisico laten we openstaan, met dien verstande dat we op fondsniveau nooit meer dan 15% blootstelling naar vreemde valuta mogen hebben. Het fonds hanteert verder een rendementsdoelstelling van tussen de 5 en 7% (al kunnen we dat niet garanderen). In het ene land is dat overigens makkelijker te halen dan in het andere. De meeste landen schurken nu wel tegen de 5%-doelstelling aan. Risico's zijn er natuurlijk ook. Bijvoorbeeld meer regulering ter beperking van huurstijgingen. Hierop anticipeert het fonds met een strategie die zich juist richt op het vergroten van het aantal betaalbare huurwoningen, zeg maar het middensegment, in de krappere markten. We

hebben tevens de doelstelling de huren maximaal te laten meegroeien met de inflatie. Veel overheden zitten op dit soort woningaanbod te wachten. Veel regelgeving is hier dan ook op ingesteld. Een risico kan dus ook een kans zijn.’

**Julie promoten op dit moment het CBRE European Residential Impact Fund, dat na een recente closing op € 465 miljoen de komende drie tot vijf jaar moet doorgroeien naar € 3 miljard. Lukt dat, gezien het opdrogende aanbod?**

‘We zijn een open-end fonds met een onbeperkte looptijd, dus we zijn continu open. Het is wel zo dat we graag zicht houden op de instroom, omdat we het kapitaal ook aan het werk willen zetten. Dat proberen we dan in het belang van de participanten in goede banen te leiden. Aan een gebrek aan belangstelling van beleggers zal het niet liggen. De uitdagingen zitten in het vinden van woningen die aan onze rendementsdoelstelling voldoen. Het aanbod dat er is, kan momenteel op belangstelling van veel andere beleggers rekenen. We hebben gelukkig als een van de grootste vastgoedbeleggers ter wereld, met alleen al in Europa meer dan € 40 miljard aan belegd vermogen, een groot sourcing platform en transactieteam. Naast ons eigen team maken we daarnaast dankbaar gebruik van onze makelaarspoot. Zij zijn zeer goed bekend met onze institutionele fondsen en houden hun oren en ogen open.’

**Gezien de term ‘Impact’ in de naam heeft het fonds een duurzaam karakter. Hoe geven jullie precies invulling aan duurzaamheid en impact in het bijzonder?**

‘Ons speerpunt is betaalbare woningen. Die zijn écht nodig, omdat in de meeste landen mensen zich bijna geen normale huurwoning meer kunnen permitteren. Verder richten we ons op duurzame woningen. We volgen en nemen deel aan de GRESB-benchmarks voor niet-beursgenoteerd vastgoed. Al onze fondsen scoren volgens GRESB een green star, hetgeen betekent dat ze tot de top-25% van de wereldwijde vastgoedfondsen op het gebied van duurzaamheid behoren. Dit moet ook gelden voor ons nieuwe impactfonds. We hebben tevens voor dit fonds als doelstelling geformuleerd dat we de CO<sub>2</sub>-uitstoot van de portefeuille jaarlijks verlagen. Ons adagium is een betaalbare

woning voor iedereen, maar dan wel een duurzame en kwalitatief hoogwaardige woning. We koppelen kwaliteitsindicatoren, zoals minimale groottes en premiumcertificaten, aan alle onze woningen.’

**Hoe gaan jullie om met de momenteel veelbesproken SDG van meer gelijkheid en inclusiviteit, nu veel mensen buiten de ‘boot’ van de huizenmarkt lijken te vallen?**

‘Dit is zoals gezegd juist hét speerpunt van het fonds. We hebben het mede opgericht naar aanleiding van de vraag vanuit institutionele beleggers die zich ook zorgen maken over de huidige ontwikkelingen op de woningmarkt. Er is vanuit hen dan ook veel kapitaal beschikbaar, temeer daar obligaties weinig opleveren en er naar alternatieven wordt gezocht. Het mes snijdt aan twee kanten: de problemen in de woningmarkt oplossen tegen een mooi rendement. Meer aanbod van betaalbare woningen komt de gelijkheid en inclusiviteit ten goede. Media in Europa richten zich nog altijd te weinig op de hoofdoorzaken van de problemen, zoals het gebrek aan aanbod. Hoe vaak lezen we nu bijvoorbeeld dat er in Nederland tussen het idee en de oplevering van een bepaald huizenproject zomaar tien jaar kan zitten? Het probleem is eigenlijk verergerd door de kredietcrisis. Veel investeerders zijn toen uitgestapt en bouwondernemingen afgeschaald. Ze komen de laatste jaren pas weer mondjesmaat terug. Er is jarenlang niet goed nagedacht over de langetermijnwoningvoorraad.’

**Julie zijn een van de grootste aanbieders van vastgoed ter wereld. Wat heeft jullie zo groot gemaakt?**

‘We hebben twee klantgroepen: institutionele beleggers en huurders. Voor beide groepen zetten we hoge standaarden neer, zoals de eerdergenoemde kwalitatief hoogwaardige, betaalbare woningen. Als we tevreden huurders hebben, is de kans groot dat dit ook geldt voor onze beleggende klanten en vice versa. We zijn ook in bijna alle belangrijke woonhubs in de wereld goed lokaal vertegenwoordigd. We zijn trouwens groot geworden door zowel autonome groei als door overnames. CBRE heeft bijvoorbeeld in de kredietcrisis ING Real Estate overgenomen, dat destijds door ING moest worden afgestoten. Nederland is een belangrijke schakel in ons bedrijf.’ ■



Paul Oremus

Country Manager Netherlands,  
CBRE Investment Management

**IN HET KORT**

Residentieel vastgoed blijft interessant. De aanbodbeperkingen zullen niet gauw verdwijnen en de vraag naar woningen in steden zal blijven groeien.

We richten ons op markten die een volwassen huur- en institutionele beleggersmarkt hebben. Met name West-Europa en Noord-Europa springen er positief uit.

Ons adagium is een betaalbare woning voor iedereen, maar dan wel een duurzame en kwalitatief hoogwaardige woning.

De bouw van betaalbare woningen komt de gelijkheid en inclusiviteit ten goede en levert een mooi rendement op.

# What distinguishes equity and credit factor investing?

While equity factor strategies struggled in 2020, credit factor approaches held up well despite the market turmoil. We have investigated the distinguishing features of factor strategies in both asset classes.

By *Harald Henke* and *Maximilian Stroh*



**Harald Henke**

Head of Fixed Income  
Portfolio Management,  
Quoniam Asset Management



**Dr. Maximilian Stroh**

Head of Research Forecasts,  
Quoniam Asset Management

**T**he year 2020 was characterised by significant performance differences for equity and corporate bond factor strategies. In equities, the value style strongly underperformed the market, leading to below-market returns of multi-factor signals. On the other hand, factor performance was textbook-like in corporate bonds. Higher risk factors, like the carry factor, underperformed in March, but staged a strong rally afterwards. At the same time, lower-risk factors, like equity momentum, displayed the opposite behaviour. Overall, credit factor strategies outperformed the market in 2020.

This disparity raises the question: what are the commonalities and differences between the mechanics of factor strategies in the two asset classes? We have identified three main areas in which the two asset classes differ markedly.

## Asset class differences

A given company tends to have one main share class. At most there are a few share classes. Bond issues, however, differ in terms of various aspects, like maturity, seniority or liquidity. Valuing bonds and constructing bond portfolios present a higher level of complexity than doing the same for equities. Moreover, due to a high degree of customisation in fixed income strategies, the market is more segregated, for example between invest-

ment grade and high yield. The combination of complexity and segregation leads to pricing inefficiencies in credits compared to equities, which results in return opportunities.

A second difference between the asset classes is the asymmetry in corporate bond returns. Investment grade bonds have limited upside but considerable downside, whereas equity return distributions are much more symmetrical. Credit factor strategies, therefore, need to employ factors that incorporate this asymmetry. As equity factors need to focus on both ends of the return spectrum, one should best not draw conclusions from the way factors work in equities to those in credit. This is shown in the next section.

## Differences in factor definitions

Factors capture different aspects in both asset classes, with value and equity momentum displaying the most striking differences. Value factors are always defined by comparing the price of an asset against a fundamental value measure. But there is a significant difference between equity value and credit value factors.

In equities, value factors tend to be simple, such as selecting stocks according to their dividend yield. Relevant measures that are essential for estimating the fair price of a stock, such as future dividend growth, are often ignored because they are very hard to estimate with adequate precision.

For corporate bonds, the picture is different. For example, we can estimate the expected loss of a bond with reasonable accuracy, which allows us to measure its fair value relative to its coupon and risk.

One can say that equity value has characteristics like the carry factor in credit, which ignores risk differences between bonds. In both cases, this leads to higher drawdowns and more volatility. The credit value factor, on the other hand, has a more balanced risk profile and is less prone to strong volatility. Figure 1 compares return correlations between equity value and various credit factors. One can see that the correlation between equity value and credit carry (43%) is

twice the correlation between equity and credit value (21%).

Both asset classes also use equity momentum as a factor. In equity factor investing, equity momentum measures the trend in individual stocks and assumes that this trend continues. Equity momentum in corporate bonds assumes that equities incorporate information faster than corporate bonds and therefore the price action in equities has predictive power for credits. Therefore, in equities, momentum is rather a behavioural factor, whereas in corporate bonds, equity momentum captures the structural lead-lag relationships between different assets (equities and bonds) of the same company.

As the same variable, equity momentum, models different aspects in both asset classes, it has a distinct impact on an overall factor mix in both asset classes. In fact, we can see that the factor return correlation between equity momentum in equities and equity momentum in fixed income is zero. This means that there is no systematic relationship between the equity momentum factors in both asset classes.

### Competition landscape

Factor investing in corporate bonds and

equities differ in the competitiveness of the market environment. While in equities it has been applied for decades with a significant share of the market invested using factor strategies, in credit it is a relatively young approach. Therefore, there are limited offerings among active players in the credit market. The lack of consensus about choice and definition of corporate bond factors makes it unlikely that factor risk premia will disappear over the next years. Additionally, passive alternatives haven't attracted a lot of demand and there is a lack of properly defined credit factor indices. There are, therefore, no indications that the factor space in credit becomes crowded and that factor premia might be reduced due to arbitrage in the market.

### Conclusion

Factor-based investing has a large footprint in equity portfolios with applications in active, passive and smart beta strategies, whereas factor-based investing is still in its infancy for corporate bonds. However, studies show a recent pickup in interest in credit factor investing. If we see demand increase further, this could even provide a tailwind for factor strategies in the coming years. All in all, this makes it an excellent time to have a closer look at credit factor investing. ■

## SUMMARY

Equity factor strategies strongly underperformed the market in 2020, whereas credit factor strategies continued to perform textbook-like.

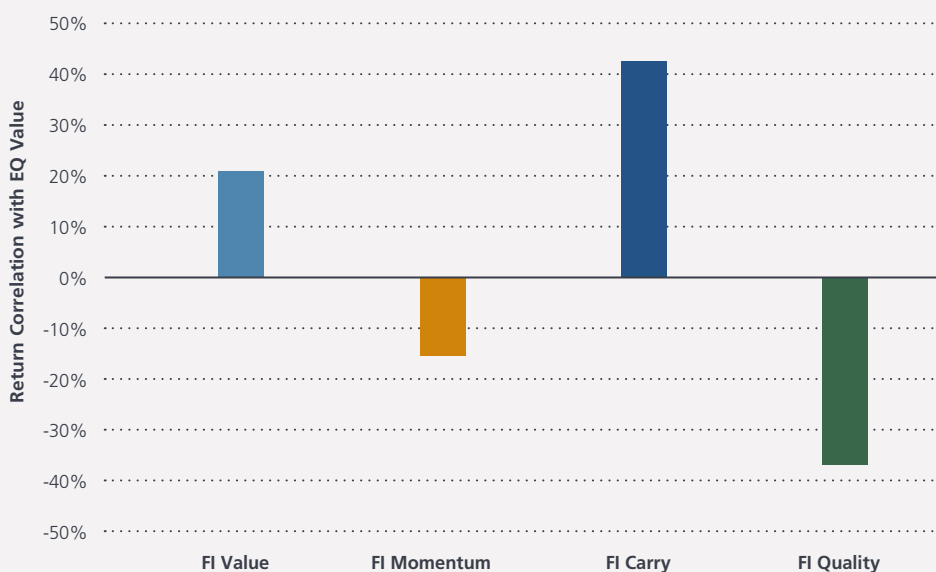
This difference may be due to a combination of complexity, segregation and asymmetry leading to pricing inefficiencies in credits compared to equities.

There is a significant difference between equity value and credit value factors. In credits, the gains and losses are easier to estimate than in equities.

In equities, momentum is a behavioural factor, whereas in corporate bonds, equity momentum captures the structural lead-lag relationships between different assets of the same company.

Factor investing in corporate bonds and equities also differ in the competitiveness of the market environment.

**FIGURE 1: RETURN CORRELATION BETWEEN EQUITY VALUE AND DIFFERENT FIXED INCOME FACTORS**



Source: Quoniam Asset Management, 2021.

# Heeft de toegenomen regeldruk op financiële instellingen het gewenste effect?

Financiële instellingen moeten voldoen aan steeds strenger wordende wet- en regelgeving die soms haar doel voorbijschiet. Een dialoog is noodzakelijk, temeer om ervoor te zorgen dat wetten zoals AMLD6 beter worden geïmplementeerd.

Door Joost Walgemoed

Sinds met name de financiële crisis is steeds meer wet- en regelgeving opgesteld voor financiële instellingen. De motivatie van de wetgever laat zich raden: deze regels moeten nieuwe misstanden voorkomen. De pendule wat betreft regelgeving lijkt echter steeds verder door te slaan. En niet alleen beleggingsfondsen en vermogensbeheerders hebben met de toenemende wetgeving te maken. Zo zijn de eisen voor beleggingsondernemingen onder het nationaal regime sinds MiFID II strenger geworden en ontstaan er verplichtingen voor nieuwe marktpartijen zoals crowdfundingplatformen en cryptoaanbieders. Zowel de traditionele financiële

instellingen als nieuwe innovaties op de markt worden met steeds strengere regels geconfronteerd.

De voorbeelden van de toenemende wetgeving zijn talrijk, maar wetgeving die vrijwel de gehele sector raakt, is de anti-witwaswetgeving. De anti-witwasrichtlijnen volgen elkaar in rap tempo op. Zo'n zes maanden na het aannemen van de vijfde Anti-Money Laundering Directive (AMLD5), werd alweer de zesde AMLD aangenomen (AMLD6). Tijd om op adem te komen, is er nauwelijks.

## Regelgeving leidt tot vinkcultuur

Veel van de wet- en regelgeving heeft een onmis-



kenbare positieve impact op de sector. Er is meer transparantie ontstaan ten aanzien van producten en kosten, en het klantbelang wordt over het algemeen beter in acht genomen. De snel evoluerende wetgeving houdt soms echter onvoldoende rekening met de realiteit van financiële instellingen en ondernemingen. De vraag is of de toegenomen regeldruk wel het beoogde effect heeft.

Een voorbeeld om dit te illustreren is dat onder de product governance-eisen van MiFID II niet alleen de ontwikkelaars van financiële producten, maar ook de distributeurs de verplichting hebben tot het vastleggen van een positieve én

negatieve doelgroep van een product, ook als het een eenvoudig product met geringe risico's betreft. Vooral voor kleinere ondernemingen leiden dit soort administratieve verplichtingen in de regel eerder tot een afvinkcultuur, terwijl het zwaartepunt zou moeten liggen bij het aanpakken van het probleem dat financiële ondernemingen producten ontwikkelen en/of distribueren die niet geschikt zijn voor consumenten en het MKB, zoals in het verleden gebeurde met rentederivaten.

## Onduidelijke wetgevingstrajecten

Naast de omvang van de wetgeving laten ook de totstandkoming en de im-

plementatie ervan soms te wensen over, wat bijvoorbeeld het geval is bij de nieuwe duurzaamheidswetgeving. Hoewel het goed is dat deze wetgeving de transitie naar een duurzame samenleving stimuleert, is er nog veel onduidelijkheid over de definities en de uitwerking van deze wetgeving. Zo gaf de Europese Commissie pas op 26 juli dit jaar (enkele maanden na inwerkingtreding) duidelijkheid over de toepasselijkheid van de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) voor AIFMD Light-beheerders. Dit leidt bij veel partijen tot frustratie en verwarring.

De onduidelijkheid en de zware eisen aan financiële instellingen kunnen er in dit geval toe leiden dat duurzaamheid minder aandacht krijgt, omdat het (voorlopig) te ingewikkeld en te kostbaar is om aan deze wetgeving te voldoen. Daardoor sneeuwen duurzaamheidsambities onbedoeld onder. Een wet schiet zo zijn doel voorbij en kan zelfs averechts blijken te werken. Dat kan toch niet de bedoeling zijn?

### Sector niet voorbereid op AMLD6

Zoals hierboven al eerder benoemd, volgen vooral op het gebied van anti-witwaswetgeving de richtlijnen elkaar snel op. Grote financiële ondernemingen hebben veelal specifieke implementatiewerkgroepen om deze snel opvolgende wetgeving te implementeren. Uit een kleinschalig onderzoek dat we recent hebben uitgevoerd onder private equity- en venture capital-investeerders blijkt echter dat niet elke financiële

onderneming dergelijke capaciteit ter beschikking heeft. Ruim 22% van deze bedrijven heeft geen specifieke compliance-afdeling of professional – intern of extern – aan boord, wat het implementeren van de complexe en grote hoeveelheid wet- en regelgeving zeer uitdagend maakt. En dat terwijl leidinggevenden (net als die van andere financiële instellingen) sinds de invoering van AMLD6 strafrechtelijk kunnen worden vervolgd indien het door gebrek aan toezicht of controle mogelijk is gebleken om geld wit te wassen of een ander strafbaar feit te plegen.

Verder blijkt uit ons onderzoek dat veel van de betreffende private equity- en venture capital-partijen zich niet goed voorbereid hebben op de meest recente ontwikkelingen in de anti-witwasregelingen. Een aantal cijfers op een rij:

- 29% van de ondervraagden gaf aan, een maand voorafgaand aan de invoering van AMLD6, goed voorbereid te zijn op deze nieuwste anti-witwasrichtlijn.
- 39% had geen idee welke impact de wet heeft op de business.
- 32% moest zich nog voorbereiden op AMLD6.

Bovenal vraagt een effectief anti-witwasbeleid om de continue monitoring van cliënten. Ook hierin lijkt de sector nog niet adequaat te handelen. Uit het onderzoek blijkt dat één op de vier private equity- en venture capital-bedrijven de cliënten continue monitort, één op de drie doet dat bij de onboarding en zo'n 16% heeft geen idee hoe vaak de screening wordt voldaan

die witwassing en terrorismefinanciering moet tegengaan.

### Dialogo in plaats van regeldruk

Uit het onderzoek kunnen we opmaken dat de hoge regeldruk bij partijen zoals private equity- en venture capital-investeerders vaak niet de gewenste effecten heeft. De regeldruk is te hoog en de middelen zijn te beperkt, hetgeen leidt tot gebrekkige implementaties. Dit effect wordt versterkt door onduidelijke wetgevingstrajecten en een gebrek aan dialoog tussen de wetgever, toezichthouder en marktpartijen.

We moeten stilstaan bij de manier waarop er nu wordt ingegrepen na misstanden. De huidige denkwijze is dat misstanden moeten worden voorkomen door het aanscherpen van bestaande regels en het toevoegen van nieuwe wet- en regelgeving. De sector moet er echter voor waken dat er geen vicieuze cirkel ontstaat, waarbij opnieuw toenemende regeldruk leidt tot nog meer gebrekkige implementaties en schijnzekerheid. Het daadwerkelijke gedrag van marktpartijen is uiteindelijk bepalend.

Laten we er dus voor zorgen dat marktpartijen hun verantwoordelijkheid (blijven) nemen op ethisch en maatschappelijk vlak. Dialoog biedt in dat opzicht een meerwaarde. Die zorgt voor de nodige awareness en inzichten ten aanzien van de problemen die zich voordoen, zodat deze gericht kunnen worden aangepakt door de wetgever en de sector zelf. En dat kan ook met minder wetgeving. ■



**Joost Walgemoed**

Chief Executive Officer,  
Blanco

## IN HET KORT

Financiële instellingen krijgen te maken met steeds meer wet- en regelgeving.

Die nieuwe wet- en regelgeving schiet soms haar doel voorbij door gebrek aan goede implementatie.

Een dialoog tussen de sector, de wetgever en de toezichthouder zou uitkomst bieden.

Meer en betere samspraak geeft marktpartijen meer tijd om zich voor te bereiden op nieuwe regels en richtlijnen, zoals AMLD6. Daar schort het nu aan.

# Veranderingen op komst in de verdeling van rendementen en risico's

Door Jan Jaap Omvlee Fotografie Cor Salverius





We gaan van het vertrouwde nFTK naar een nieuw pensioenstelsel. Hoe ziet beleggen onder het Nieuwe Pensioencontract (NPC) eruit? Negen experts buigen zich tijdens een Ronde Tafel over zaken als beschermingsrendement versus overrendement, illiquide beleggingen en een mogelijke tweedeling tussen pensioenfondsen die het zich kunnen veroorloven om meer risicovol te beleggen en pensioenfondsen die kiezen voor een defensievere koers.

### In hoeverre verwachten jullie dat er (significante) verschillen zullen zijn tussen de beleggingsportefeuilles bij pensioenfondsen onder het huidige nFTK en onder het nieuwe pensioenstelsel?

**Anton Wouters:** 'Ik zeg niet dat de verschillen groot worden, maar er zal wel een aantal zaken veranderen die de portefeuilles nu gedeeltelijk risicomijdend houden. Het Vereist Eigen Vermogen (VEV) gaat vervallen en er komt een solidariteitsreserve die de mogelijkheid biedt om de slechte jaren op te vangen. Dit zou ertoe kunnen leiden dat je iets agressiever gaat beleggen. Sommige partijen zullen daar wel gebruik van maken, al hangt dat ook af van zaken als risicohouding enzovoorts. Het is nog niet gezegd dat dat gebeurt. Als je kijkt naar een DC-lifecycle en je past die toe op het gemiddelde pensioenfonds, zien we dat de nadruk iets meer verschuift naar de rendementsportefeuille. Dit kan anders liggen voor een specifiek jong of oud pensioenfonds. Met name jongere pensioenfondsen zullen de kans krijgen om dat wel te gaan doen, de oudere fondsen zullen misschien niet zo heel veel hoeven te veranderen, met name als deze in het NPC blijven. Eerlijk gezegd verwacht ik wel dat er wat verschillen gaan ontstaan binnen het nieuwe stelsel, maar met name ook tussen de twee varianten.'

**Wilse Graveland:** 'Ik denk dat het nog te vroeg is om nu conclusies te trekken, omdat datgene wat door de sociale part-

ners wordt bepaald uiteindelijk leidend is voor de toekomst. De inrichting van beleggingen hangt samen met risicopreferentie, projectierendement en premie. De samenhang is dus belangrijk. Het positieve aan het NPC is dat de premie, risicopreferenties en verwachte rendementen samen het geheel vormen en dat je een optimale balans moet zoeken voor duurzaam pensioenresultaat.'

**Marcel Kruse:** 'De risicohouding is leidend. Ook zie ik geen reden om aan te nemen dat deze wezenlijk anders wordt. Vanuit dat oogpunt zou je kunnen stellen dat er vanuit de basis geen reden is om significante wijzigingen in de beleggingsportefeuille door te voeren. Ik constateer echter ook dat het nieuwe pensioenstelsel meer ruimte biedt om het beleggingsbeleid te wijzigen en dat er vanuit daar wel veranderingen gaan plaatsvinden. Een voorbeeld hiervan is dat er in het nieuwe pensioenstelsel niet de stringente kapitaaleisen van het nFTK zijn. Dit biedt pensioenfondsen die nu door hun lage dekkingsgraad in het nFTK worden beperkt, de mogelijkheid om meer beleggingsrisico te nemen.'

**Martin Sanders:** 'Nu de buffereisen vervallen, biedt het nieuwe pensioenstelsel meer ruimte om te bewegen van een regelgevingsgedreven portefeuille naar een economisch geoptimaliseerde portefeuille. In dat kader verwacht ik dat een verschuiving zal plaatsvinden naar meer return seeking-beleggingen in de matchingportefeuille, zoals SSA- en bedrijfsobligaties en meer illiquide beleggingen in de returnportefeuille. Aangezien pensioenfondsen steeds grotere pensioenuitkeringen moeten doen, zal de aandacht voor cashflow-gedreven beleggingen (CDI) in de portefeuille toenemen.'

**Jeroen Roskam:** 'In geval van invaren kan veel hetzelfde blijven, ervan uitgaand dat de collectieve risicohouding in redelijke mate overeenkomt met de geaggregeerde risicohouding. De verwachting is echter dat macro-allocaties naar vastrentend/matching zullen afnemen en dat vice versa allocaties naar rendementsbeleggingen naar verwachting toenemen. En daarbij denk ik dat de term renterisico opnieuw tegen het licht moet worden gehouden. Renterisico is niet het juiste woord voor >

### Voorzitter:

**Tim Barlage**, Director KPMG Advisory – Asset Management

### Deelnemers:

**Gosse Alserda**, Aegon Asset Management  
**Henk Bets**, Confident  
**Wilse Graveland**, Kempen Capital Management  
**Marcel Kruse**, Milliman Financial Strategies  
**Gerard van de Kuilen**, Bestuurder, (Intern) Toezichthouder, Docent en Adviseur  
**Jeroen Roskam**, Achmea Investment Management  
**Martin Sanders**, AXA Investment Managers  
**Stef Vermeulen**, PGGM  
**Anton Wouters**, BNP Paribas Asset Management



### VOORZITTER

Tim Barlage

Tim Barlage is verantwoordelijk voor de adviesdienstverlening vanuit KPMG richting asset owners. Hij houdt zich bezig met trajecten op het gebied van fiduciair en integraal vermogensbeheer, strategische verandertrajecten en ontwikkelingen omtrent risicomanagement. Binnen KPMG maakt Barlage deel uit van het management van het vermogensbeheer- en het pensioenteam. Daarnaast behoort hij tot het kernteam inzake het Pensioenakkoord en verzorgt hij met grote regelmaat diverse trainingen voor klanten van KPMG.



**Gosse  
Alserda**

Gosse Alserda begon in 2017 bij Aegon Asset Management als Investment Strategist en is sinds 2018 teamlid van het overkoepelende Client Investment Solutions Team. Hij adviseert fiduciaire klanten omtrent de strategische asset allocatie. Alserda studeerde Bedrijfseconomie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam, waar hij ook promoveerde in Finance. Alserda is verbonden aan de Rijksuniversiteit Groningen en is CFA en CAIA charterholder.



**Henk  
Bets**

Henk Bets heeft na het afronden van zijn studie Actuariële Wetenschappen in diverse functies bij levensverzekeraars gewerkt. Vanaf 1996 is hij werkzaam in de pensioensector. Eerst als Hoofd Actuariële Zaken bij PVF Pensioenen en daarna als Directeur en Eigenaar van Actuariële Adviesbureau Confident. Bets adviseert pensioenfondsen, werkgevers, ondernemingsraden, vakbonden, pensioen-uitvoerders en steeds vaker deelnemers.



**Wilse  
Graveland**

Wilse Graveland is Hoofd van Fiduciary Management & Institutional Solutions bij Van Lanschot Kempen. Hij is verantwoordelijk voor alle institutionele oplossingen binnen Van Lanschot Kempen en is sinds 2004 werkzaam bij de vermogensbeheerder. Daarnaast is hij Account CIO voor een aantal fiduciaire relaties en verantwoordelijk voor de fiduciaire dienstverlening in Nederland, Engeland en Zwitserland.



**Marcel  
Kruse**

Marcel Kruse is Director of Portfolio Solutions en verantwoordelijk voor Milliman Financial Strategies, de hedging en overlay solutions-entiteit van Milliman. Ook adviseert hij Nederlandse pensioenfondsen over het beheer van financiële balansrisico's. Kruse is afgestudeerd aan de Vrije Universiteit in Bedrijfskunde van de Financiële Sector en hier heeft hij daarna ook zijn post-doctoraal Investment Management behaald.



**Gerard  
van de Kuilen**

Gerard van de Kuilen heeft in 2005 Cavani Analyse & Advies opgericht, een adviesbureau dat gespecialiseerd is in beleggingsbeleid, balansbeheer en ALM. Daarnaast bekleedt hij verschillende nevenfuncties bij onder meer Bedrijfs-takpensioenfondsen voor het Kappersbedrijf, NV Schade en Pensioenfonds Eriks. Van de Kuilen is afgestudeerd als Bedrijfseconometrist (Erasmus Universiteit).



**Jeroen  
Roskam**

Jeroen Roskam is 19 jaar werkzaam in de financiële sector en werkt sinds maart 2017 als Fiduciair Adviseur bij Achmea Investment Management. In deze functie adviseert hij pensioenfondsen en is hij nauw betrokken bij vraagstukken op het gebied van beleggingsbeleid, risicobeheer en portefeuilleconstructie. Daarvoor werkte hij als Client Advisor bij J.P. Morgan Asset Management en als Portfolio Manager bij Schretlen & Co. Roskam is CFA charterholder.



**Martin  
Sanders**

Martin Sanders is sinds 2020 werkzaam bij AXA Investment Managers als Head of Pension Investments. Hiervoor was hij Managing Director bij Altis Investment Management. Sanders werkt sinds 1991 in de Nederlandse en Europese pensioenwereld. Gedurende 11 jaar was hij CIO bij Univest Company. Zijn expertise strekt zich uit van LDI-beheer en strategische en dynamische assetallocatie tot managerselectie en -monitoring.



**Stef  
Vermeulen**

Stef Vermeulen is als Master Actuaris voor Pensioenfondsen Zorg & Welzijn (PFZW) werkzaam bij PGGM. Hij geeft het bestuur van PFZW onafhankelijk advies over de pensioenregeling en de financiële opzet, waaronder het beleggingsbeleid. Ook vervult Vermeulen de rol van Actuariële Sleutelfunctiehouder van PFZW. Sinds 2006 is hij werkzaam bij PGGM als ALM-adviseur voor meerdere pensioenfondsen. Hij gaf ook leiding aan het ALM-team.



**Anton  
Wouters**

Anton Wouters is sinds 2017 verantwoordelijk voor maatwerkoplossingen voor pensioenfondsen, bedrijven en verzekeraars. In 1984 startte hij bij Amro Bank en in 2004 werd hij verantwoordelijk voor LDI en fiduciair management bij ABN AMRO Asset Management, een voorganger van BNPP AM. In deze rol heeft Wouters het volledige LDI-productgamma en risicomangement opgezet. Hij is afgestudeerd in de Wiskunde aan de TU Delft.

een jonge deelnemer. Het opgebouwde kapitaal is relatief klein, de uitkeringsfase nog ver weg, de eindsom onzeker en we moeten gaan accepteren dat de nieuwe regeling onzekerheid mag hebben. Anders blijven we het oude doen in een nieuw jasje.’

**Gerard van de Kuilen:** ‘Het wordt dynamischer. We zitten nu klem in tijden van extreem lage rente binnen dat FTK, waardoor we eigenlijk nog steeds langlopend vastrentend moeten beleggen. We krijgen wat meer ruimte om portefeuilles bij te sturen afhankelijk van het niveau van de rente. Tegelijkertijd is deze opmerking levensgevaarlijk, want als we dit al vijf of zes jaar geleden hadden toegepast, hadden we misschien vanwege de extreem lage rente het lange eind van de portefeuille verkocht, met het idee dat het bijna niet mis zou kunnen gaan.’

**Wouters:** ‘We hebben 15 jaar lang gedacht dat de rente vooral omhoog kon gaan. Daardoor zijn pensioenfondsen niet alles gaan afdekken, terwijl de rente alleen maar omlaag is gegaan sinds de introductie van het FTK. Ik denk dat die dynamiek ertoe leidt dat je de kans krijgt te profiteren van dingen waarvan je nu geen gebruik mag maken omdat je bijvoorbeeld niet meer risico mag nemen.’

**Van de Kuilen:** ‘Ik hoop dat pensioenfondsbesteders niet op basis van een kortetermijnvisie zulke bewegingen zullen maken. Dat is wel het risico dat er in zit. Ik heb discussies meegemaakt bij pensioenfondsen in 2007, toen de eerste pensioenwet kwam en het renterisico ineens een rol begon te spelen. Daar hebben we eerst vijf jaar over gediscussieerd en toen werd er geconstateerd dat we misschien vijf jaar geleden iets minder renterisico hadden moeten nemen. Ik mag hopen dat we vooral uitgaan van wat we willen bereiken. De kracht van wat we nu doen, is de toegezegde uitkeringen centraal stellen. Over hoe we dat precies doen, kunnen we een hele discussie voeren, maar we blijven ons met beleggingen steeds richten op de doelstelling om te zijner tijd uit te keren. Als je meer naar een asset-only benadering gaat, dan zul je zien dat er dingen misgaan. Rendementen vanuit beleggingsperspectief zullen weliswaar prima passen, maar in

combinatie met wat je probeert te bereiken, kan het misgaan.’

### **Wat gebeurt er als je een lifecyclebenadering toepast, waarbij per generatie of per leeftijdscohort meer of minder risico zal worden genomen?**

**Stef Vermeulen:** ‘Als je de standaard lifecyclebenadering pakt en toepast op een gemiddeld pensioenfonds kom je ongeveer op het huidige beleggingsbeleid uit. De vraag is echter of dat, gegeven de risicohouding, doelstellingen en de manier waarop je schokken gaat spreiden, diezelfde standaard lifecycle gaat opleveren. De mogelijkheid om leeftijdscohorten passende risico's toe te delen, kan bijvoorbeeld tot afwijkingen van die standaard lifecycle leiden. Als je in het algemeen kijkt naar de pensioenen die worden ingevaren, dan zijn dat vrij hoge, goede pensioenen. In het deelnemersonderzoek zijn er deelnemers die daardoor zeggen: wij hebben wel behoefte aan een defensiever beleid. Of dat verstandig is, is een andere vraag, maar het zijn wel hele cruciale keuzes voor de hoeveelheid zakelijke waarden die uiteindelijk in een portefeuille terecht komt.’

**Sanders:** ‘Met de introductie van een lifecyclebenadering per leeftijdscohort introduceer je rendementsverschillen per deelnemer uit verschillende cohorten. Ieder jaar zullen er deelnemers zijn wier behaalde rendement tegenvalt en verschilt van de deelnemers uit cohorten waar het rendement meevalt. Ik verwacht dat dit voor veel vragen en verwarring gaat zorgen. Nu heeft het pensioenfonds het ‘goed’ of ‘slecht’ gedaan, straks is dit niet meer zo eenduidig. Van ontevreden deelnemers van wie het rendement tegenvalt, kunnen meer vragen worden verwacht.’

**Wouters:** ‘Voor jongere pensioenfondsen, waar het vermogen veel meer richting jongere deelnemers gaat, zul je een verandering zien, maar voor het gemiddelde pensioenfonds niet. Voor pensioenfondsen met veel oudere deelnemers moet je je afvragen of je niet zelfs al defensiever moet gaan beleggen.’

**Vermeulen:** ‘Stel dat de lifecycle wordt ingericht op basis van de optimale verde- >

‘Het positieve aan het NPC is dat de premie, risico-preferenties en verwachte rendementen samen het geheel vormen en dat je een optimale balans moet zoeken voor duurzaam pensioenresultaat.’



ling van risico over de levensloop van een gemiddelde deelnemer die zijn leven lang bij het fonds deelneemt. Dit is een dilemma waar ook de vraag onder valt of je de leenrestrictie gaat opheffen. Voor hetzelfde voorbeeldpensioenfonds betekent dit dat de beleggingsrisico's meer aan het begin van de levensloop van deelnemers worden gelopen. Omdat dit voor bestaande 55-jarige deelnemers tot een defensievere lifecycle leidt, wordt het collectieve beleggingsbeleid een stuk defensiever.'

**Graveland:** 'Vanuit het oogpunt risicomanagement op maat (lifecycle) is het de vraag of het huidige toezichthouderskader beklemmend is geweest. Het startpunt is in elk geval een nominaal kader, omdat deelnemers een bepaalde mate van zekerheid willen. Ik denk dat er in de toekomst veel meer discussie komt over wat je voor jongeren en wat je voor ouderen/gepensioneerden wilt bereiken. Wil je een nominale doelstelling of een reële doelstelling voor opbouw en/of uitkeringen en hoe breng je dat samen in één regeling? Dit is in lijn met de risicomanagement-opmaat-gedachte. Afhankelijk van de populatie en de uitgangspunten van sociale partners kan daar een totale beleggingsmix uitkomen die per pensioenfonds sterk kan verschillen. Ik denk dat het heel lastig is om te generaliseren wat de implicaties

voor de beleggingen zijn en dat de uitkomst heel afhankelijk is van de risicopreferentie en populatie.'

**Van de Kuilen:** 'Wat wordt ons doel überhaupt als we met z'n allen bedenken dat een reëel pensioen het enige is wat telt met de lange looptijden die we hebben? Ik hoop dat dit echt in de regelgeving eromheen komt en zo niet, dan denk ik dat je iets mist. De vraag is wat defensief beleggen nu eigenlijk is. Ik ben voorzitter bij het Pensioenfonds Kappers en we hebben netjes de helft van het renterisico afgedekt. We komen vervolgens over de afgelopen zes jaar – dit jaar niet overigens – in de staatjes van het FD als best presterende bedrijfstakpensioenfonds naar boven. Beleggen we nu zo offensief? Welnee, we hebben hele jonge deelnemers waardoor we dus een deel van de renteafdekking moeten zoeken in langlopende swaps en obligaties. Die hebben het door de gedaalde rente heel goed gedaan. Dat is geen offensief beleggen, maar het gevolg van de langlopende verplichtingen. Tegelijkertijd is dat nu net het effect waarvan ik bang ben dat we dat kwijtraken als we ons niet richten op de vraag wat we per se aan de deelnemers willen uitkeren.'

**Roskam:** 'Ik denk dat we voorzichtig moeten zijn met de wens voor regelgeving

rondom het vraagstuk van inflatiebescherming c.q. reëel pensioen. Als je dat als norm gaat invoeren, dan zoeken pensioenfondsen ook instrumenten die daarbij passen: inflation-linked bonds en inflatiewapen. En we moeten onderkennen dat die markten te klein zijn om aan de potentiële vraag van pensioenfondsen tegemoet te komen. Een reële doelstelling is mijns inziens goed in te vullen door het streven naar een robuust overrendement en/of het inrekenen van een marge voor inflatie in het projectierendement.’

**Gosse Alserda:** ‘Ik zie zelf de beweging naar asset-only waarover gesproken wordt niet. Deelnemers blijven sterk afhankelijk van de rente en daarom blijft het vanuit risicoperspectief belangrijk om de rente af te dekken. Afhankelijk van je rentevisie kan de renteafdekking – bijvoorbeeld via oprenting – ook een bijdrage leveren aan het verwacht rendement, waardoor voor jongeren de renteafdekking extra waarde kan toevoegen. Kortom, wellicht wordt er zelfs meer afgedekt dan nu het geval is.’

**Van de Kuilen:** ‘Ik zie het niet als risico, omdat ik de regelgeving eromheen nog niet heb gezien. Dus als je in beeld houdt wat we te zijner tijd nu echt uitkeren en als dat goed handen en voeten krijgt, zodat het begrepen wordt door mensen, dan ben ik het helemaal met je eens en gaan we een mooi stelsel tegemoet. Als dat op iets onbegrijpelijk uitdraait, waar bij eindeloos wordt gediscussieerd door actuarissen en technuten en iedereen die dat rekenwerk interessant vindt, dan ben ik bang dat we naar asset-only gaan, want dat begrijpen die bestuurders beter.’

**Graveland:** ‘Het is altijd heel mooi om te zeggen: we willen reëel pensioen. Maar het wordt ook heel snel een valse belofte, doordat een nominale en reële doelstelling door elkaar heen lopen en het voldoen aan beide lastig valt te combineren.’

**Van de Kuilen:** ‘Belangrijk is dus vooral dat je inderdaad eenduidig bent. Pas sinds de introductie van de haalbaarheidstoets in 2015 wordt naar de vraag gekeken wat eigenlijk de waardevastheid van een pensioen is. Daarom juich ik om die haalbaarheidstoets, ondanks alle beperkingen die deze heeft. Het is het enige

punt in de regelgeving waar daadwerkelijk naar koopkracht wordt gekeken.’

### **Hoe positioneren pensioenfondsen zich in de periode vóór de invoering van het NPC, gedurende het ‘interim-FTK’?**

**Sanders:** ‘Ik denk dat er een tweedeling zal ontstaan. Pensioenfondsen die het zich kunnen veroorloven om risicovol te beleggen, ook binnen het huidige FTK, gaan opschuiven naar een optimale portefeuille onder het NPC. Elke stap die ze gaan zetten in de komende jaren, zal in die richting gaan. Ik denk dat er daarnaast een groep pensioenfondsen is die zich dat helemaal niet kan veroorloven en die vreest de grens van het invaren niet te zullen halen en wellicht moet gaan korten. Die fondsen kunnen wel eens reageren door defensiever te gaan beleggen om er zeker van te zijn dat zij de minimale grens van 95% zullen halen.’

**Roskam:** ‘Er ontstaat mogelijk een spagaat: minder risico nemen op korte termijn om grote kortingen te vermijden bij invaren versus risicobudget inzetten om aan de langetermijnambitie te voldoen. Er kan zich een status quo bias ontwikkelen. Het transitie-FTK kent nog steeds een dekingsgraad, waardoor pensioenfondsen – net als nu – primair kijken naar dekingsgraadrisico’s.’

**Henk Bets:** ‘Naast het afdekken van beleggingsrisico’s zijn er nog twee manieren waarop de gevolgen van negatieve beleggingsresultaten vlak voor invaren kunnen worden beperkt. De eerste is door bij invaren gebruik te maken van Value Based ALM en de tweede is door het projectierendement aan te passen. Het nadeel van Value Based ALM is dat het minder transparant is en bepaalde groepen zich makkelijk benadeeld kunnen voelen. Dit laatste geldt ook voor de keuze voor het aanpassen van het projectierendement.’ >

‘Er ontstaat mogelijk een spagaat: minder risico nemen op korte termijn om grote kortingen te vermijden bij invaren versus risicobudget inzetten om aan de langetermijnambitie te voldoen.’

## ‘We krijgen wat meer ruimte om portefeuilles bij te sturen afhankelijk van het niveau van de rente.’

**Kruse:** ‘Ik zie eigenlijk een aantal elementen in deze discussie. Als je deze discussie met pensioenfondsen voert, dan voer je die eigenlijk vanuit de huidige situatie, de huidige portefeuille et cetera. Ook gaat het over waar ze heen willen: een stip op de horizon. Verder zitten daar lijntjes omheen waar ze binnen moeten blijven. Die lijntjes worden steeds krapper, want naarmate je dichterbij dat doel komt, wil je de risico's van de transitie als het ware wel goed managen. Je wilt niet dat het ‘pensioenschip’ met de haven in zicht zinkt doordat er moet worden gekort. Dat wordt een heel belangrijk element.’

**Graveland:** ‘Het is procesmatig lastig om je vooraf te positioneren. Dat kan een pensioenfonds zich niet zomaar veroorloven. Bij elke beslissing moet worden afgewogen of de implicaties van het nieuwe Pensioenakkoord zijn meegenomen. Op de korte termijn zie ik wel dat bij beslissingen die worden genomen de eventuele impact inzichtelijk wordt gemaakt om keuzes te voorkomen die niet passen in beide nieuwe contracten. Als je naar de inhoud gaat, zijn er wel al pensioenfondsen bezig met gesprekken met sociale partners, maar het maakt wel uit welke keuze wordt gemaakt. Op het moment dat je weet dat het WVP wordt, zullen er andere keuzes mogelijk zijn dan dat het NPC wordt, waar de discussie over bestaande en nieuwe rechten dwars doorheen loopt. Probeer in elk geval bij elke stap die je de komende tijd neemt wel te toetsen, want dat hoort bij de bestuurlijke verantwoordelijkheid.’

**Vermeulen:** ‘Dat is uiteraard afhankelijk van de verschillen tussen het huidige en het toekomstige beleggingsbeleid. Weinig verschil betekent weinig noodzaak om voor te sorteren. Maar ook de financiële positie is hierbij belangrijk. Pensioenfondsen zitten nog in het huidige FTK met dekkingsgraden en dreiging van nominale verlagingen. Dat is een moeilijke afweging

tussen risico toevoegen in FTK-context ten opzichte van het vooruitlopen op nieuw beleid in een nieuw contract.’

### Gaat er een (significant) verschil ontstaan in de beleggingsportefeuilles onder het NPC en de WVP?

**Roskam:** ‘Ik zie in beginsel twee verschillen: ten eerste de inrichting van de renteafdekking en ten tweede de allocatie naar illiquide beleggingen. In het NPC kan ervoor worden gekozen om ook de jongere deelnemers een deel van het beschermingsrendement toe te rekenen. Binnen de WVP zal dat binnen de lifecycle moeten worden ingeregeld en gaat dit mogelijk ten koste van de allocatie naar zakelijke waarden. En ten aanzien van illiquide beleggingen geldt dat meer keuzevrijheid binnen de WVP ten koste gaat van de ruimte voor illiquiditeit binnen de portefeuille.’

**Sanders:** ‘Onder het NPC wordt er nog steeds voor de deelnemers gekozen welke risicohouding en beleggingsmix het beste bij hen past. Maar niet iedere jongere heeft dezelfde hoge risicovoorkeur en menig oudere kan een hoger risicoprofiel dragen vanwege gunstige persoonlijke financiële omstandigheden. In de WVP kunnen zij beter tot hun recht komen door andere keuzes die gemaakt kunnen worden. Dit gaat wel hogere eisen stellen aan de begeleiding van deelnemers door pensioenfondsen in de keuzes die deelnemers moeten maken.’

**Alserda:** ‘Tijdens het invaren moeten eventuele kortingen ineens worden genomen. Risico's kunnen zich eerder manifesteren. Met een gelijke risicohouding pleit dit wellicht voor minder beleggingsrisico's. Er is echter sprake van tegenovergestelde belangen voor jong en oud. Voor ouderen is het gewenst om minder risico te nemen, omdat die de risico's bij het invaren direct in hun portemonnee zien, terwijl jongeren een lange horizon hebben waardoor het invaren niet direct relevant is. Die zien het effect pas over dertig tot veertig jaar. Het is belangrijk dat het bestuur die belangen goed en evenwichtig afweegt.’

**Bets:** ‘Als we kijken naar het nieuwe stelsel, dan is dat voor gepensioneerden bijna uitsluitend nominaal. Alle uitwerkingen



zijn gericht op nominale zekerheid. De solidariteitsreserve is gericht op behoud van de nominale uitkering. Er wordt een risico gemeten ten opzichte van de nominale uitkering. Spreiden van resultaten over de tijd is puur gericht op het stabiliseren van de nominale uitkering. De hele gedachtegang voor gepensioneerden is dus nominaal, terwijl de belofte van het Pensioenakkoord was dat er eerder wordt geïndexeerd. Als je nominaal gaat sturen, ben je van een ding zeker: dan ga je ook een nominaal pensioen krijgen en geen reëel pensioen. Als dat je bedoeling is, dan is dat prima. Maar het zal bij veel deelnemers en gepensioneerden tot teleurstelling leiden.'

**Wouters:** 'Ik heb wel één vraag: als we met z'n allen verwachten dat we toch een beetje in een nominaal kader blijven, dat er dan ook niet zo veel verandert aan het beleggingsbeleid, kortom, dat alles blijft bij het oude, waarom doen we dit dan eigenlijk?'

**Kruse:** 'De verschillen tussen beide contracten zijn vrij beperkt en er is ook geen reden om ervan uit te gaan dat de risicohouding, de pensioenambitie of de pensioenpremie significant anders worden in het nieuwe pensioenstelsel. Daarnaast ben ik van mening dat het concept van renterisico in beide stelsels niet veel verschilt. Dus hierdoor is significant minder renterisico

afdekken of andere beleggingsinstrumenten gebruiken in de WVP+ ten opzichte van het NPC geen fundamentele drijver om de portefeuille anders in te richten. Daarnaast ben ik van mening dat de structuur van de huidige DC-portefeuilles die worden gemanaged door PPI's (vaak gericht op eenvoud en lage kosten) niet het voorbeeld hoeven te zijn voor de toekomstige inrichting. Pensioenfondsbestuurders kunnen net zoals in het NPC binnen de WVP+ een complexe portefeuille inrichten. Als de intentie van de pensioenbestuurders gelijk is, dan zou de invulling van de beleggingsportefeuille niet significant anders moeten zijn binnen het NPC of de WVP+.'

**Van de Kuilen:** 'Ik mag bijna hopen dat de lijn niet verandert in aanloop naar het transitie-FTK, want dan zou er iets mis zijn met het huidige beleggingsbeleid. We zijn nog steeds bezig met langetermijnbeleggen. Ik hoop dat we in beeld houden dat we die uitkeringen willen doen aan de >

**'Als je nominaal gaat sturen, ben je van een ding zeker: dan ga je ook een nominaal pensioen krijgen en geen reëel pensioen.'**

deelnemers. Die transitie is niet zo heel bepalend voor de beeldvorming. Wel wat er te zijner tijd uitkomt. Dus als we ons beleid gaan aanpassen omdat we onze dekkingsgraad op het transitie moment willen beschermen, dan zijn we met raar beleid bezig. Geprobeerd is om dat met het nFTK juist te voorkomen. Het zou heel raar zijn als je het beleid drastisch omzet alleen vanwege het moment van invaren.'

**Wouters:** 'Ik ben het wel met je eens dat als je rond de 100 zit, je wel zal proberen dit vast te houden, maar niet al te veel te veranderen. Ik zit misschien iets dicht tegen mijn pensioen aan, maar als ik een pensioenfonds heb met een dekkingsgraad van 125/130 en dat pensioenfonds besluit om op, zeg, 1 januari 2026 in te varen en er vindt toevallig op 30 juni 2025 een enorme aandelencrash plaats en de dekkingsgraad gaat 30-40 procentpunten naar beneden – zoals we dat natuurlijk in 2008 gezien hebben – dan zou ik me als pensioenfondsbestuurder toch even ongemakkelijk voelen. Het vasthouden van een bepaalde dekkingsgraad is van belang voor de overstap naar het nieuwe stelsel en je hebt er dan niets aan gedaan.'

**Van de Kuilen:** 'Volgens mij is er iets anders aan de hand op dit moment. De grens voor indexatie wordt verlaagd en dat betekent dat er een grotere groep pensioenfonds is die weer kan indexeren. Ik denk dat die indexatieruimte benut zal worden en dat fondsen op een dekkingsgraad van vlak boven 105% invaren. Als er vlak voor het transitie moment toch een crash komt, moet er helaas worden gekort, maar wel op door die indexatie verhoogde rechten. Ik verwacht niet dat er grote buffers worden aangehouden alleen om het risico van korten op het transitie moment te verkleinen.'

**Graveland:** 'In deze discussie komt de kern van het huidige pensioencontract issue op tafel te liggen: de one size fits all-benadering van het huidige pensioencontract. Eigenlijk zie je dat de belangen tussen leeftijdscohorten verschillen en de wijze waarop we nu een risicohouding definiëren een grote tekortkoming is, omdat belangen botsen. Dat wordt door dit ene invaarmoment uitvergroot, waarbij gedeeld rente- en beleggingsrisico in een keer

volgens risicomanagement op maat (lifecycle) gaat worden toegewezen. Wat mij verder opvalt in de hele discussie: we praten heel graag over de impact van de dekkingsgraad bij invaren of omzetten. Als we het terugbrengen naar de impact voor de deelnemer, dan is het gerealiseerde opbouwpercentage ook relevant, evenals afspraken over premies in het verleden. Dat mis ik eigenlijk nog in deze discussie.'

**Van de Kuilen:** 'Als er gekort zou moeten worden op het moment van invaren, dan staat er nergens dat dat tekort over alle deelnemers gelijkmatig moet worden verdeeld. Het besluit moet evenwichtig zijn. Als je zegt dat we de risico's blijven lopen omdat dit beter is voor de jongere deelnemers, betekent het dat als we straks korten, we ook verschil moeten maken tussen verschillende leeftijdscohorten.'

**In het NPC wordt het individuele pensioenkapitaal gecombineerd met een collectief belegd vermogen. Welke uitdagingen brengt de herverdeling van het rendement van het collectief belegd vermogen naar de individuele deelnemers met zich mee? Is er een geprefereerde methodiek om de rendementen te verdelen? Welke operationele uitdagingen zijn er en hoe kunnen deze worden opgelost?**

**Kruse:** 'Er is volgens mij al wel redelijk wat gezegd over de rendementsverdeling. Als je in het NPC zit, met individuele pensioenpotjes en één grote collectieve beleggingspot, dan zie ik daar zelf een uitdaging in. Die rendementen moeten immers op de een of andere manier weer terugkomen in de individuele pensioenpotjes en worden herverdeeld richting de deelnemers. Dat is echt een tegenstelling ten opzichte van wat we nu hebben. Administratiesystemen gaan daar een hele grote rol bij spelen. Individuele beleggingspotjes en beleggingsrisico's worden allemaal in stukjes gehakt. Iedereen zet een stukje hier en een stukje daar. En daarna moet het vermogen terugkomen naar de deelnemer met het behaalde rendement. Ik denk dat IT daarin een hele belangrijke rol gaat spelen. Daarnaast wordt de uitvoering van de beleggingen complexer, omdat er intensieve communicatie moet plaatsvinden tussen de uitvoerder van



de beleggingen en de pensioenadministratie. Deze laatste heeft immers inzicht in het opgebouwde pensioenvermogen.’

**Roskam:** ‘Het rendement kan op twee manieren worden verdeeld. Enerzijds kun je hele zuivere rendementen gaan verdelen, zodat alles optelt tot 100%. Het gevolg is dat je dan heel erg richting de WVP-systematiek gaat bewegen en dan kun je jezelf de vraag stellen of je niet gewoon volledig de kant van de WVP op moet. Anderzijds kun je zeggen: we gaan gewoon papieren rendementen verdelen en we accepteren de verschillen die daaruit ontstaan. Dat heeft minimale effecten op de beleggingsportefeuille, maar heeft potentieel veel impact op het overrendement. Dit lijkt wel het meest op de eerste beschrijvingen van het systeem, zoals we hebben gezien. Mogelijk zeggen werkgevers dat we die effecten altijd al hadden. Dus maken we ons er niet zo heel druk om en bestempelen we het als solidariteit.’

**Bets:** ‘Als een gewezen deelnemer een waardeoverdracht wil doen, dan moet dit binnen een redelijke termijn kunnen worden uitgevoerd. Die mensen kan je niet allemaal tot ergens in het volgende jaar laten wachten. Ook als het pensioenfonds fouten maakt, moeten die worden hersteld. Toerekenen van resultaten eens per jaar past daar niet bij. Pensioenfondsen zijn nu gewend om indexaties of kortingen eens per jaar toe te kennen. In DC-regelingen worden beleggingsresultaten per dag of maand bepaald. Pensioenfondsen komen terecht ‘in een wereld die ze niet gewend zijn’. Daar gaat straks best wel een flinke uitdaging in zitten.’

**Alserda:** ‘Hoewel het vaststellen van de juiste toedelingsfactoren voor alle leeftijdscohorten een complexe exercitie is, is het eenmaal toedelen van de rendementen minder complex. Dit komt in feite neer op het toepassen van de verdeelregels zoals die van tevoren zijn vastgesteld. Het is echter wel belangrijk dat de collectieve portefeuille in grote lijnen overeenkomt met de optelling van toedelingen aan overrendement en beschermingsrendement van alle deelnemers.’

**Roskam:** ‘Dat ben ik met Alserda eens. Het systeem wordt lastig uitlegbaar als de

beleggingsportefeuille niet voldoende aansluit op de theoretische rekenregels.’

### **Is er een wezenlijk verschil tussen de constructie van de ‘matching- en returnportefeuilles’ waar veel pensioenfondsen nu mee werken? En straks met het ‘beschermingsrendement en overrendement’?**

**Sanders:** ‘Dat hangt mijns inziens af van de keuze of je de beschermingsportefeuille daadwerkelijk belegt in een matchingachtige structuur. In dat geval zal het verschil relatief klein zijn vergeleken met de huidige situatie. Maar als het beschermingsrendement alleen wordt toegerekend op basis van een formule die weer als basis de RTS heeft, dan zou het concept van matching en return anders ingevuld kunnen worden. Renteaftdekking blijft van groot belang voor deelnemers. Uiteindelijk is de ambitie van een deelnemer om een geïndexeerd waardevast pensioen te ontvangen. In die ambitie passen ook Inflation Linked Bonds.’

**Roskam:** ‘Als een pensioenfonds nu een optimale rendementsportefeuille heeft bepaald met de beste risico/rendementsafweging, waarom zou je dat dan ineens anders bezien onder het nieuwe contract? Een optimale rendements- of matchingportefeuille zou dus ook optimaal moeten zijn onder het NPC. Maar er kunnen andere redenen zijn om toch andere doelstellingen na te streven. Bijvoorbeeld een focus op het beperken van neerwaarts risico omdat individuele deelnemers doorgaans een aversie tegen verlies hebben. Qua matching zal het wel veranderen (minder exposure naar 40-50 jaar). Afdekprincipes blijven grotendeels hetzelfde, maar de verdeling over de curve zal ongetwijfeld veranderen.’

**Alserda:** ‘De theoretische methode – methode 1 – van het beschermingsrendement >

‘Ik denk dat er een tweedeling zal ontstaan. Pensioenfondsen die het zich kunnen veroorloven om risicovol te beleggen gaan opschuiven naar een optimale portefeuille onder het NPC. Pensioenfondsen die zich dat niet kunnen veroorloven kunnen weleens reageren door defensiever te gaan beleggen.’



heeft als voordeel dat er geen schot zit tussen de matching- en de returnportefeuille. Hierdoor kun je de gehele beleggingsportefeuille efficiënter inrichten. Zo kun je bij hypotheke de rentegevoeligheid toedelen aan het beschermingsrendement en het spreadgedeelte aan het overrendement, waardoor je meer diversificatie krijgt binnen het overrendement. Van 'ex ante'-hervdeling is ook bij deze methode geen sprake, want jongeren krijgen via het overrendement zowel het risico als de risico-opslag. Oftewel, ze worden er eerlijk voor gecompenseerd. Tegelijkertijd profiteren ouderen van een perfecte renteafdekking. Het nadeel is dat inflatie-afdekking binnen deze verdeling niet mogelijk is via het beschermingsrendement. Dat zou een reden kunnen zijn om voor de methode op basis van feitelijke rendementen te kiezen.'

**Kruse:** 'De doelstelling van de matchingportefeuille in het huidige stelsel is niet anders dan de doelstelling van het beschermingsrendement in het nieuwe stelsel. Het moet de deelnemers beschermen tegen een verandering van de rente op het toekomstige pensioen. In het huidige stelsel wordt de rentegevoeligheid van de pensioenverplichting afgedekt. In het nieuwe stelsel is er geen pensioenverplichting/aanspraak, maar een pensioenambitie, deze is afhankelijk van de stand van de rente. Effectief

verandert hierdoor het renterisico van het pensioenfonds niet of nauwelijks (verdisconteren pensioenverplichting versus oprenting pensioenpremie). Wel verwacht ik dat pensioenfondsen meer van het renterisico gaan afdekken, omdat oudere deelnemers waarschijnlijk meer zekerheid willen dan ze nu hebben. Ouderen bezitten gezamenlijk het overgrote deel van het belegd vermogen en hierdoor stijgt het percentage van de renteafdekking. De renteafdekking zal hierdoor wel verschuiven van de langere looptijden naar de kortere looptijden.'

**Zal er in het nieuwe pensioenstelsel meer worden belegd in illiquide asset classes? En hoe gebeurt dat onder de WVP? Wat gebeurt er met de waardering als deelnemers uit het contract stappen?**

**Vermeulen:** 'De huidige groei in illiquide beleggingen zal zich voortzetten. Het nieuwe stelsel an sich heeft daar niet heel veel impact op. Om adequate pensioenen te bieden, zal er veel zakelijke waardenrisico nodig zijn, waar illiquide beleggingen een waardevol onderdeel van zijn. De contractkeuze is minder bepalend voor de omvang van illiquide beleggingen dan de karakteristieken en voorkeuren van het pensioenfonds zelf. Uiteindelijk zal in de WVP waarschijnlijk minder in illiquide

worden belegd, maar dat ligt vooral aan het type fondsen dat daarvoor zal kiezen.’

**Roskam:** ‘Niet per se meer. Illiquide beleggingscategorieën zijn en blijven belangrijk om een robuuste beleggingsportefeuille mee te bouwen. Dat ben ik met Vermeulen eens. Beleggingscategorieën zoals infrastructuur werken diversifiërend en verlagen zo het overall risico van een portefeuille. Het ontbreken van een dagelijkse waardering heeft twee kanten: het zorgt voor minder schommelingen in de portefeuille. Dit is weliswaar een kunstmatig effect, maar het geeft enige rust bij de communicatie over persoonlijke pensioenkapitalen. Daar tegenover staat dat de waardering een punt van aandacht is bij overdrachtsmomenten. Dit vereist goede communicatie en aandacht van het bestuur. Die waarderingssissues spelen nu ook al binnen DB als een deelnemer overstapt naar een andere uitvoerder of met pensioen gaat. En alhoewel illiquiditeit eenvoudiger is binnen het NPC, zien wij daarvoor ook voldoende mogelijkheden binnen de WVP. Maar zoals eerder gezegd, meer keuzevrijheid heeft een beperkende werking voor de maximale allocatie naar illiquide beleggingen.’

**Sanders:** ‘Het zal in de nieuwe situatie niet zo zijn dat fondsen heel veel meer in illiquide beleggingen kunnen en mogen gaan beleggen. De risicohouding van deelnemers en de zorgplicht vanuit het pensioenfonds, ook qua begrijpelijkheid en uitlegbaarheid, zal grenzen stellen aan deze categorieën. Ik verwacht dat de toezichthouder hiervoor nieuwe kaders zal ontwikkelen.’

**Wouters:** ‘Het zal heel moeilijk worden om een juiste waardering per potje te creëren, zeker als mensen van het ene pensioenfonds naar het andere pensioenfonds willen overstappen. Dat is wel een uitdaging. Hoe gaan wij als pensioensector dit probleem oplossen? Want uiteindelijk maakt het beleggen in illiquide beleggingen portefeuilles stabiel en efficiënter, zeker nu die VEV-verplichting gaat vervallen. Ik denk zelf dat het heel goed is om illiquide beleggingen in de beleggingsmix te stoppen. Alleen voor de waardering moeten we echt een oplossing zien te vinden.’

## ‘Meer keuzevrijheid heeft een beperkende werking voor de maximale allocatie naar illiquide beleggingen.’

**Graveland:** ‘Ik vind dat die discussie overtrokken wordt, aangezien waardering lastig is. Het hebben van een groot collectief binnen een pensioenfonds, waarbij je de transacties binnen het collectief doet en niet buiten het collectief, maakt de discussie over illiquiditeit wel een heel stuk makkelijker. Dit is lastig bij een individueel en/of vrijwillig pensioencontract, maar het NPC en de WVP (met beperkte keuzevrijheid) zijn beide collectieve contracten. De collectiviteit binnen het pensioenfonds (ook WVP) is een groot goed. Dat is in mijn ogen de kern van de illiquiditeitsdiscussie, omdat je gewoon relatief kleine transacties tussen deelnemers faciliteert. Niet in de marktomgeving, maar in een groep die voor een lange termijn (en met enige solidariteit) aan elkaar verbonden is en waarbij een waardering van één dag niet alles uitmaakt. Voor fondsen met veel mobiliteit en waardeoverdrachten ligt dit iets genuanceerder, omdat er minder zicht is op de ontwikkeling van het collectieve vermogen. Met een breed gespreide illiquide portefeuille is er echter ook sprake van spreiding en balans bij het doorgeven van vertraagde waarderingen, die overigens ook nu al bestaan onder het huidige pensioencontract.’

**Wouters:** ‘In de huidige DC-regelingen zitten ook illiquide assets, maar dat zijn vaak Nederlandse hypotheken. We hebben al situaties gezien dat pensioenfondsen bij wijze van spreken de jaarverslagen moeten aanpassen omdat er nog een herwaardering komt van een private equity-portefeuille. Ja, dat is nu ook al het geval, maar dat is toch een probleem?’

**Kruse:** ‘Perfectie bestaat niet. Wat ik mijzelf afvraag is: zou het niet mogelijk zijn om een methodologie neer te leggen, een standaardisatie met parameters, en ons daar vervolgens als pensioenfondssector aan te conformeren? Zo’n methodologie moet toch op tafel te leggen zijn?’ ■

### IN HET KORT

De vraag of beleggen onder het NPC grote verschillen oplevert, vergeleken met het huidige nFTK, is bron van veel discussie.

Uiteindelijk is de stem van de sociale partners leidend en moet er in samenhang worden gekeken naar premieafspraken, verwacht rendement en verwacht pensioenresultaat. In deze Ronde Tafel werd ook de one size fits all-benadering van het huidige pensioencontract blootgelegd. Dit kan leiden tot een botsing van belangen.

De dekkingsgraad is een belangrijk onderwerp in het debat over het nieuwe pensioenstelsel, maar het is zaak om de discussie steeds terug te brengen naar de deelnemer en daarin ook aspecten als opbouwpercentages en premieafspraken mee te nemen.

# De risicohouding onder het Nieuwe Pensioencontract

Het nieuwe pensioenstelsel gaat met de nodige uitdagingen gepaard. Onder het Nieuwe Pensioencontract moet het beleggingsbeleid aansluiten op de risicohouding van de deelnemers en die risicohouding zal per leeftijdscohort moeten worden bepaald. Waar- mee moeten pensioenfondsen rekening houden?

Door Wim Groeneveld

**N**et als in het huidige stelsel volgen pensioenfondsen in het nieuwe stelsel een cyclus waarin het beleggingsbeleid periodiek wordt geëvalueerd. Een deel van deze evaluatie zal volgens Lorraine van Lieshout, Senior Investment and Risk Consultant bij Ortec Finance, wettelijk verplicht zijn. Het betreft een jaarlijkse analyse, vergelijkbaar met de huidige haalbaarheidstoets, waarbij wordt beoordeeld of het beleggingsbeleid nog voldoet aan de risicohouding. 'Een nadeel van deze toets is dat deze is gebaseerd op de uniforme scenario-set en dat dus niet de eigen verwachtingen van het pensioenfonds worden meegenomen', aldus Van Lieshout.

Daarnaast zullen pensioenfondsen evaluaties moeten uitvoeren op basis van eigen analyses en uitgangspunten. 'Via het jaarlijkse beleggingsplan kunnen vervolgens nuances worden aangebracht in de invulling van de risicoprofielen, gebaseerd op de actuele omstandigheden op de financiële markten. Dit zullen veelal wijzigingen zijn binnen de matching- en returnportefeuilles, die het totale risicoprofiel niet substantieel beïnvloeden.'

Tussendoor kunnen pensioenfondsen monitoren of interne risicomaatstaven worden doorbroken. Van Lieshout: 'Deze

**'Bestuurders moeten zich realiseren dat bij het afschaffen van de leenrestrictie hun aansprakelijkheid toeneemt.'**

pijngrenzen zijn in het huidige stelsel veelal gebaseerd op de dekkingsgraad, maar die bestaat niet meer in het nieuwe stelsel. In plaats daarvan zal worden gekeken naar hoe maatstaven, zoals het pensioenresultaat en de spreiding hiervan, uitpakken voor specifieke maatmen- sen of specifieke leeftijdscohorten. Voor- deel van deze maatstaven is dat deze een veel directere sturing geven op de doel- stellingen dan via de dekkingsgraad.'

## Opheffen van de leenrestrictie

Onder de 'solidaire premiereregeling', een van de opties binnen het Nieuwe Pensioen- contract (NPC), is het de bedoeling dat de leenrestrictie wordt opgeheven. Jongere deelnemers kunnen dan lenen van oudere. Wat gebeurt er als het geleende geld geheel of gedeeltelijk verloren gaat? Volgens Jitzes Noorman, Delegated Chief Investment Officer bij BMO Global Asset Management, kunnen jongeren met het opheffen van de leenrestrictie in de solidaire premiereregeling theoretisch gezien hun volledige kapitaal verliezen of mogelijk zelfs eindigen met een negatief vermogen. Maar Noorman bena- drukt tegelijkertijd dat het voorliggende wetsvoorstel enkele voorwaarden kent om deelnemers bloot te stellen aan meer dan 100% beleggingsrisico. Het beleggings- risico dient namelijk in lijn te zijn met de risicohouding van het leeftijdscohort.

Ook geeft hij aan dat moet worden onder- bouwd waarom dit in het belang is van de deelnemers op basis van het prudent person- beginsel. Vanwege de bestaande zorgplicht van pensioenfondsen voor hun deelnemers zal een negatief vermogen niet voor de hand liggen. Noorman: 'Bestuurders moeten zich echter wel realiseren dat bij het afschaffen van de leenrestrictie hun aansprakelijkheid toeneemt.' Ook zal zijns inziens moeten worden vastgelegd op welke wijze negatieve pensioenvermogens worden voorkomen. Bijvoorbeeld door deze aan te vullen uit de solidariteitsreserve.

Ruben van der Aa, Extern Adviseur van de Commissie Balans- en Vermogensbeheer bij Pensioenfonds PME, stelt het zo: 'In het huidige stelsel zijn er meerdere impliciete herverdelingen, denk aan premie, leenres- trictie en opbouw, terwijl onder de solidaire premiereregeling het 'lenen' impliciet blijft, maar de herverdeling expliciet wordt.' Naar zijn mening zit de complexiteit voorname- lijk in het werken met de dekkingsgraad en de toekomstige 'belofte'. De leenrestrictie is volgens Van der Aa te ingewikkeld om goed

te kunnen duiden. 'In het huidige stelsel wordt ook impliciet geleend. Gelukkig wordt er niet daadwerkelijk geld geleend en worden geen ongeoorloofde risico's genomen. Onder de solidaire premieregeling wordt er impliciet geleend, omdat door toewijzing van rendementen een hogere toedeling van rendement aan jongeren kan plaatsvinden. Het is dus naar mijn idee niet zo dat er geld verloren zou kunnen gaan.' Wel wijst Van der Aa op een keerzijde, namelijk dat bij een kortere beleggingshorizon ook het neerwaartse risico (het toedelen van negatieve rendementen) wordt vergroot. 'Maar op de lange termijn kan dit wel resulteren in een hoger pensioenkapitaal.'

Over een langere periode bekeken, denkt Van Lieshout dat het opheffen van de leenrestrictie tot hogere verwachte pensioenen zal leiden, terwijl het pensioen in een slechtweerscenario niet significant lager zal uitvallen. Toch wijst zij op de nodige risico's. De volatiliteit van de beleggingen op korte termijn is bijvoorbeeld hoger. Dat kan tot onrust bij de deelnemers leiden. Daarnaast is het in een extreem scenario zelfs mogelijk om meer te verliezen dan de ingelegde premies. Om dit type scenario te voorkomen, gelooft Van Lieshout dat pensioenfondsen die de leenrestrictie opheffen niet voor hele extreme varianten zullen kiezen. En in de minder extreme gevallen is het belangrijk om de deelnemers goed voor te lichten over de gevolgen van het gehanteerde risicoprofiel. Zij hamert op het belang van specifieke aandacht voor de risico's voor deelnemers die een waardeoverdracht doen naar een ander pensioenfonds of eerder stoppen met werken.

### Complexiteit vraagt om communicatie

Voordat een pensioenfonds kiest voor het opheffen van de leenrestrictie, is het belangrijk om te beoordelen in hoeverre het resulterende risicoprofiel past bij de risicohouding van de (jonge) deelnemers, accentueert Van Lieshout. 'Hoewel jonge deelnemers gegeven hun lange beleggingshorizon in staat zijn het risico te dragen, is het maar de vraag in hoeverre zij hiertoe bereid zijn. Uit meerdere onderzoeken blijkt dat jongeren juist erg risicoavers zijn. Dit heeft mogelijk ook te maken met het feit dat ze nog niet voldoende ervaring hebben opgedaan met beleggen. Er zijn daarom ook varianten mogelijk waarin het beleggingsrisico voor jongeren in een aantal jaren wordt opgebouwd, zodat zij eerst kunnen wennen aan de volatiliteit van hun opgebouwde vermogen.'

De communicatie over het opheffen van de leenrestrictie beschouwt Van Lieshout dan ook als cruciaal. 'Als deelnemers deze keuze niet begrijpen en het vertrouwen in het pensioenfonds verliezen, is er meer verloren dan dat er wordt gewonnen met het betere pensioenresultaat op lange termijn.' Dat beaamt Noorman: 'Het loslaten van de leenrestrictie zorgt voor meer complexiteit binnen het pensioenfonds en dat vraagt dus om een goede vastlegging én communicatie naar deelnemers.'

### Lusten en lasten

De vraag is echter of het loslaten van de leenrestrictie bij een gemiddelde deelname van twaalf jaar in een pensioenfonds vanuit prudentie te verantwoorden is. Professioneel Pensioenfondsbestuurder Rik Albrecht begrijpt dat het vanuit de lifecycle-gedachte voor jongeren verstandig is om meer dan 100% van hun vermogen in aandelen te kunnen beleggen. Hij verwijst naar het Merton Model, waaruit voortvloeit dat asset allocatie een optelsom is van aandelen plus obligaties plus menselijk kapitaal. 'Dat menselijk kapitaal is een stabiele kasstroom van toekomstig salaris en daarom is er eigenlijk sprake van een quasi-obligatie. Jongeren hebben heel veel van deze quasi-obligaties in hun portefeuille en daarom kunnen daar gerust veel aandelen aan worden toegevoegd. Tot meer dan 100% van hun vermogen zelfs.'

Albrecht waarschuwt dat dit in de praktijk in het solidaire contract kan leiden tot nul of zelfs negatief vermogen. 'Dat laatste mag natuurlijk niet, dus moet het verlies worden aangevuld door de oudere deelnemers via de solidariteitsreserve. De ouderen dragen dan wel de lasten, maar genieten niet de lusten van de aandelen. In feite hebben de ouderen dan een putoptie geschreven en de vraag is of zij daarvoor wel de juiste optiepremie ontvangen van de jongeren.' Hierdoor ontstaat eigenlijk een onmogelijke situatie die voor pensioenfondsbestuurders niet uit te leggen is, meent Albrecht.

Veel van de projecties, geschatte effecten per leeftijdscohort en vergelijkingen tussen het nieuwe en het huidige stelsel zijn gebaseerd op de aanname dat deelnemers hun hele leven bij één pensioenfonds blijven, met een opbouwtermijn van veertig jaar tot de pensioenleeftijd wordt bereikt. 'De werkelijkheid is vaak anders', benadrukt Noorman. Een kortere beleggingshorizon kan reden zijn om minder riskant te beleggen. 'In dat geval kan minder stellig worden >



**Ruben van der Aa**

Extern Adviseur van de Commissie Balans- en Vermogensbeheer, Pensioenfonds PME



**Rik Albrecht**

Professioneel Bestuurder, Voorzitter beleggingscommissie en Toezichthouder diverse pensioenfondsen



**Loranne van Lieshout**

Senior Investment and Risk Consultant, Ortec Finance



**Jitzes Noorman**

Delegated Chief Investment Officer, BMO Global Asset Management



uitgegaan van mean reversion van de beleggingsrendementen met als gevolg hogere beleggingsrisico's. Ook zullen pensioenfondsen willen voorkomen dat het pensioenpotje van een deelnemer leeg is op het moment van een eventuele overstap naar een ander pensioenfonds.' Noorman vindt het van groot belang om zeer prudent om te gaan met het loslaten van de leenrestrictie.

### De invloed van maatwerk

Pensioenfondsen dienen echter ook nu al prudent te beleggen voor hun deelnemers. Dit zal onder het nieuwe stelsel niet veranderen, zo stelt Van der Aa. 'De risicopreferentie moet worden uitgevraagd bij deelnemers in verschillende leeftijdscohorten. Om een goed en prudent beleggingsbeleid te kunnen vaststellen, kan ook gebruik worden gemaakt van wetenschappelijke inzichten en de opbouw van het deelnemersbestand.' Hij verwacht dat de risicohouding niet enorm zal veranderen, al biedt het NPC meer mogelijkheden voor maatwerk. Veelal blijkt dat er voor de default-optie wordt gekozen, oftewel een neutraal profiel. Van een rationele risicoafweging van deelnemers moet niet worden uitgegaan.

Van der Aa voorziet dat er geen groot verschil gaat ontstaan tussen de huidige invulling van beleggingen in een collectief systeem versus de flexibele premieregeling die aanstaande is. 'In een individueel systeem zullen er vaste lifecycles bestaan en worden individuele potten geaggregeerd. De mate van illiquide beleggingen en renteafdekking wordt waarschijnlijk wel anders in een

individueel systeem, zeker wanneer er een shoprecht bestaat, zoals bij een eenzijdige WVP-regeling.'

In het solidaire contract bepaalt het pensioenfonds per leeftijdscohort de risicohouding en het toedelingsbeleid. Daarin staat hoe de beschermings- en overrendementen worden verdeeld. Het pensioenfonds vertaalt het toedelingsbeleid vervolgens in een passend beleggingsbeleid, waarvan het plausibel is dat deze de gedane toezeggingen kan waarmaken. Albrecht zegt daarover: 'Dat beleggingsbeleid is, net als nu, één collectief beleggingsbeleid, maar het is wel de optelsom van de risicohouding en het toedelingsbeleid per leeftijdscohort.'

Volgens hem is er alleen 'maatwerk' mogelijk in zoverre per leeftijdscohort beschermings- en overrendementen worden toegezegd. 'Van specifieke beleggingen voor individuele deelnemers is geen sprake.' Als je dat wilt, moet je kiezen voor het flexibele contract, oftewel de premieregeling. Wel zou je kunnen zeggen dat het rendement van zakelijke waarden vooral ten gunste zal komen van jongeren, omdat vooral zij het overrendement krijgen toegezegd. 'Je kunt zo de zakelijke waarden afstemmen op de investment beliefs die jongeren hebben. Daarbij kun je denken aan beleggingscategorieën die hen aanspreken, zoals crypto's en bepaalde groene beleggingen. Ik denk echter dat dit maar nuanceverschillen zullen zijn. De prudent person-regel blijft onverkort van kracht en daardoor blijft diversificatie het devies.' ■

### IN HET KORT

Pensioenfondsen krijgen te maken met verplichte jaarlijkse analyses en zullen ook tussentijds evaluaties moeten uitvoeren.

Het opheffen van de leenrestrictie leidt voor jongere deelnemers tot een hoge volatiliteit van hun kapitaal.

Het is aan de pensioenfondsen om verantwoord met de risico's om te gaan en er duidelijk over te communiceren.

Het nieuwe pensioenstelsel biedt (onder zowel de solidaire premieregeling als de flexibele premieregeling) nieuwe mogelijkheden voor maatwerk.

# Bart Mantje

## Van ACTIAM naar OBAM Investment Management



**1995**  
Economie, Vrije  
Universiteit Amsterdam  
**1992**  
HEAO-BE, School of  
Economic Studies  
Amsterdam  
**1968**  
Geboren in Amsterdam

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

Heel goed. Binnen OBAM IM is een enorme ambitie om te groeien en innovatieve beleggingsoplossingen te ontwikkelen.

### U begon uw carrière bij KAS BANK. Wat heeft u daar gedaan?

Ik ben daar in 1996 begonnen als Management Trainee en heb diverse management-functies doorlopen, zowel aan de operationele als aan de commerciële kant. In 2006 ben ik als Divisiehoofd togetreden tot het management-team en in 2008 heb ik daarbij het voorzitterschap van het KAS BANK Pensioenfonds op me genomen.

### U heeft ook gewerkt bij ABN AMRO Investment Management en laatstelijk bij ACTIAM. Kunt u aangeven welke kennis u daar heeft opgedaan?

In 2011 stapte ik over naar de vermogensbeheersector. Bij ABN AMRO kreeg ik de kans

om als COO een nieuwe vermogensbeheerder voor de bank op te richten. In 2014 was de lancering van ABN AMRO Basic ETFs op de Amsterdamse beurs een feit. Helaas besloot de bank in datzelfde jaar te stoppen met eigen beleggingsproducten. Dit besluit betekende helaas ook de ontbinding van ABN AMRO IM. Vervolgens stapte ik in 2015 over naar ACTIAM om de Wholesale-distributie op te zetten. Met veel succes hebben we onder meer duurzame indexproducten ontwikkeld voor de Nederlandse markt. Op het hoogtepunt werd voor ruim 7 miljard euro belegd in deze fondsen, die hun tijd ver vooruit waren op het gebied van duurzaamheid, fiscale optimalisatie en lage kosten.

### Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met OBAM Investment Management?

Ik ben in juni benaderd en heb toen gesprekken gevoerd met de directie, werknemers en commissarissen. Binnen 10 dagen waren we rond. Het laat zien hoe daadkrachtig OBAM IM handelt.

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

In mijn carrière ben ik werkzaam geweest in de gehele vermogensbeheerketen. Van de afwikkeling, administratie en bewaarneming van transacties tot en met het opzetten van een Asset Manager, de ontwikkeling van duurzame beleggingsproducten en het bedienen van klanten.

Deze kennis en ervaring neem ik mee naar OBAM IM.

### Vindt u het een uitdaging om opnieuw te beginnen?

Een hele leuke uitdaging! Het bijdragen aan een snelgroeiende onderneming en het daarbij behorende ondernemerschap heeft in mijn hele carrière een belangrijke rol gespeeld. OBAM IM heeft een duidelijke visie en filosofie en we beheren een fantastisch fonds met een lange historie. Vandaaruit kunnen we groeien. Naar mijn mening is juist in deze tijd van snelle en grote veranderingen ruimte voor actief beheerde portfolio's met een duidelijke toekomstvisie.

### Wat verwacht u als Chief Operations Officer bij OBAM Investment Management te verwezenlijken?

Mijn belangrijkste taak is om de bestaande operations effectief te organiseren en verder uit te bouwen. Ik ben allergisch voor onnodige complexiteit en geloof in partnerships. In onze snel veranderende omgeving is het uitgesloten dat je alles zelf kunt ontwikkelen en bouwen. Belangrijk is dat wij hoogwaardige partners identificeren en gezamenlijk zorgen voor hoge kwaliteit van de dienstverlening. Het beoordelen en managen van die partners beschouw ik als een belangrijke taak.

### Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

Mijn persoonlijke ambitie is om OBAM IM te laten groeien met tevreden klanten. Beleggen is een belangrijk middel in een maatschappij waarin steeds meer naar individuele financiële autonomie wordt gestreefd. Dit geldt bijvoorbeeld voor het regelen van je eigen pensioen. Met de huidige negatieve rentes op zowel spaargeld als obligaties zijn aandelenmarkten een goed alternatief. ■

# Het Pijnstillerimperium

Door *Hans Amesz*

Meestal zijn flapteksten overdreven, maar de beoordelingen op de boekomslog van 'Het Pijnstillerimperium' zeggen niets te veel. Volgens The New York Times Book Review is het een boek dat je bloed laat koken en de recensent van de The Boston Globe noemt het een verslavend boek. 'Sommige boeken maken je zo kwaad, dat je stenen wilt gooien naar de ontmaskerde slechteriken', schreef John Arlidge in de Londense Sunday Times.

Patrick Radden Keefe, schrijver en journalist voor The New Yorker, heeft zo'n boek geschreven. Hij onthult de geheimen van een van de machtigste, rijkste en meest gesloten families ter wereld. 'Het Pijnstillerimperium' begint met het verhaal van de drie broers Sackler: Arthur, Raymond en Mortimer, alle drie dokter. Arthur deed baanbrekend onderzoek naar behandelingen met medicijnen. Hij bedacht de marketing voor valium en bouwde zo het eerste grote Sacklerfortuin op. In 1952 kocht hij een geneesmiddelenfabrikant, Purdue Frederick, die zijn broers Raymond en Mortimer en andere familieleden zo'n zeventig jaar hebben geleid. De Sacklers begonnen kunst te verzamelen en doneerden grootscheeps aan musea en universiteiten in ruil voor hun namen

op de muren van wereldberoemde instellingen als Harvard, Oxford, het Louvre en het Guggenheim.

Het model dat Arthur Sackler creëerde om valium te verkopen – artsen omkopen, de FDA (Food and Drug Administration) beïnvloeden, de verslavende werking van het medicijn bagatelliseren – werd gebruikt om een veel krachtiger pijnstiller te lanceren: OxyContin. Dat middel bracht zo'n 35 miljard dollar op en veroorzaakte uiteindelijk een opiatencrisis in de volksgezondheid waaraan een half miljoen mensen zou overlijden: meer dan er zijn omgekomen in alle oorlogen die de Verenigde Staten sinds 1945 heeft gevoerd. Toch kwamen de Sacklers er decennia lang mee weg.

Toen er echter officiële onderzoeken tegen Purdue en de Sacklers op gang kwamen, deed de familie van gevierde filantropen er alles aan om verantwoording te ontlopen. Ze werd bijgestaan door bedrijfsadvocaten, lobbyisten en consultants van McKinsey. Toen de Sacklers twee jaar geleden voor hun zwaarste juridische uitdaging kwamen te staan, maakten ze hun belang in Purdue te gelde, brachten ze het grootste deel van hun geld naar het buitenland over en lieten ze Purdue failliet gaan. Tot op de dag van vandaag is geen enkele Sackler ooit strafrechtelijk vervolgd.



**Patrick Radden Keefe**  
Het Pijnstillerimperium  
Nieuw Amsterdam  
ISBN: 9789046829097

## Samen

Door *Hans Amesz*

Door wederzijdse verplichtingen in ons gezin, onze familie, op ons werk en in de samenleving maken we elke dag deel uit van 'het sociaal contract', aldus Minouche Shafik, auteur van 'Samen'. Wanneer ze het over het sociaal contract heeft, bedoelt ze het samenwerkingsverband tussen individuen, bedrijven, het maatschappelijk middenveld en de staat, dat bijdraagt aan een stelsel waarin collectieve voordelen worden gerealiseerd.

Als Directeur van de London School of Economics and Political Science, die Vice-president van de Wereldbank was en hoge functies bekleedde bij het IMF en de Bank of England, stelt ze vast dat het huidige

sociale contract onder druk staat en dat we een nieuw sociaal contract voor de 21<sup>ste</sup> eeuw nodig hebben. Een contract dat zekerheid en kansen biedt voor iedereen, dat minder gaat over 'mij' en meer over 'wij'. Een genereuzer en inclusiever sociaal contract erkent volgens Shafik dat we onderling afhankelijk zijn, zorgt voor een bepaald minimum aan bescherming voor iedereen, spreidt sommige risico's over de hele samenleving en vraagt van iedereen zo veel en zo lang mogelijk een bijdrage te leveren.

Het boek van Shafik biedt een keuzeprogramma aan alternatieven voor een beter sociaal contract met betrekking tot families, onderwijs, gezondheid, werk, ouderdom en de verschillende generaties. Het is volgens haar geen blauwdruk, maar wijst een richting aan die economisch haalbaar is.



**Minouche Shafik**  
Samen  
Nieuw Amsterdam  
ISBN: 9789046826799



# The New Climate War

Door Joost van Mierlo

Voorzichtig optimisme, daarover spreekt wetenschapper Michael Mann in zijn boek 'The New Climate War'. Alle oudere klimaatoorlogen zijn feitelijk verloren als gevolg van onderschatting en regelrechte naïviteit. Maar op dit moment is er sprake van een 'perfect storm', aldus Mann.

In de eerste plaats wordt de wereld geteisterd door een aanhoudende reeks natuurrampen, waardoor het steeds moeilijker wordt het klimaatrisico te negeren. Daarnaast heeft de COVID-19-pandemie de wereld geconfronteerd met haar eigen kwetsbaarheid. Maar het belangrijkste is volgens Mann dat kinderen hun stem laten horen als het gaat om de klimaatcrisis. Daarmee wordt het een generatieconflict dat iedereen raakt.

Mann, een klimatoloog aan Penn University, ontleent zijn faam aan de 'hockeystick', een grafiek waarin de stijging van de gemiddelde temperatuur op aarde zeer beeldend is weergegeven. Al Gore gebruikte de grafiek in zijn film 'An Inconvenient Truth',

waarna Mann een geliefd doelwit werd voor klimaatontkenkers, met als gevolg talloze doodsbedreigingen.

In de afgelopen jaren constateert Mann dat de druk om klimaatverandering de kop in te drukken, verschoven is van de producenten van vervuilende energie naar de gebruikers daarvan. Maar volgens Mann is dit niet voldoende. Het gaat er niet om mensen persoonlijk verantwoordelijk te maken voor het gebruik. Dit kan immers leiden tot wanhoop en inertie. Dat is het laatste wat op dit moment nodig is.

Het voorzichtige optimisme van Mann wordt gevoed door de opkomst van tal van innovatieve groene technologieën, waar Mann in zijn boek veel aandacht aan besteedt. Hij benadrukt ook de cruciale rol die beleggers, en dan vooral institutionele beleggers, spelen in het financieren van innovatie. De druk die beheerders van pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen kunnen uitoefenen, wordt volgens Mann mede gevoed door de wensen van jongeren. Dit is onderdeel van de door Mann als noodzakelijk bestemde gedragsverandering. Hij merkt echter op dat er nog een lange weg te gaan is.



**Michael Mann**  
The New Climate War  
Scribe  
ISBN: 9781913348687

# The World for Sale

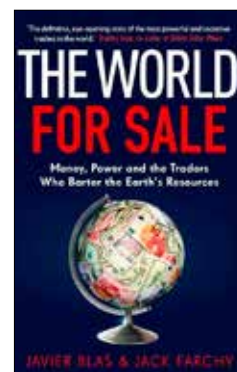
Door Joost van Mierlo

De wereld van de grondstofhandel blijkt uitermate kleurrijk. Dat geldt niet alleen voor de handelaren zelf, maar ook voor de plekken waar deze handelaren actief zijn. Vooral burgeroorlogen bieden tal van mogelijkheden. Zo geeft 'The world for sale' het voorbeeld van oliehandelaar Mick Taylor, die in een privévliegtuigje naar Benghazi in Libië vliegt om het verzet tegen het Gadaffi-bewind van olie en wapens te voorzien. Of lees over de Nederlandse oliehandelaar John Deuss, die in het boek ruim bedeed wordt met aandacht. In de jaren '70 en '80 was hij een van de meest daadkrachtige handelaren ter wereld. Hij voerde risicovolle interventies uit in de oliemarkt, waarbij honderden miljoenen per transactie werden verloren of gewonnen. Meestal gewonnen natuurlijk. Dankzij uitstekende politieke connecties in vooral het Midden-

Oosten werd Deuss schatrijk.

De handel in olie blijkt, niet geheel verrassend, het meest lucratief. Maar ook de handel in andere grondstoffen heeft veelal in de schaduw opererende handelaren nodig. Ze zorgen als het ware voor de smeerolie in de wereldwijde reguliere handel. En natuurlijk vaak in geopolitieke brandhaarden. Het relaas over de voor batterijen cruciale kobalthandel in het door burgeroorlog geteisterde Congo is adembenemend.

Dat geldt feitelijk voor het hele boek dat, net als het elders gerecenseerde 'The New Climate War', door The Financial Times genomineerd is voor het beste Business Book van het jaar. Blas en Farchy, beiden werkzaam voor Bloomberg, denken overigens dat er een einde komt aan de wildwesthandel. De grote handelshuizen zijn immers steeds vaker beursgenoteerd. De openheid die daar wordt geëist, staat haaks op het achter de schermen opereren van Deuss & Co.



**Javier Blas & Jack Farchy**  
The World for Sale  
Random House  
Business  
ISBN: 9781847942654

**Daphne de Kluis**

is benoemd tot lid van de Raad van Bestuur van Achmea.

**Frederik Rubens**

is door AXA Investment Managers benoemd tot Sales Director voor de Nederlandse markt.

**Dennis Bouman, Louw Koorn, Kees Vijfhuizen, Jan Wilpshaar en Joop van Veen**

gaan als Senior Investment Advisor aan de slag bij het nieuwe kantoor van Auréus in Deventer.

**Willem Visser**

is benoemd tot Fixed Income ESG Associate Portfolio Manager bij T. Rowe Price.

**Marije Kloek**

is aangesteld als Beleidsmedewerker Bestuursbureau KPN Pensioenfondsen.

**Veronique de Boer-Achmad**

is benoemd tot Director Financial Risk Management bij KPMG.

**Wim Koeleman**

is begonnen als Managing Director bij APG.

**Jos van Ophem**

is aangesteld als Bestuurslid en SFH Risicobeheer bij Bpf. Bakkersbedrijf.

**Adrienne van Vliet**

is benoemd tot Investment Manager bij Wilton Family Office.

**Muhittin Elvan**

gaat aan de slag als Adviseur Balans- en Vermogensbeheer bij Pensioenfondsen Vliegende Personeel KLM.

**Andreas Welter**

is toegetreden tot Kempen als Director met een focus op de Listed Real Estate-strategieën.

**Andy Woods**

gaat aan de slag als Responsible Investment Manager bij Aegon AM.

**Curtis Zappala**

is als Responsible Investment Associate toegetreden tot Aegon AM.

**Jamie McAloon**

is begonnen als Responsible Investment Associate bij Aegon AM. Hij is afkomstig van abrdn, waar hij Analyst Private Equity Finance was.

**Dominique Schillings-Kouwenhoven**

is benoemd tot Hoofd Asset Management Nederland bij abrdn.

**Pascal Hogenboom**

is aangesteld als Lead Partner Defensie bij KPMG.

**Christine Changoer**

is aangesteld als Partner bij Partners at Work Executive Search.

**Jurjaan Bitterlich**

is aangesteld als Partner bij Partners at Work Executive Search.

**Dirk Blees**

gaat aan de slag als Bestuurslid namens de werkgever bij pensioenfondsen Wolters Kluwer.

**Erwin Heenk**

gaat aan de slag als Marketing Manager bij GrndWorX.

**Remco van der Kuijp**

is toegetreden tot het bestuur van Pensioenfondsen Notariaat.

**Marthe Tuinstra**

is aangesteld als Portfolio Manager External Mandates bij SAMCo. Zij komt over van PGB Pensioendiensten, waar Tuinstra een soortgelijke functie bekleedde. Eerder werkte zij bij AXA Investment Managers en Goldman Sachs Asset Management.

**Sylvia Pellen**

is begonnen als Relatiebeheerder bij Mercurius Vermogensbeheer

**Karin Baardwijk**

is aangesteld als CEO bij Robeco.

**Ronald Koers**

gaat aan de slag als Partner bij Mercurius Vermogensbeheer.

**Krista den Uijl**

is benoemd tot Chief Wealth Accumulation bij Knab.

**Tarik Uçar**

gaat aan de slag als Pensioenadviseur bij VCP.

**Leni Boeren**

is aangesteld als lid van de Raad van Toezicht van NIBC EGM.

**Alexander Preininger**

is benoemd tot Hoofd Institutionele Verkoop voor Europa bij Amundi.

**Mik Breek**

sluit zich als Associate Partner aan bij AethiQs.

**Simone Paternotte**

is begonnen als Client Service Officer bij IBS Capital Allies.

**Jacco Minnaar**

is benoemd tot Bestuurslid van Triodos Bank.

**Mark Rab**

is aangesteld als Senior Relatiebeheerder/Senior Vermogensbeheerder bij Optimix Vermogensbeheer.

**Maximilian Kufer**

is benoemd tot Head of ESG, Private Markets bij Invesco.

**Marjan Trompetter**

is aangesteld als Voorzitter van de Raad van Commissarissen van Rabobank.

**Ger Jaarsma**

is benoemd tot Voorzitter van de Pensioenfederatie.

**Maya Bhandari**

is benoemd als Global Head of Multi-Asset bij BNP Paribas AM.

**Mark Hargraves**

is door AXA IM benoemd tot Global Head of AXA IM Equity.

**Check onze website voor meer informatie over deze moves via de onderstaande QR-code.**



### Seminar over Supertrends en Disruptieve Innovatie in Vermogensbeheer

23 november 2021 van 14.00-17.00 uur

De Burcht, Amsterdam

Hoe ga je als Family Office om met geopolitieke trends? Wat is de rol van China? Hoe bereid je je portefeuille voor op klimaatverandering, energietransitie en net zero?

Wat kun je verwachten van technologie als disruptieve factor? Horen cryptocurrencies wel of niet thuis in de beleggingsportefeuille?

Deze en andere actuele vragen staan centraal tijdens onze educatieve bijeenkomst voor Family Offices in De Burcht in Amsterdam op **dinsdagmiddag 23 november** van **14:00-17:00 uur** onder leiding van **Gerben Jorritsma**, onafhankelijk Investment Consultant bij InvestmentEASE.

**Jan Dubach**, Family Officer en Vermogensregisseur bij Crowe Family Office, **Harry Geels**, Investment Advisor bij Auréus, en **Michiel Krauss**, Adviseur bij diverse Family Offices, treden tijdens de bijeenkomst op als Q&A Expert-panelleden.

### Programma

**13.30-14.00 uur:** Registratie & Koffie

**14.00 uur:** Welkom & Inleiding  
**Gerben Jorritsma**, onafhankelijk Investment Consultant, InvestmentEASE

**14.10 uur:** Geopolitieke trends  
**Prof. Rob de Wijk**, Directeur, The Hague Centre for Strategic Studies

**14.40 uur:** Active decarbonisation (not carbon avoidance) is the solution to a net zero society by 2050  
**Veslislava Dimitrova**, Portfolio Manager, Equities, Fidelity International, en **Cornelia Furse**, Analyst & Portfolio Manager, Equities, Fidelity International

**15.10 uur:** Sustainable Global Cities  
**Tom Walker**, Co-Head of Global Real Estate Securities, Schroders

**15.40 uur:** Pauze

**16.00 uur:** China: Finding tomorrow's winners today  
**Robert Secker**, Portfolio Specialist, Equity Division, T. Rowe Price

**16.30 uur:** Paneldiscussie: Hoort cryptocurrency wel of niet thuis in de beleggingsportefeuille?  
Met: **Bert Slagter**, Oprichter, Procurios, en Oprichter, LekkerCryptisch.nl  
**Martijn Rozemuller**, Managing Director, Head of Europe, VanEck Europe  
**Ralph Wessels**, Hoofd Beleggingsstrategie, ABN AMRO

**17.00 uur:** Samenvatting & Conclusie

**17.05 uur:** Hapje & Drinkje

### Registratie

Deelname aan het seminar is gratis en staat open voor beleggingsprofessionals die werkzaam zijn bij een single- of multi-Family Office.

Ga voor het programma en registratie naar [www.financialinvestigator.nl/seminar-23-november](http://www.financialinvestigator.nl/seminar-23-november)



### In samenwerking met:





# 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”).



ENERGY  
TRANSITION

## 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.



ENVIRONMENTAL  
SUSTAINABILITY

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.



EQUALITY AND  
INCLUSIVE GROWTH

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<sub>2</sub>-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](http://www.bnpparibas-am.nl)

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France, Netherlands Branch (adres: Postbus 71770, 1008 DG Amsterdam) (“BNPP AM NED”), is een (vermogens)beheerder geautoriseerd door de Autoriteit Financiële Markten (“AFM”) om de activiteiten van de beheerder in Nederland uit te voeren, onder de naar Nederland gepaspoorte vergunning verstrekt door L’Autorité des marchés financiers (“AMF”) aan BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France, geregistreerd bij de AFM. 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](http://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 duurzame belegger  
voor een wereld  
in verandering