

# FINANCIAL INVESTIGATOR

A professional portrait of Bart Kuijpers, a middle-aged man with a short beard and balding head, wearing a dark blue suit, white shirt, and red tie. He is looking directly at the camera with a slight smile. The background is a plain, light grey wall.

## FIDUCIAIR MANAGEMENT IS EEN RELATIEMODEL VOOR DE LANGE TERMIJN

**BART KUIJPERS,  
BMO GLOBAL ASSET MANAGEMENT**

*Alle landen zijn nu ontwikkelingslanden*  
Kate Raworth,  
University of Oxford en Cambridge

*Ronde Tafel*  
Uitbesteding Selectie en Monitoring  
Externe Managers bij Fiduciair Management

*Ronde Tafel*  
Fiduciair Management



ACTIVE  
THINKING

# DIVERSE PERSPECTIVES SHAPE ORIGINAL THINKING



HARRIS ASSOCIATES



At Natixis Investment Managers, we practice Active Thinking<sup>SM</sup>. That means we draw on the diverse expertise of our affiliate investment managers to challenge conventional wisdom and develop unique perspectives.

For a full view of our investment managers and their strategies, visit: [im.natixis.com/uk](https://im.natixis.com/uk)



1. A brand of DNCA Finance. • 2. Formerly Natixis Asset Management. • Copyright © 2018 Natixis Investment Managers S.A. - All Rights Reserved.

FOR INVESTMENT PROFESSIONALS ONLY. All investing involves risk, including the risk of capital loss.

Provided by Natixis Investment Managers UK Limited, authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (register no. 190258). Registered Office: Natixis Investment Managers UK Limited, One Carter Lane, London, EC4V 5ER. ADINT12UK-0318

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

**RAAD VAN ADVIES**Han Dieperink  
Justus van Halewijn  
Bob Homan  
Dries Nagtegaal  
Jeroen van der Put  
Karin Roeloffs  
Hans de Ruiter**REDACTIERAAD**Michiel Cleij  
Ronald Florisson  
Derya Gunaydin**AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE**

Julia Adam, Jane Ambachtsheer, Tim Barlage, Frank van Blokland, Paul Boerboom, Auryl Bokma, Mik Breek, Jason Collins, Menno Derks, Jochem Dijkmeester, Twan van Erp, Semih Eski, Dan Grandage, Ruud Hadders, Sacha Heemskerk, Sophie L'Hélias, Hans Hintzen, Nina Hodzic, Otto Hulst, Thijs Jochems, Tim Juling, Sjoerd Kampen, Tabitha Kannegieter, Anika Kattemölle, Bertjan Kobus, Anton Kramer, Johan de Kruijf, Bart Kuijpers, Martijn Kuipers, Rakhi Kumar, Sujjan Lahiri, Andy Langenkamp, Jacqueline van Leeuwen, Mathijs Lindemulder, Martin Mlynár, Freddy van Mulligen, Krista Nauta, Daan Nijssen, Anton van Nunen, Ellen te Paske-Lievestro, Sachin Patel, Hedwig Peters, Thomas Pistorius, Pim Rank, Kate Raworth, Karin Roeloffs, Gerard Roelofs, Louise van Schaik, Gerben Schreurs, Jochem Sluis, Edith Siermann, Ramon van Steekelenburg, Tim Sterk, Christiaan Tromp en Ali Weiner.

**FOTOGRAFIE**Ruben Eshuis Fotografie  
Kees Rijken Fotografie**OPMAAK**

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

**DRUK EN DISTRIBUTIE**

Scopus 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 professionele beleggers. Lezers die tot de doelgroep behoren waar Financial Investigator zich op richt kunnen het magazine of de PDF van het magazine zonder kosten toegezonden krijgen. U kunt zich zowel aanmelden als afmelden via onze website [www.financialinvestigator.nl](http://www.financialinvestigator.nl). Voor verzending naar het buitenland brengen wij portkosten 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 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 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 vervoelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt worden, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, middels fotokopieën, opnamen, of enige andere manieren, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.



Foto: Ruben Eshuis Fotografie

Jolanda de Groot / Hoofdredacteur

De Nederlandse economie zal dit jaar minder hard groeien dan eerder werd verwacht. Volgens de Europese Commissie komt de groei dit jaar uit op 1,7%, terwijl afgelopen herfst nog uitgegaan werd van 2,4%. Nederland behoort daarmee met Italië en Duitsland tot de EU-lidstaten waar de prognoses het meest naar beneden zijn bijgesteld.

Volgens Eurocommissaris Pierre Moscovici wordt de verwachte groei afgeremd door de vele onzekerheden die de wereld in hun greep houden. Zo is er nog altijd onduidelijkheid over de vraag of Brussel en het VK er voor 29 maart in zullen slagen om overeenstemming te bereiken over een ordentelijk vertek uit de EU. Ook groeit China minder hard dan eerder werd verwacht en speelt het handelsconflict tussen de VS en Peking de wereldeconomie parten. Sommige landen hebben daarnaast ook nog te maken met binnenlandse politieke problemen, zoals de protesten van de Gele Hesjes in Frankrijk, de tot voor kort voortslepende begrotingsissues in Italië en de aangescherpte CO<sub>2</sub>-uitstootnormen in Duitsland.

Iemand die kritisch aankijkt tegen het fenomeen economische groei, is Kate Raworth. Raworth is Econoom en verbonden aan zowel de Universiteit van Oxford als die van Cambridge. In het interview dat Financial Investigator met haar had, gaf zij aan dat 'je blindstaren op economische groei verstrekkende gevolgen heeft'. Haar boodschap over de oogkleppen van economische groei heeft vooral betrekking op Westerse, ontwikkelde landen waar aan de meeste sociale behoeften voldaan wordt. 'De Westerse landen moeten leren om binnen de beperkingen die het milieu oplegt, te leven: ze zouden allemaal bezig moeten zijn met het ontwikkelen van een duurzaam economisch model waarin mensen kunnen gedijen. Dat is de boodschap die ik tracht uit te dragen.'

En verder in deze editie veel aandacht voor het onderwerp Fiduciair Management. Het concept fiduciair management is nu circa 15 jaar oud. Hoog tijd om de tussenbalans op te maken met Bart Kuijpers van BMO Global Asset Management, een van de pioniers in fiduciair management in Nederland. Daarnaast ook veel informatie over relevante ontwikkelingen binnen fiduciair management tijdens de ronde tafels die onlangs plaatsvonden. De eerste ronde tafel over dit onderwerp besteedt veel aandacht aan de uitbesteding van de selectie en de monitoring van externe managers bij fiduciair management. Het selecteren van managers wordt samen met portefeuilleconstructie gezien als een essentieel onderdeel van de fiduciaire dienstverlening. Bij de tweede ronde tafel komen onderwerpen aan bod als unbundling, portefeuille-inrichting, ESG, innovatie en de vraag of fiduciair management überhaupt nog wel een levensvatbaar business model is voor de aanbieders daarvan.

En uiteraard treft u nog veel meer interessante artikelen, interviews en columns aan in deze uitgave. Denk bijvoorbeeld aan de vragen die wij diverse jongeren voorlegden over hoe zij in de pensioen/vermogensbeheersector terecht zijn gekomen, wat de grootste misvatting over pensioen onder jongeren is en wat een werkgever moet doen om voor jongeren aantrekkelijk te zijn.

Ik wens u veel leesplezier!

## Educatieve bijeenkomst voor pensioenfondsbestuurders en bestuursbureaus over Fiduciair Management en Uitbesteding van de Externe Manager Selectie

18 maart 2019, 12:15 – 17:15 uur

Blue Sky Group, Amstelveen

Dagvoorzitter is Anton van Nunen (directeur/eigenaar Van Nunen & Partners, lid van de beleggingscomités van diverse pensioenfondsen).

Sprekers zijn onder andere Prof. Jean Frijns, Jeroen van der Put (Bestuurder, Pensioenfondsadviser, diverse pensioenfondsen), Jack Jonk (CIO, Blue Sky Group), Mathijs van Gool (Bestuurder, Pensioenfonds Essity), Maarten Roest (Bestuurder, Pensioenfonds ABN AMRO), Toine van der Stee (Algemeen Directeur, Blue Sky Group) en Bernard Walschots (Bestuurder, Pensioenfonds Rabobank).

Kijk voor meer informatie en registratie op: [www.financialinvestigator.nl/pensioenseminar18maart](http://www.financialinvestigator.nl/pensioenseminar18maart)



# WIJ ZIEN ALFA IN ENERGIE OM DE WERELDWIJDE GROEI TE STIMULEREN.

Waar kunnen beleggers voorspelbare inkomsten vinden in een onzekere wereld?

Bij PGIM zien we kansen in reële activa, zoals landbouw om de wereld te voeden en energie om zijn groei te stimuleren.

Met bouwstenen zoals beleggingen in vastgoed, infrastructuur en private schuld ontwikkelen we strategieën om consistente rendementen in de loop van de tijd na te streven.

Werk samen met PGIM, een wereldwijde leider die meer dan \$160 miljard aan reële activa beheert.<sup>1</sup>

Professionele beleggers kunnen samenwerken met PGIM om de kansen in reële activa te ontdekken.

Meer informatie vindt u op [pgim.com/RealAssets](https://pgim.com/RealAssets)

Alleen voor professionele beleggers. Aan alle beleggingen zijn risico's verbonden, waaronder het mogelijk verlies van kapitaal.



VASTRENTENDE EFFECTEN | AANDELEN | VASTGOED | ALTERNATIEVE PRODUCTEN | PRIVATE SCHULDEN

**Alfa is het positieve of negatieve rendement van een belegging in vergelijking met een geschikte standaard, doorgaans een groep beleggingen die bekendstaat als een marktindex. Reële activa bestaan uit beleggingen en strategieën in infrastructuur, vastgoed, landbouw en hout. Deze informatie is niet bedoeld als beleggingsadvies en is geen aanbeveling over het beheren of beleggen van activa. Beleggingen gaan gepaard met het beleggingsrisico, inclusief het risico van verlies van de belegde hoofdsom.**

<sup>1</sup> AUM-gegevens per 30 september 2018. Het totale bedrag aan brutoactiva onder beheer of toezicht van PGIM in vastgoed, infrastructuur, landbouw en energie is gelijk aan \$161,7 miljard, waarvan \$59,4 private schuld is.

© 2018 Prudential Financial, Inc. (PFI) en haar verbonden entiteiten. PGIM, Inc. is de voornaamste vermogensbeheertak van PFI en is als beleggingsadviseur geregistreerd bij de Amerikaanse Securities and Exchange Commission. PGIM is een handelsnaam van PGIM, Inc. en haar wereldwijde dochtermaatschappijen. In het Verenigd Koninkrijk en verschillende andere Europese rechtsgebieden wordt de informatie uitgegeven door PGIM Limited, een indirecte dochtermaatschappij van PGIM, Inc. Aan PGIM Limited (statutaire zetel: Grand Buildings, 1-3 Strand, Trafalgar Square, London, WC2N 5HR) is vergunning verleend door, en zij staat onder toezicht van, de Financial Conduct Authority in het Verenigd Koninkrijk (onder het registratienummer 193418) met het recht bedrijfsactiviteiten uit te voeren in verschillende rechtsgebieden in de EER. Dit materiaal wordt uitgegeven aan personen die professionele cliënten of in aanmerking komende tegenpartijen zijn in het kader van de Conduct of Business van de Britse Financial Conduct Authority. Prudential Financial, Inc. van de Verenigde Staten heeft geen banden met Prudential plc, waarvan het hoofdkantoor in het Verenigd Koninkrijk is gevestigd. Het logo van PGIM en het rotsontwerp zijn dienstmerken van PFI en haar verbonden entiteiten, en zijn als zodanig in veel rechtsgebieden over de hele wereld geregistreerd. 0710-0500 RA-EXEU

## Coververhaal

- 12 Fiduciair management is een relatiemodel voor de lange termijn**, Interview met Bart Kuijpers, BMO Global Asset Management

## Thema Young Professionals

- 16 I did it my way**, Interview met Krista Nauta, Pensioenfonds Horeca & Catering en PGGM
- 68 Pensioen (en vermogensbeheer) volgens 12 jonge professionals**

## Thema Fiduciair Management & Externe Managerselectie

- 22 Ronde Tafel Uitbesteding Selectie en Monitoring Externe Managers bij Fiduciair Management**
- 32 ESG steeds belangrijker thema bij managerselectie**, Interview met Freddy van Mulligen, Achmea Investment Management
- 34 Fiduciair Management: bron van innovatie**, Avida International
- 36 Trends in fiduciair management**, Interview met Anton van Nunen, Van Nunen & Partners
- 38 Ronde Tafel Fiduciair Management**

## Wetenschap en praktijk

- 8 Alle landen zijn nu ontwikkelingslanden**, Interview met Kate Raworth, University of Oxford en Cambridge
- 50 Governance en ESG-beleid bij pensioenfondsen**, Breek Bestuursadvies B.V.
- 56 RvC's: zet je schrap voor klimaatverandering**, LeaderXXchange
- 58 Welke impact hebben ESG-factoren op vastgoedrendementen?**, Aberdeen Standard Investments
- 61 Sustainable investing is in the process of growing up**, BNP Paribas Asset Management
- 62 Tijd van grote klimaatakkoorden is voorbij**, Interview met Louise van Schaik, Instituut Clingendael
- 64 SBBS als reddingsboei voor de eurozone?** Hans Hintzen Legal Solutions
- 66 Financial innovation: direct lending platforms have opened up the SME loan asset class for the first time**, Funding Circle

## Gesponsord

- 20 Optimaal tot je recht komen in een dynamische omgeving**, TKP Investments



*Fiduciair management is een relatiemodel voor de lange termijn*  
12



*Alle landen zijn nu ontwikkelingslanden*  
8



## Ronde Tafel Fiduciair Management 38



## Ronde Tafel Uitbesteding Selectie en Monitoring Externe Managers bij Fiduciair Management 22

### RONDE TAFELS 2019

- RONDE TAFEL ALTERNATIVE FIXED INCOME: 12 MAART
- RONDE TAFEL PASSIVE INVESTING IN ESG: 22 MAART
- RONDE TAFEL TOBACCO FREE PORTFOLIOS: 12 APRIL
- RONDE TAFEL EMERGING MARKETS: 16 APRIL
- RONDE TAFEL FROM ACTIVE TO PASSIVE TO FACTOR INVESTING: 9 MEI

### SEMINARS 2019

- DE BESTUURLIJKE DILEMMA'S BIJ FIDUCIAIR MANAGEMENT EN UITBESTEDING VAN DE EXTERNE MANAGER SELECTIE: 18 MAART
- DESIGNING INVESTMENT POLICY FOR ESG AND IMPACT INVESTING: 21 MEI
- MAATSCHAPPELIJK VERANTWOORD BELEGGEN IN VASTGOED: 17 JUNI

- 48 **Five trends changing the ESG Investing landscape in 2019**, State Street Global Advisors
- 52 **Sarona heeft langetermijnbeleggers wat te bieden**, Interview met Menno Derks, Sarona Asset Management
- 54 **Beleggen in palmolie: olie op het vuur?**, ACTIAM

### Columns

- 11 **CFA Society VBA Netherlands: Moving on, from here to uncertainty**
- 19 **Thomas Pistorius: Het nieuwe COSO: risicomanagement voor het management?**
- 47 **Thijs Jochems: DC: Wie beslist waarover? De eigenaar?**
- 60 **IVBN: Onderzoek vastgoedportefeuilles**
- 75 **Pim Rank: Naar digitaal centralebankgeld en een risicovrije betaalspaarbank?**
- 78 **ECR Research: Westen in KBO-modus**

### Rubrieken

- 76 Boeken
- 79 On the move special: **Edith Siermann**
- 80 On the move kort

Financial Investigator in 2019 zonder kosten (blijven) ontvangen? Meld u dan nu aan op onze website: [www.financialinvestigator.nl](http://www.financialinvestigator.nl)

IN EEN WERELD IN VERANDERING,  
**BELEG JE OOK VOOR  
TOEKOMSTIGE GENERATIES.**



## **DUURZAAM EN VERANTWOORD BELEGGEN**

BNP Paribas Asset Management selecteert bedrijven met oog voor duurzaamheid en verantwoorde bedrijfsvoering. Zo dragen uw beleggingen bij aan het gemeenschappelijk belang. Beleg voor een betere wereld.

[www.bnpparibas-am.nl](http://www.bnpparibas-am.nl)



**BNP PARIBAS  
ASSET MANAGEMENT**

**De vermogensbeheerder  
voor een wereld  
in verandering**

## Samenwerking Achmea IM, Blue Sky Group en SPF Beheer

**A**chmea Investment Management en pensioenuitvoerders Blue Sky Group en SPF Beheer bundelen hun krachten in private equity. Zij trekken gezamenlijk op bij co-investeringen, die onderdeel zijn van hun private equity programma dat ze voor hun pensioenfondsklanten uitvoeren. Het is in Nederland voor het eerst dat partijen op dit gebied samenwerken. De drie partijen hebben gezamenlijk de voorwaarden opgesteld die aansluiten bij de wensen van de deelnemende pensioenfondsen. Hierbij realiseren zij een sterke kostenverlaging ten opzichte van reguliere private equity investeringen, terwijl ze meer invloed hebben op invulling van het programma.

Private equity is het investeren in niet beursgenoteerde ondernemingen via het verstrekken van risicodragend kapitaal. Door de toegenomen interesse als gevolg van de goede rendementen uit het verleden, is de vraag in deze

markt naar goede beheerders sterk gestegen. Hierdoor is het krachtenveld tussen grote en de kleinere investeerders onder druk komen staan. Daarnaast zijn investeerders op zoek naar beheerders met oog voor maatschappelijk verantwoord ondernemen, goede governance en gezamenlijke belangen tegen acceptabele kosten. Door de krachten te bundelen is er meer inspraak bij het type beleggingen door de private equity beheerders. Dit leidt tot betere aansluiting bij de wensen van de pensioenfondsen.

De drie partijen hebben kritisch gekeken naar de selectie van een geschikte externe adviseur annex investment manager voor private equity co-investeringen. Met deze gezamenlijke aanpak wordt er een goede basis gelegd voor de samenwerking in private equity investeringen en kunnen de belangen van de achterliggende pensioenfondsen als investeerders daadkrachtiger worden behartigd.



## De agenda van Julia Adam

### ZAKELIJKE PRIORITEITEN

- Beleidsadviezen en bestuursbesluiten voorbereiden;
- Fungeren als aanspreekpunt voor het bestuur, de adviserend actuaire en leveranciers;
- De regierol vervullen bij het wijzigen van pensioenregelingen, het premiebeleid, herverzekering en de algehele financiële opzet van de kringen van Centraal Beheer APF;
- Bewaken en optimaliseren van de propositie.

### OOK TOPPRIORITEIT

- Klussen en ons nieuwe huis verder inrichten. En als dat allemaal achter de rug is, vooral genieten van dit huis;
- In de kerstvakantie heb ik de miniserie weer helemaal ontdekt. Aanraders vind ik 'The little drummer girl', naar het gelijknamige boek van John Le Carré en Vanity Fair, een Brits kostuumdrama;
- Wandelen! In het weekend, na het avondeten, om boodschappen te halen, in de lunchtijd van kantoor. Wandelen doet goed en mag altijd meer! En als het weer wat beter wordt, komt fietsen daar nog bij;
- Binnenkort de oriëntatie op een volgende, grotere vakantie. De VS trekt mij, vanwege de rondreis die er maar niet van kwam. Misschien lukt het dit jaar wél!

Je moet van goeden huize komen om met Julia Adam de pensioendiscussie aan te durven. Deze Nederlandse Duitse (of Duitse Nederlandse), Master International Economic Studies en Bachelor Pensions and Life Insurance, heeft bergen pensioenkennis op zak. Die verwierf ze in eerste instantie in haar functie als pensioenspecialist bij Akkermans & Partners (Naarden), als gedetacheerde bij Interpolis (Tilburg), Delta Lloyd (Amsterdam), Centraal Beheer Achmea (Apeldoorn) en Syntrus Achmea Pensioenbeheer (Amsterdam), daarna als beleidsadviseur bij de Pensioenfederatie (Den Haag) en nu in haar huidige functie als beleidsadviseur pensioenen op het bestuursbureau van Centraal Beheer Algemeen Pensioenfonds in Zeist.



## ABP heeft beleggingen in tabak en kernwapens verkocht

ABP heeft de beleggingen in tabak- en kernwapenproducenten in de loop van 2018 volledig verkocht. Het fonds belegt daarmee niet langer in producenten van tabak en kernwapens, daaraan gelieerde dochterondernemingen en in de keten producerende bedrijven. ABP zal hierin ook in de toekomst niet meer gaan beleggen. De circa 4 miljard euro die de verkoop heeft opgeleverd, is wereldwijd opnieuw belegd, gespreid over diverse sectoren.

ABP kondigde begin 2018 aan de producten tabak en kernwapens uit te sluiten van beleggingen. ABP wil het pensioengeld van haar deelnemers op een duurzame en verantwoorde wijze beleggen. ABP vindt dat producenten van tabak en kernwapens niet meer deel kunnen uitmaken van de beleggingsportefeuille om vier redenen. Ten eerste kunnen deze producten niet worden gebruikt zonder schade aan te richten aan de gebruiker zelf of aan anderen. Ten tweede is het niet mogelijk om met hun invloed als aandeelhouder daar verandering in aan te brengen. Ten derde zijn er geen belangrijke nadelige gevolgen als deze producten er niet meer zouden zijn. En ten slotte richten wereldwijde verdragen zich op het uitbannen van deze producten.

Hoewel in het verleden goed rendement is behaald op tabak en kernwapens, verwacht ABP dat de vooruitzichten anders zijn. Daarnaast zijn er voldoende mogelijkheden om met andere beleggingen goede rendementen te halen.

## PME en PMT investeren 150 miljoen euro in technologiefonds Innovation Industries

Innovation Industries Fund II is het tweede investeringsfonds van Innovation Industries en heeft een doelkapitaal van 250 miljoen euro. Dat PME en PMT beiden 75 miljoen euro investeren in het technologiefonds toont aan dat de pensioenfondsen actief willen bijdragen aan Nederlandse hoogtechnologische ontwikkelingen. MN was als uitvoerder betrokken bij de inrichting van Innovation Industries II om er een toekomstbestendig fonds van te maken dat voldoet aan de eisen van de twee metaalfondsen.

PME investeerde in 2017 al 25 miljoen in Innovation Industries Fund I. Dat fonds kende een doelkapitaal van 75 miljoen euro en was bij aanvang direct overtekend. In de portfolio van Fund I zitten 13 veelbelovende Nederlandse ondernemingen die voortkomen uit Nederlandse kenniscentra.

## Aegon stapt uit teerzandolie

Aegon heeft besloten te stoppen met investeringen in oliebedrijven die 30% en meer van hun olieproductie halen uit teerzanden en in pijpleidingbedrijven die betrokken zijn bij het transport van teerzandolie. Deze investeringen passen niet langer in hun klimaatstrategie.

In 2016 zette de organisatie al een streep door investeringen in thermische kolen (benut voor elektriciteitsopwekking). Nu start ze met de verkoop en afbouw van beleggingen in de teerzandolie-industrie en zullen geen nieuwe beleggingen worden aangegaan. Er zijn elf bedrijven die betrokken zijn bij Canadese teerzandolie op de lijst met uitsluitingen geplaatst. In totaal had Aegon wereldwijd circa 500 miljoen euro belegd in bedrijven die afhankelijk zijn van teerzandolie. De beleggingen van Aegon Nederland bedragen 30 miljoen euro in aandelen van zeven ondernemingen. Al deze beleggingen zijn voor rekening en risico van klanten en zijn inmiddels verkocht.

De organisatie heeft op dit moment circa 8 miljard euro belegd in 'impact investments', waarvan 800 miljoen euro in duurzame energie en groene obligaties.

## KPMG: AIFMD zorgt voor beter beheer van alternatieve beleggingsfondsen

De Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) die sinds 2011 van kracht is in de Europese Unie, heeft een belangrijke bijdrage geleverd aan het creëren van een interne markt voor het beheer van alternatieve beleggingsfondsen.

De richtlijn heeft ervoor gezorgd dat binnen de Europese Unie geharmoniseerde wetgeving en toezicht zijn ontstaan, waardoor de risico's van het beleggen in dit soort fondsen beter beheerst kunnen worden en beleggers beter worden beschermd. Dit blijkt uit een evaluatie die KPMG in opdracht van de Europese Commissie heeft uitgevoerd in vijftien EU-lidstaten. Als reactie op de financiële crisis in 2008 nam het Europees Parlement in 2011 de AIFMD aan om uniforme wetgeving te creëren voor fondsbeheerders die alternatieve beleggingsfondsen beheren en deelnemingsrechten aanbieden. 'Strengere eisen op het gebied van kapitaal, waardering, bedrijfsvoering en informatieverstrekking moesten leiden tot een beperking van de risico's en een betere bescherming van beleggers', zegt Ivo Habets van KPMG Advisory. Habets: 'De conclusie van de evaluatie is dat de AIFMD een cruciale rol heeft gespeeld bij het creëren van een gemeenschappelijke en transparante markt voor het beheren en aanbieden van alternatieve beleggingsfondsen binnen de Europese Unie. De evaluatie laat echter ook zien dat de AIFMD op een aantal punten aanzienlijk moet worden verbeterd.'

# Alle landen zijn nu ontwikkelingslanden

DOOR JOOST VAN MIERLO

**De wereld moet worden hervormd. Bedrijven, steden en landen moeten zich realiseren dat ze aan de behoeften van mensen moeten voldoen. Maar daarbij moeten ze wel de grenzen van het haalbare voor het milieu, of de aarde in het algemeen, in het oog houden.**

Kate Raworth noemt het 'donuts maken'. In een opwelling tekende ze, inderdaad, een donut, het deegachtige ronde gebakje met een gat in het midden. Het was 2011 en Raworth realiseerde zich aanvankelijk niet wat een vondst het was. 'Het gat in het midden van de donut bestaat uit de sociale behoeften van mensen, zoals gezondheid, voldoende voeding en onderwijs. Het gebied buiten de buitenste ring wordt bepaald door misbruik van grondstoffen en de aarde in het algemeen. We moeten met elkaar toe naar een wereld waarin we binnen deze twee 'grenzen' leven. Dat is de uitdaging voor bedrijven, steden en landelijke overheden.'

Pensioenfondsen spelen volgens Raworth een cruciale rol omdat ze de mogelijkheid hebben hun vizier op de lange termijn te richten. Terwijl Raworth in Nederland is, hoort ze van het verzet van middelbare scholieren die massaal staken om aandacht te vragen voor het milieu. Het is allemaal in navolging van Gretha Thunberg, de 16-jarige Zweedse die in Davos dit jaar furore maakte met haar pleidooi voor aandacht inzake het milieuvraagstuk.

Raworth: 'Pensioenfondsen moeten zich realiseren dat deze jongeren hun eigenlijke klanten zijn. Ze moeten rekening houden met hun visie op de toekomst, niet alleen met hun financiële behoeften.' Het past allemaal naadloos in wat Raworth beschreef in 'Donut Economie', een in 2017 verschenen boek. Het succes overweldigde ook Raworth. Sindsdien reist ze stad en land af om de boodschap van radicale verandering te verkondigen.

***Uw boek was zeer succesvol. Wat doet u nu om ervoor te zorgen dat uw inzichten ook werkelijkheid worden?***

'Ik volg de energie. Ik praat met mensen die interesse tonen voor mijn boodschap. Ik ga echt niet op deuren kloppen waar men niet wil luisteren. Ik ben moeder van een tweeling, ik heb echt wel betere dingen te doen.'

De interesse vanuit vele hoeken is een bewijs dat er behoefte is aan nieuwe ideeën. Vorig jaar gaf ik in Nederland een

lezing op het Ministerie van Economische Zaken. Ik was stomverbaasd dat de zaal helemaal vol zat. Niet iedereen kon een plek vinden. Een van de organisatoren vertelde me dat mijn boodschap vergelijkbaar was met regen die op dorre grond viel. We hebben duidelijk te maken met een generatie die op zoek is naar nieuwe economische ideeën zodat we nieuwe richtingen kunnen inslaan.'

***Wie hebben belangstelling getoond voor uw boodschap?***

'Laat ik beginnen met te zeggen wie er geen belangstelling toonden. Dat zijn mijn collega-economen op universiteiten. Die zien mijn verhaal als een echte bedreiging voor de cursussen inleidende economie die ze verzorgen. Maar wetenschappers in andere disciplines tonen juist wel sterke belangstelling. Het gaat dan om studies die zich richten op stadsontwikkeling of het klimaat, maar ook om MBA's en om opleidingen rond architectuur.'

Ik heb daarnaast gesprekken gevoerd met tal van vertegenwoordigers van steden en regeringen, met zakenmensen en met mensen uit de financiële sector.

Ik heb bijvoorbeeld met voormalig Unilever-CEO Paul Polman gesproken. Die was zich bewust van de waarde van een krachtigere doelstelling dan het maximaliseren van het aandeelhoudersrendement voor een bedrijf. 'Ten koste van wat?' is de belangrijke vraag als het om aandeelhoudersrendement gaat. Polman begon zijn periode als bestuurs-

***De Westerse landen moeten leren om binnen de beperkingen die het milieu oplegt, te leven. De traditionele ontwikkelingslanden moeten leren om sociale vooruitgang te bewerkstelligen zonder dat het milieu wordt overbelast.***

voorzitter met het afschaffen van de kwartaalreportages. Hij wilde zich op de langere termijn richten. Unilever werd na een aanval van venture capital bedrijven echter gedwongen om die kwartaalreportages nieuw leven in te roepen.'

### **Wat ligt hieraan ten grondslag?**

'We leven op de scheidslijn tussen twee overheersende benaderingen over het ware doel van bedrijven. Het is een soort psychologisch drama waar we mee worden geconfronteerd. Veel bedrijven en vermogensverschaffers zitten nog gevangen in de dwanggedachte van de 20ste eeuw. De overheersende beleidslijn is om zoveel mogelijk rendement te behalen. Dat vertaalt zich in de doelstelling om de aandeelhouderswaarde te maximaliseren.

21ste eeuw bedrijven, echte 21ste eeuw bedrijven bedoel ik natuurlijk, hebben een benadering waarbij zij een bijdrage willen leveren aan de fundamentele problemen van deze wereld. Daar hoort een stimulerende boodschap bij. Neem een bedrijf als Open Motors, een bedrijf dat zich richt op elektrische wagens met open source technologie. Het officiële doel van het bedrijf is om 'mobiliteit te democratiseren'. Dat geeft een bedrijf een doel dat door werknemers en de belangrijkste betrokkenen zoals leveranciers en klanten, kan worden omarmd. Het is een heel andere doelstelling dan het maximaliseren van aandeelhouderswaarde en heeft directe consequenties voor de manier waarop het bedrijf de wereld wil beïnvloeden.'

### **Een boodschap kan ook goedkoop klinken. Hoe zorg je ervoor dat er echte inhoud aan wordt gegeven?**

'Een bedrijf kan natuurlijk de wereld niet veranderen door de doelstelling te herformuleren. Waar het om gaat, is dat een bedrijf zich binnen de hele organisatie conformeert aan die boodschap. Dat gaat over de wijze van leidinggeven en de netwerken waar men deel van uitmaakt. Maar het is ook belangrijk hoe de eigendomsstructuur in elkaar zit en de manier waarop het bedrijf is gefinancierd. Deze vijf karaktereigenschappen van een bedrijf, die ik leerde kennen via bedrijfsanalist Marjorie Kelly, geven inzicht in de bedrijfsvoering en verklaren waarom bedrijven zich op een bepaalde manier gedragen.'

### **U noemde eerder het voorbeeld van Unilever. Dit bedrijf trachtte haar ambities vorm te geven, maar werd bijna overgenomen door een financieringsmaatschappij die zich over de kop in de schulden wilde steken om het bedrijf over te nemen.**

'Unilever is een fascinerend voorbeeld van de problemen waar bedrijven mee worden geconfronteerd. De doelstellingen zijn geherformuleerd en de manier van leidinggeven is aangepast. Maar het bedrijf is nog in handen van traditionele aandeelhouders. De kans bestaat nu dat het hele bedrijf wordt teruggezogen naar het 20ste eeuwse denken.

Polman vertelde me dat een vijandige overname mogelijk kon worden voorkomen als 20% van de aandelen van het bedrijf in handen zou komen van de werknemers. Niet van het management, maar van de mensen op de werkvloer. Die zijn op een heel andere manier betrokken bij de toekomst van hun bedrijf. Zij staren zich niet alleen maar blind op het rendement van de aandelen.'

### **Het omarmen van ambitieuze, sociaal wenselijke doelstellingen is dus belangrijk. Maar levert het ook rendement op?**

'Dat is een van de grote misvattingen bij vermogensbeheerders en pensioenfondsen. Ze denken dat een keuze voor 'groene' bedrijven ten koste gaat van het rendement. Dat blijkt niet het geval. Er is steeds meer bewijs dat investeringen in



Foto: Archief Kate Raworth

## CV

Kate Raworth publiceerde in 2017 het boek *Doughnut Economics*, in Nederland vertaald als *De Donut Economie*. Ze baarde er wereldwijd opzien mee. Raworth studeerde Economie aan de Universiteit van Oxford. Daarna was ze onder andere werkzaam bij Oxfam en de Verenigde Naties, waar Raworth betrokken was bij de samenstelling van de invloedrijke *Human Development Reports*. Raworth werkt op dit moment voor zowel de Universiteit van Oxford als die van Cambridge, maar is daarnaast nauw betrokken bij initiatieven die op basis van haar inzichten uit *Doughnut Economics* worden ontplooid, onder andere in de stad Amsterdam en bij het Nederlandse ministerie van Infrastructuur.

duurzame bedrijven een vergelijkbaar rendement genereren als traditionele beleggingen.'

### **Dat is dan de oplossing van het dilemma voor vermogensbeheerders.**

'Het kost tijd. Er is sprake van een enorm wantrouwen. De bewijzen zijn er, maar de financiële sector zit nog vast in de oude routines. Bovendien hebben we hier te maken met een focus op rendement op de korte termijn. Men kan wel een hoog financieel rendement ambiëren, maar het is ook de vraag of dit ten koste gaat van sociale doelstellingen of het milieu. Het is een aanzienlijk verschil of je rendement op de korte termijn bereikt terwijl er op langere termijn chaos wordt gegenereerd.'

### **Wat is de reactie op deze boodschap bij vermogensbeheerders?**

'Het is heel verschillend. We vragen na een presentatie naar de reactie van de deelnemers. Bij banken en vermogensbeheerders zijn de reacties extremer dan elders. Aan de ene kant heb je een groep die de boodschap stimulerend vindt en ermee aan de slag wil. Hun klanten vragen er zelf om, zeggen ze. Maar er is ook een groep die zegt dat ze het allemaal al eerder hebben gehoord en dat het in de praktijk niet werkt.'

### **Is het een kwestie van leeftijdsverschil bij de participanten?**

'Slechts voor een deel. Ik denk dat het meer te maken heeft met de verwachting van aanhoudende groei die de kern vormt van het vermogensbeheer. Dat strookt niet met de eisen die leven met elkaar en leven op aarde stellen. Sommige vermogensbeheerders begrijpen dat en proberen hun bedrijfstak te hervormen. Andere hebben de overstap nog niet gemaakt.

Ik denk dat het vooral voor pensioenfondsen belangrijk is om te beslissen aan welke kant van deze discussie ze staan. Zij moeten zich immers op de langere termijn richten. Ze moeten luisteren naar de huidige jonge generatie. Dat zijn immers hun toekomstige klanten.'

### **U bent kritisch over het fenomeen economische groei. Je daarop blindstaren heeft verstrekkende gevolgen. Maar juist heel veel ontwikkelingslanden hebben economische groei nodig om aan de ellende waarin ze zich bevinden te ontkomen.**

'Dat klopt. Het is een misvatting om te denken dat ik simpelweg tegen economische groei ben. Voor veel landen met een laag gemiddeld inkomen is het volstrekt noodzakelijk en een goed teken dat er de afgelopen decennia sprake is van hoge groei. Maar zelfs voor deze landen is het noodzakelijk dat de groei gepaard gaat met een eerlijke verdeling. Het moet niet ten koste gaan van uitputting van de bodem, het moet gepaard gaan met stimulering van duurzame energie en dergelijke.

Mijn boodschap over de oogkleppen van economische groei heeft vooral betrekking op Westerse landen met hogere inkomens. Neem Nederland als voorbeeld. In dit land wordt aan de meeste sociale behoeften voldaan, al zijn de criteria volgens sommigen aan de lage kant en blijven er natuurlijk talrijke individuen die in ellendige omstandigheden leven. Maar tegelijkertijd zie je dat de grenzen van wat het land kan verdragen op het gebied van de uitstoot van schadelijke stoffen, vervuiling van het water en lucht en aantasting van de beschikbare grondstoffen, haar grenzen overschrijdt. Nederland zit diep in het rood als het gaat om de belasting van het milieu.'

### **Dit geldt toch niet alleen voor Nederland?**

'Nee natuurlijk niet. Het geldt feitelijk voor alle landen met hogere inkomens. En ook voor de traditionele ontwikkelingslanden. De Westerse landen moeten leren om binnen de beperkingen die het milieu oplegt, te leven. De traditionele ontwikkelingslanden moeten leren om sociale vooruitgang te bewerkstelligen zonder dat het milieu wordt overbelast. Het zorgt ervoor dat feitelijk alle landen ontwikkelingslanden zijn. Ze zijn allemaal bezig, of beter gezegd: ze zouden allemaal bezig moeten zijn met het ontwikkelen van een duurzaam economisch model waarin mensen kunnen gedijen. Dat is de boodschap die ik tracht uit te dragen. Dat is ook de nieuwe economie waar ik samen met anderen aan werk.'

### **En dan krijg je Trump?**

'Ja dat klopt. En niet alleen Trump, maar ook Brexit en andere extreme reacties. Het is geen verrassing. Het is immers een direct gevolg van de onzekere tijden waar we in leven. Die gaan gepaard met angst en onzekerheid. Een maand nadat ik met mijn boek klaar was, werd Trump gekozen. Mijn eerste reactie was om te denken dat het boek nu irrelevant was.

Maar de volgende dag realiseerde ik me dat de boodschap belangrijker is dan ooit. We moeten immers een overtuigend en aansprekend alternatief vinden voor zijn boodschap. Dat moeten we doen door samenwerking te stimuleren. De Donut Economie is daar slechts een klein onderdeel van. Er is een enorme wereldwijde gemeenschap die bezig is om deze nieuwe economie vorm te geven. Die gemeenschap zal er naar mijn vaste overtuiging voor zorgen dat haar boodschap onweerstaanbaar is.' «

**Streven naar aandeelhouderswaarde kortzichtig en niet stimulerend.**

**Pensioenfondsen cruciaal in hervormen mentaliteit bedrijven.**

**Blindstaren op economische groei is funest.**



# COLUMN

BY SJOERD KAMPEN, CFA, CFA SOCIETY VBA NETHERLANDS

## Moving on, from here to uncertainty

**Key interbank offered rates, such as Euribor and LIBOR, have experienced decreased market activity in the past years, resulting in an increased concern about their long term sustainability. However, moving to alternative interest rates that work for everyone is not that straightforward.**

Interest rate benchmarks such as the interbank offered rates, value trillions of notional financial instruments and underpin the daily exchange of enormous amounts of cash between market participants. Unfortunately, manipulation of these major interest rate benchmarks has been observed and fined over the past two decades. This manipulation has driven the Principles for Financial Benchmarks by IOSCO in 2013 and paved the way for the European Benchmark Regulation (BMR) that came into force on 1 January 2018. Both emphasize the use of benchmarks that are based on sufficient and reliable underlying market transactions and represent the underlying economic reality.

One of the consequences of the BMR is that from 1 January 2020 onwards, firms in the EU are not allowed to enter contracts referencing interest rate benchmarks that are not compliant with the BMR. This has led to the reformed SONIA (Sterling Overnight Index Average) interest rate being the successor for LIBOR in the UK and the ESTER (Euro Short-Term Rate) in the EU. However, the story is different for another important interest rate in the EU, the Euribor.

With proposals on the table for both a revised, so-called hybrid Euribor and for a new term structure (for example 3-month or 6-month interest rates) build on ESTER, it is not yet clear what direction the market will take for these essential interest rates. Furthermore, whereas one can already trade on and migrate to the reformed SONIA in the UK, ESTER itself will only be live late 2019. Given the short timelines to create a liquid market for ESTER and for the transition, combined with the uncertainty

around the change in Euribor, industry proposals already recommend keeping EONIA live for two more years until the end of 2021.

The decision whether to reform or replace the Euribor is a high-stakes game, and will see winners and losers. Administrators of interest rate benchmarks such as EMMI, the current administrator of Euribor and EONIA, prefer to keep their current interest rates. Therefore, EMMI is working on the revised hybrid Euribor methodology. This could make the transition to BMR compliant interest rates easier as the Euribor does not need a replacement, limiting the negative impact of the transition on financial stability. However, others remain sceptical of the reliability and representativeness of this hybrid Euribor methodology due to limited underlying market transactions and instead favour a term structure based on ESTER. So even with formal approval of the hybrid Euribor methodology, broad adoption by market participants remains uncertain.

This uncertainty in the EU around timelines and future interest rates significantly impacts all financial institutions, including the relationships with their retail and corporate customers. Amidst this uncertainty, transactions with clients in financial instruments referencing current interest rates continue. Interest rates that might no longer exist in the near future.

It is good that opportunities for manipulation are over, but where we are heading next is still very uncertain for everyone. «



# Fiduciair management is een relatiemodel voor de lange termijn

DOOR JAN JAAP OMVLEE

Het concept fiduciair management is nu circa 15 jaar oud. Hoog tijd om de tussenbalans op te maken met een van de pioniers in fiduciair management in Nederland. Financial Investigator ging in gesprek met Bart Kuijpers, Managing Director BMO Global Asset Management EMEA.

Fiduciair management is bij BMO in Nederland begonnen, stelt Bart Kuijpers. BMO GAM is een wereldwijde vermogensbeheerder die via haar rechtsvoorgangers al sinds 1950 is geworteld in de Nederlandse markt. Vandaag de dag is BMO GAM de partij die met haar modulaire fiduciaire dienstverlening goed weet aan te sluiten bij de wensen van haar klanten, vooral pensioenfondsen en verzekeraars. Kuijpers is dan ook de aangewezen persoon om zijn visie te geven op de ontwikkelingen in fiduciair management en een schets te geven van de toekomst.

## **Wat zijn opvallende recente ontwikkelingen op het gebied van fiduciair management?**

‘Daarvoor is het allereerst belangrijk om te weten wat een fiduciair manager precies doet. Dat is het ondersteunen van het bestuur op allerlei vermogensbeheervraagstukken, evenals het verbeteren van het beleid ten aanzien van vermogensbeheer. De fiduciair manager zal daarbij de uitvoering van het beleid dat door het bestuur is vastgesteld binnen de kaders invullen. Deze uitvoering omvat het leveren van input voor de portefeuilleconstructie, het uitvoeren van de asset allocatie, evenals het risicomangement. De fiduciair manager levert daarnaast ook input voor ‘risk oversight’ en rapporteert aan het bestuur.

Het vermogen per beleggingscategorie wordt vaak beheerd door verschillende (externe) gespecialiseerde beleggers, waarbij het selectieproces en de aansturing ondersteund worden door de fiduciair manager. Het bestuur blijft daarbij volledig ‘in control’. De laatste jaren wordt er steeds meer gekeken naar specialisaties op deelgebieden en worden deze bouwstenen apart uitbesteed. Denk aan: strategisch advies op basis van portefeuilleconstructie of thema’s, balansmanagement (LDI - Liability Driven Investment), multi-management (selectie en aansturing van externe managers),

risicomangement (inclusief overlay-management) en risk oversight en rapportages.’

## **Wat kan er gebeuren wanneer alle bouwstenen worden opgeknipt en verdeeld over verschillende partijen?**

‘Een dergelijk model is niet voor iedereen weggelegd en vaak niet het meest efficiënt qua kosten en governance.’

## **Kunt u dat toelichten?**

‘Om te beginnen met governance: bij het volledig opknippen van het mandaat kunnen er mogelijk hiaten vallen in het uitvoeringsproces en daarom vergt het apart uitbesteden van de fiduciaire delen veel meer tijd van het bestuur. Wij noemen de tijd die een bestuur aan het fonds kan besteden het ‘governancebudget’. Als dit governancebudget voor bepaalde niet-primaire zaken wordt verbruikt, zal er minder tijd beschikbaar zijn voor belangrijker zaken.

We horen vaak van klanten dat we als gespecialiseerde fiduciair manager erg coulant zijn met het leveren van additionele diensten die niet in de SLA (Service Level Agreement) zijn opgenomen, maar waarvan wij van mening zijn dat het voor de klant belangrijk is dat dit het governancebudget ten goede komt. Bij uitbesteding naar meerdere partijen zal deze extra service waarschijnlijk wegvallen.

Dan de kosten. Een duidelijk nadeel van te veel opknippen van het mandaat is dat de ‘economy of scale’ mogelijk niet meer aanwezig is, want elke partij zal een onafhankelijk verdienmodel hanteren. Als gespecialiseerde fiduciair manager hebben wij ervoor gekozen om onze fiduciaire diensten uit te voeren door het aanbieden van combinaties van bouwstenen die logischerwijs bij elkaar passen, zoals

strategisch advies met balansmanagement of portefeuille-constructie met multi-management. Om de kosten te beperken, is efficiëntie van het proces belangrijk. Er wordt maatwerk geleverd per klant, maar daarbij worden wel meerdere klanten bediend via eenzelfde bewezen integer proces. Ons fee-model is gebaseerd op het leveren van toegevoegde waarde voor de klant en niet zozeer op winstmaximalisatie of het tijdelijk kopen van marktaandeel. Fiduciair management is een relatiemodel voor de lange termijn. Sommige van onze klanten zijn al meer dan 25 jaar klant bij ons.'

### **Welke rol speelt ESG (-integratie) bij fiduciair management?**

'ESG wordt een steeds belangrijker onderdeel van vermogensbeheer. Wij krijgen ook steeds meer vragen over ESG-integratie in het fiduciaire proces. Wij integreren

ESG in alle verschillende onderdelen van de beleggingscyclus, te beginnen bij de strategische positionering, de doelstellingen en overtuigingen van het fonds tot aan de rapportages en oversight. Dit gaat veel verder dan alleen engagement, voting en uitsluiting. We kunnen daarbij duidelijk laten zien waar de meeste winst te behalen valt voor de klant.

Een focus op ESG helpt om risico's, waaronder financiële risico's en afbreukrisico's, te mitigeren. Een uitdaging daarbij is dat ESG een containerbegrip is geworden en veel gradaties kent. De Sustainable Development Goals (SDG's) van de Verenigde Naties bieden ons de mogelijkheid om het ESG-beleid te structureren. Wij geloven daarbij dat de keuzes waarin daadwerkelijk wordt belegd in de portefeuille niet ten koste mogen gaan van het langetermijnrendement. Een betaalbaar en stabiel pensioen voor de deelnemers is het hoofddoel en ESG-activiteiten kunnen daarbij helpen, maar dat is niet altijd het geval.'

### **Zijn fiduciair managers voldoende innovatief in hun aanpak?**

'De doelstelling van fiduciair management is niet per se om innovatief te zijn, maar om als echte partner van een klant proactief met ontwikkelingen in de markt om te gaan. Innovatie zit daarbij in het slim inpassen van veranderde regelgeving of beleid in de portefeuille, zoals het integreren van een 'ESG-tilt' in een aandelenportefeuille. Daarbij worden regelmatig 'nieuwe' innovatieve asset classes toegevoegd aan portefeuilles, zoals green bonds of cat bonds.

Fiduciair managers kunnen meer doen om met innovatieve (lees 'moderne') technieken het proces voor bestuurders eenvoudiger te maken. Bijvoorbeeld door via een webportal inzicht in de portefeuille en risico's te geven en daarbij een basis ALM-model te draaien dat direct inzicht geeft in de risico's bij een aangepaste allocatie.

Een ander voorbeeld is dat wij dit jaar al onze klanten hebben overgezet van clearing bij LCH naar Eurex. Dit hebben we gedaan om het risico van een Brexit te beperken. Omdat wij als eerste fiduciair manager deze stap hebben genomen, heeft het onze klanten substantieel geld opgeleverd. Dit geeft aan dat de fiduciair manager op alle onderdelen waarde kan toevoegen voor zijn klanten.'

### **Wat is de toegevoegde waarde om manager-selectie en -monitoring door de fiduciair manager te laten doen?**

'Ik denk allereerst dat beide prima los van elkaar kunnen functioneren, maar dat beide activiteiten wel onafhankelijk moeten zijn van het bredere asset management- of de beleggingsorganisatie. Omdat de fiduciair manager de klant goed kent, is hij beter in staat dan een 'op afstand staande'



#### CV

Bart Kuijpers is sinds 2018 Managing Director en Head of Fiduciary Management van BMO GAM en verantwoordelijk voor de beleggingen van Nederlandse pensioenfondsen. Voor zijn overstap naar BMO GAM zette Kuijpers met Credit Suisse en Swiss Re een pensioenuitvoeringsorganisatie op. Tijdens zijn 24-jarige loopbaan werkte hij onder meer als fondsbeheerder bij ABP Investments evenals bij verschillende investeringsbanken in het Verenigd Koninkrijk. Hier legde hij zich toe op pensioen- en verzekeringsoplossingen. Kuijpers heeft een MSc in Econometrie behaald aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.



partij om echt maatwerk te leveren. De fiduciair manager kan dus als geen ander rekening houden met alle wensen of eisen van de klant, die doorgaans verder gaan dan alleen een goede beleggingsinhoudelijke oplossing. Als beide teams – fiduciair en multi-management – met elkaar samenwerken, kan de input van manager-research duidelijk maken wat de huidige trends in de markt zijn en wat de mogelijkheden en onmogelijkheden zijn qua beleggingen voor de klant.

Dit speelt bijvoorbeeld bij het opzetten van een juridische structuur voor een nieuw fonds. Sommige beleggingen kunnen alleen via een aparte opzet worden ontsloten. De vraag die we dan direct aan de klant kunnen voorleggen, is of een 'US-based truststructuur' voldoende transparantie geeft en of dit aansluit bij de juridische randvoorwaarden van de klant (bijvoorbeeld alleen Nederlands recht, et cetera). Het antwoord op deze vraag kan dan bepalen of we strategische aanpassingen moeten doen of moeten afzien van een bepaalde belegging.'

### **Welke inhoudelijke veranderingen zien jullie de afgelopen jaren in de mandaten die pensioenfondsen uitbesteden?**

'De integratie van ESG in portefeuilles zorgt voor een meer actieve of 'enhanced' benadering van beleggen. De trend in passief blijft zich doorzetten in de 'core' beleggingen, maar door het toevoegen van ESG als factor ('ESG tilts') wijken de portefeuilles meer af van de brede marktgewogen index. De keuze van de benchmark waartegen de beleggingen worden afgezet, wordt daardoor belangrijker. Ook illiquide investeringen vormen een belangrijker deel van de portefeuille in de zoektocht naar rendement en diversificatie. Vooral hypotheek en Nederlands vastgoed zijn populair vanwege de gunstige solvabiliteitbehandeling.'

### **Disruptie, robotisering en artificial intelligence (AI) zien we in alle sectoren. Welke trends signaleren jullie bij vermogensbeheerders?**

'Fiduciair management is vooral maatwerk en persoonlijk contact is uitermate belangrijk voor het geven van strategisch advies. Ik denk dat chatbots en dergelijke de 'delegated CIO's' niet snel zullen vervangen als strategische partner. Veel asset management-activiteiten kunnen daarentegen steeds verder worden geautomatiseerd, zoals portefeuille-optimalisatie en het kwantitatieve due diligence-onderdeel van managerselectie.

Bij de uitvoering van het kwantitatieve proces, bijvoorbeeld bij managersselectie, zal kunstmatige intelligentie een belangrijker rol kunnen gaan spelen. Het detecteren van een 'fund managers style', maar ook 'style drift' kan vaak eerder worden opgepakt door een algoritme. Dit kan dan worden aangevuld met uitgebreide kwalitatieve analyses.



Ook voor een deel van de communicatie, bijvoorbeeld richting deelnemers, kan AI worden ingezet. Ik kan me voorstellen dat het beleggingsbeleid van het hele fonds omgezet wordt naar een persoonlijke situatie van een deelnemer en alleen specifieke informatie wordt gegeven die relevant is voor deze deelnemer. De verdere verstrengeling van DB en DC in de pensioenportefeuilles kan dit proces, waarbij individuele informatie is vereist, versnellen.' «

#### **Over BMO GAM**

**BMO GAM is een dochteronderneming van de Bank of Montreal en heeft wereldwijd meer dan 20 vestigingen in 14 landen, telt ruim 1.200 beleggingsprofessionals en beheert € 210 miljard aan vermogen (december 2018). De focus in Nederland ligt op institutioneel vermogensbeheer waaronder fiduciair management. BMO GAM Nederland beheert ruim € 21 miljard voor pensioenfondsen, verzekeraars en andere institutionele beleggers.**

BMO richt zich als fiduciair manager op modulaire dienstverlening en nauwe samenwerking met institutionele klanten.

De doelstelling van fiduciair management is om als echte partner van een klant proactief met ontwikkelingen in de markt om te gaan.

De vraag naar integratie van ESG in het fiduciaire proces neemt steeds meer toe, ook in de zoektocht naar rendement en diversificatie.

# I did it my way

DOOR LIES VAN RIJSSEN

Met de voeten in de pensioenmodder of achter de bestuurstafel, haar enthousiasme voor pensioen is onstuitbaar. Financial Investigator sprak met Krista Nauta, jonge pensioenfondsbestuurder bij Pensioenfonds Horeca en Catering en strategisch productmanager bij PGGM.

Bestuurder worden was een lang gekoesterde wens. Na mijn HEAO-studie heb ik altijd als adviseur in het pensioenvak gewerkt. Ik adviseerde vermogende particulieren, grote corporate werkgevers en pensioenfondsbesturen. Vaak dacht ik 'ik heb een mening, maar ik ga er niet over.' Daar moest maar eens verandering in komen. Hoe mooi zou het zijn als ik voor degenen voor wie we het doen ook zelf eens rechtstreeks het verschil zou kunnen maken? Dat heb ik destijds uitgesproken bij PGGM. Wanneer medewerkers zich willen ontwikkelen, ondersteunen ze dat hier van harte. Ik kon de Certified Pension Executive-opleiding gaan doen aan de Erasmus Universiteit. Daarna ben ik op zoek gegaan naar een bestuursfunctie.

Die kwam ik niet direct tegen, hoewel er toch volop media-aandacht is voor de vraag naar jonge en/of vrouwelijke bestuurders. Ik had kennis, de juiste opleiding en jarenlange werkervaring in de sector. Waarom stonden ze dan

**Fondsen kunnen sturen door duidelijk te vragen naar een jonge bestuurder met frisse ideeën en specifieke kennis.**

niet om me te springen? Ik ontdekte dat bestuursfuncties helemaal niet op vacaturesites of websites van pensioenfondsen te vinden zijn. Uiteindelijk raadden docenten van de opleiding me aan om contact op te nemen met TEN, een searchbureau. Die tip leidde me naar Pensioenfonds Horeca & Catering. Toen ik belde, bleek Koninklijke Horeca Nederland – in de paritaire besturen dragen organisaties van werkgevers of werknemers de bestuurders voor – op zoek te zijn naar een jonge bestuurder. Als je eenmaal bestuurder bent, in netwerken zit en andere bestuurders ontmoet op seminars en bijeenkomsten, ga je zien dat eigen netwerken vaak bepalend zijn voor de invulling van functies. Dat verklaart ook waarom ik geen vacatures kon vinden toen ik daarnaar zocht.

Het bestuur van Horeca & Catering stond ervoor open dat ik zonder bestuurlijke ervaring toetrad. Ik bracht wel andere assets mee: ik kende door mijn werk als adviseur de bestuurlijke jaarkalender en de dynamiek van bestuursvergaderingen. Vooraf was ik wel gespannen over de positie die ik zou krijgen. Ik had dan wel veel inhoudelijke pensioenkennis, maar bestuurlijk was ik zo groen als gras. En jong. In het bestuur zaten mensen met jarenlange bestuurservaring. Maar het kwam in orde. Er wordt goed naar me geluisterd. Mijn mening doet ertoe, net zo veel als die van anderen. Ik doe volwaardig mee en ben in een collegiaal team terechtgekomen. Bij mijn start vroeg ik de voorzitter of hij me wilde begeleiden en van feedback wilde voorzien. Hij stelde na korte tijd echter vast dat ik al volledig meedeed. 'Blijf gewoon je ding doen. Je hebt geen extra begeleiding nodig', hoorde ik. Vorig jaar ben ik namens het voltallige bestuur voorgedragen als jonge pensioenbestuurder van het jaar. Een mooier compliment kon ik niet krijgen. Nu, na twee bestuurlijke jaarcyclussen, merk ik dat ik me het fonds eigen heb gemaakt, echt feeling met het besturen heb gekregen en zie hoe dingen samen-



Afbeelding: Woordwolk.nl

hangen. Horeca & Catering heeft twee bestuurders van onder de veertig jaar. Een jaar na mij kwam de tweede erbij. Ik kon hem meegeven zichzelf een jaar de tijd te gunnen om alles een keer langs te zien komen, inclusief alle bestuursstukken.

We zijn met negen bestuurders: vier op voordracht van de werkgeversorganisatie, drie op voordracht van de werknemersorganisaties, één namens de pensioengerechtigden en één onafhankelijke voorzitter. Ik zit er op voordracht van werkgeversorganisatie Koninklijke Horeca Nederland. In het bestuur zelf merk je niets van geleidingen. We wegen alle belangen met elkaar af en besturen als een team. De diversiteit die er wel toe doet, zit hem in de verschillende kunde, kennis, inzichten en achtergronden die we meebrengen. Daarin vullen we elkaar aan. Pensioenfonds Horeca & Catering is een zelfadministrerend fonds. Dat geeft een bijzondere dynamiek. De mensen van het fonds voelen zich verbonden met de deelnemer, die werkt in de sector horeca en catering. Dat is de man of vrouw voor wie ze het doen. Ik zie ook veel enthousiasme en dynamiek in de uitvoeringsorganisatie die, hoewel tamelijk klein, het fikst voor een hele grote groep: 1,3 miljoen deelnemers. Ik ben daarvan onder de indruk.

We hebben de aandachtsgebieden niet onderverdeeld in dit bestuur. Natuurlijk neemt iedereen wel zijn eigen kennis en ervaring mee. Ik ben heel goed thuis in pensioenregelingen en word daar dus regelmatig op bevraagd door andere bestuurders. Mijn nieuwsgierigheid gaat door die expertise eerder uit naar de inrichting van de pensioenadministratie dan naar sommige andere onderwerpen. Andersom bevrage ik voor vermogensbeheer weer een collega-bestuurder. Juist omdat aandachtsgebieden niet zijn belegd en er ook geen commissies zijn, zie je dat iedereen zich verdiept in de kwesties die voorliggen. Daardoor kan je ook werkelijk samen de verantwoordelijkheid voor bepaalde oplossingen nemen. Je ziet wel dat naarmate het fonds groter wordt – circa 10 miljard euro – het wat meer tijd gaat vragen. We vergaderen vaker en houden verdiepingssessies om onderwerpen echt te kunnen beetpakken.

Als een bestuur ervoor openstaat, kan een jongere zonder meer toegevoegde waarde inbrengen. Onze belevingswereld is anders en we maken op een andere manier onze afwegingen en keuzes. En dan ben ik met mijn 35 jaar niet eens meer een héél jonge jongere. De generatie na mij, de twintigers van nu, beziet de wereld alweer anders. Misschien hebben jongeren - maar dat kan ook met mijzelf te maken hebben - een bepaalde eagerness om betrokken te zijn en dingen goed te willen doen. Collega-bestuurders

**Het is niet eenvoudig vraag en aanbod op een goede manier verbonden te krijgen.**

zeggen dat in mij te waarderen. Jonge bestuurders zijn verder gewend om proactief feedback te vragen en daarmee aan de slag te gaan. Dat gebeurde vroeger gewoon minder denk ik. Het hoorde bijna niet. Mensen namen een meer afwachtende houding aan. Dat hoor ik van



Foto's: Archief Krista Nauta

## CV

Januari 2017 - nu:

Strategisch Productmanager, PGGM

Juli 2016 - nu:

Pensioenfondsbestuurder, Pensioenfonds Horeca & Catering

Oktober 2013 - Januari 2017:

Expert beleidsadviseur/productontwikkelingsmanager, PGGM

November 2012 - Oktober 2013:

Senior Pensioenspecialist/Projectmanager, ITDS

Januari 2009 - November 2012:

Senior Manager, KWPS

April 2008 - Januari 2009:

Pensioenspecialist, Rabobank Almere

September 2005 - April 2008:

Teamcoach financieel planners, ABN AMRO Bank

mijn ouders terug. Na mijn eerste bestuursjaar heb ik de zelfevaluatie van het bestuur mogen organiseren, samen met een extern bureau en een collega-bestuurder. Daarin hebben we een heel blok besteed aan een-op-een feedback geven, alle bestuurders aan elkaar. Iedereen vond dat waardevol en leuk.

Pensioenlab vind ik een goed initiatief, maar voor mij niet het kanaal waarlangs ik verder had kunnen komen om uiteindelijk bij Pensioenfonds Horeca & Catering te landen. Ik heb bewust een andere weg gekozen. Voor mij was het goed om, gezien de bagage die ik al had, een gerichte opleiding te gaan volgen waar ik direct in contact kon komen met bestuurders. Voor anderen kan aansluiting bij Pensioenlab juist wél de goede weg zijn. Punt blijft dat vacatures voor bestuursfuncties lang niet altijd openbaar zijn. Jongeren die willen besturen zijn er wel, maar zij komen lang niet altijd in contact met besturen. Complicatie is ook dat er in de pariteit altijd behoefte is aan binding van bestuurders met een bedrijfstak of onderneming. In die gezochte binding voorziet Pensioenlab niet automatisch. Het is niet eenvoudig vraag en aanbod op een goede manier verbonden te krijgen. Je ziet wel steeds vaker dat pensioenfondsbesturen voordragende organisaties strak houden aan het profiel van een gezochte bestuurder. Fondsen kunnen sturen door duidelijk te vragen naar een jonge bestuurder met frisse ideeën en specifieke kennis. Verder raad ik jongeren met bestuurlijke ambities aan vooral contact te zoeken met bestuurders en te zorgen dat ze in die netwerken komen. Dat is echt heel belangrijk. Vacatures, in elk geval voor vrouwen, komen langs bij organisaties als Vrouwen In Institutioneel Pensioen (VIIP). Benut dat soort netwerkclubs.

Om eraan te beginnen, moet je besturen wel leuk vinden. Het is iets heel anders dan met je voeten in de pensioenmodder staan, zoals ik in mijn reguliere werk doe. Mijn werk als strategisch productmanager, waarbij ik verantwoordelijk ben voor ons producten- en dienstenaanbod aan pensioenfondsbesturen, versterkt mijn werk in het fondsbestuur en andersom. Ik ken de behoeften van het fondsbestuur. Voor mij werkt die combinatie heel goed, maar diepgaande kennis kan voor een bestuurder ook een valkuil zijn. Uiteindelijk moeten anderen het werk doen. De bestuurder moet besturen, de grote lijnen uitzetten, nadenken over strategische vraagstukken. Het enige juiste antwoord is er niet. Je moet keuzes maken. Mét elkaar. Je moet ook veel willen vergaderen. Dan spreek je je collega-bestuurders.

***Ik raad jongeren met bestuurlijke ambities aan vooral contact te zoeken met bestuurders en te zorgen dat ze in die netwerken komen.***



Natuurlijk is er leven naast de pensioenen! Ik sport en dans. En ik ben er erg gelukkig mee dat ik binnenkort weer ga samenwonen. We ondernemen veel. De Mont Ventoux fietsen we ook nog wel een keer op. En stiekem ben ik erachter gekomen dat genieten van het mama zijn veel meer in mij zit dan ik vroeger voor mogelijk hield, hoezeer ik ook hecht aan mijn werk. «

Bestuurder worden? Ga dan vooral netwerken!

Pensioenfondsen zoeken bestuurders met een binding met de bedrijfstak of onderneming;

Bestuurdersvacatures vind je niet op websites;

Als je wilt besturen, moet je besturen wel echt leuk vinden;

Een bestuurder moet besturen. Diepgaande kennis is goed, maar kan ook een valkuil zijn.



# COLUMN

DOOR THOMAS PISTORIUS, TWEDELIJNS RISICOMANAGER PENSIOENFONDS VERVOER\*  
EN COMMISSIE RISICOMANAGEMENT VAN DE PENSIOENFEDERATIE

## Het nieuwe COSO: risicomanagement voor het management?

De nieuwe aanpak voor ERM claimt risicomanagement uit zijn niche te halen. Het veronderstelt daarbij dat het management denkt en werkt volgens het gedachtegoed van een MBA-opleiding.

COSO heeft in 2017 zijn aanpak voor Enterprise Risk Management (ERM) opnieuw geformuleerd. ERM betekent in gewoon Nederlands: het risicomanagement van de onderneming. COSO staat bijna synoniem voor risicomanagement. Net zoals we 'TomTom' gebruiken voor 'navigatiesysteem'. De financiële dienstverlening in Nederland steunt voor haar risicomanagement vaak op de aanpak en de ideeën van COSO. Voluit staat de afkorting voor 'Committee of Sponsoring Organizations', zoals beroepsorganisaties van accountants, controllers en auditors uit de Verenigde Staten. De organisatie is in 1985 opgericht in de VS om financiële fraude bij ondernemingen te bestrijden.

In 2004 kwam het eerste rapport 'Enterprise Risk Management - Integrated Framework' uit. Dit rapport verbreedde toen al het perspectief van risicomanagement van interne beheersing naar dat van de onderneming als geheel. In 2017 verscheen een update van het ERM-rapport. Het rapport wil ERM anders positioneren: ERM is geen functie of afdeling, ERM is meer dan het maken van lijstjes met risico's en ERM is meer dan interne beheersing en is niet bedoeld als checklist.

Hoe gaat het vernieuwde ERM dan wel te werk? Het rapport uit 2017 legt de nadruk op het bepalen van de strategie en verbetering van de prestaties van de organisatie. Bij strategie gaat het niet meer alleen om de vraag welke risico's het behalen van de strategische doelen bedreigen. Daarnaast moet het management bijvoorbeeld checken of de strategie wel past bij de missie, visie en kernwaarden van de organisatie, maar het dient ook de risicoprofielen van alternatieve strategieën tegen elkaar af te wegen. Voor het verbeteren van prestaties stelt het rapport uit 2017 de 'business', de organisatie-activiteiten, centraal in plaats van de afdeling risicomanagement.

Uit het rapport van 2017 klinkt het MBA-denken door. Het rapport heeft naast de risicomanager ook de moderne manager als doelgroep voor ogen. Vanuit het perspectief van risicomanagement is er overigens niets tegen het toepassen van het MBA-gedachtegoed. Typerend voor het nieuwe rapport is dan ook dat de bekende risicomanagementkubus niet meer voorkomt. De waardeketen vervangt nu de kubus en loopt van de missie, strategie en doelen via implementatie en prestatiemeting naar de toegevoegde waarde. Een waardeketen gaat bij uitstek over de business en haar performance. Bij de waardeketen volgens ERM spelen principes over bijvoorbeeld cultuur, strategie en communicatie een belangrijke rol. Dit allemaal om van risicomanagement sec naar een op risico gebaseerde managementstijl over te stappen. Het ERM-rapport uit 2017 gaat dan ook niet meer over de interne beheersing. Risicomanagement als interne beheersing blijft uiteraard wel nodig.

Het ERM-rapport uit 2017 claimt dat het risicomanagement toegankelijk maakt voor het management. Het rapport spreekt het jargon, de vaktaal van de moderne manager. Het jargon van risicomanagement is met het ERM-rapport vervangen door het managementjargon van een MBA-opleiding. Maar domineert bij alle pensioenfondsen de bedrijfsmatige aanpak waarin governance, cultuur, strategie en waardeketen vooropstaan? Toch kan het ERM-rapport een stimulans vormen om zowel meer bedrijfsmatig als risicogebaseerd te werken. Dit zijn voor pensioenfondsen en hun toezichthouders immers belangrijke thema's. De vernieuwde ERM-aanpak verdient daarom de aandacht van pensioenfondsen. De eerste stap is de vernieuwde ERM-aanpak te leren kennen. Daarna kunnen pensioenfondsen kijken of ze deze aanpak, of ideeën hieruit, willen omarmen. «

\* dit artikel is geschreven op persoonlijke titel

# Optimaal tot je recht komen in een dynamische omgeving

DOOR MATHIJS LINDEMULDER, IMPLEMENTATIEMANAGER EN BELEGGINGSSTRATEEG BIJ TKP INVESTMENTS

De Nederlandse pensioensector is volop in beweging. Een groeiend aantal pensioenfondsen kiest voor liquidatie en een collectieve waardeoverdracht naar een Algemeen Pensioenfonds (APF). Mathijs Lindemulder, implementatiemanager en beleggingsstrateeg bij TKP Investments, vertelt over zijn rol bij een aantal van deze complexe trajecten.

Een voorbeeld van een dergelijk traject van collectieve waardeoverdracht is dat van Pensioenfonds Ballast Nedam. Het bestuur van dit pensioenfonds heeft in september 2018 het besluit genomen tot liquidatie. Met ingang van 1 januari 2019

zijn de pensioenaanspraken en pensioenrechten overgedragen aan een eigen pensioenkring bij Stichting Algemeen Pensioenfonds Stap (Stap). Stap heeft het vermogensbeheer uitbesteed aan TKP Investments. Mathijs Lindemulder is implementatiemanager bij TKP Investments en begeleidt en coördineert de migratie van het belegd vermogen van circa 1 miljard euro.

## Gedetailleerd migratieplan vormt de basis

'De migratie van het belegd vermogen van een pensioenfonds in liquidatie naar een pensioenkring van Stap is een veelzijdig proces. Een heldere en vroegtijdige afstemming met alle betrokken partijen over de wijze van overdracht van het vermogen is

essentieel. De voorbereiding van het traject begint met een gedetailleerd migratieplan. Het bij elkaar brengen van alle partijen en ervoor zorgen dat alle expertise aanwezig is zodat de puzzelstukjes op de juiste plek vallen, daar krijg ik energie van.'

Stap en TKP Investments hebben inmiddels een bewezen track record opgebouwd bij het begeleiden van transitie van het belegd vermogen van pensioenfondsen. Met de komst van Pensioenkring Ballast Nedam zijn bij Stap inmiddels zeven pensioenkringen operationeel. Stap belegt circa zes miljard euro voor ongeveer 46.000 deelnemers van de verschillende pensioenkringen. Daarmee is Stap het grootste APF van Nederland.



Foto: Archief TKP Investments

MATHIJS LINDEMULDER

## CV

- 2018 - heden Implementatiemanager Stap a.i. bij TKP Investments
- 2017 - heden Investment Strategist bij TKP Investments
- 2016 Thesis intern & trainee consultant bij EY Amsterdam
- 2015 Projectmanager student research team Colombiaanse pensioen- en verzekeringsmarkt voor Aegon
- 2014 - 2016 Master Finance aan de RuG
- 2014 - 2016 Master International Economics & Business aan de RuG
- 2011 - 2014 Bachelor Bedrijfseconomie aan de RuG

## Nevenactiviteiten

- 2018 - heden Lid van Ondernemingsraad Aegon Asset Management
- 2017 - 2018 Lid van onderdeelcommissie OR TKP Investments
- 2014 - 2015 Voorzitter bestuur onderzoeksproject RuG in samenwerking met 5 multinationals

## Belang van de deelnemers staat centraal

Lindemulder stelt dat, onder andere door de flexibele houding van Stap en de expertise van de beleggingsspecialisten van Stap en TKP Investments, de migraties succesvol en efficiënt zijn uitgevoerd. 'Het belang van de deelnemer staat centraal bij de migratie van het belegd vermogen. Dit vraagt om een kostenefficiënte transitie, waardoor het pensioen voor de deelnemers wordt gemaximaliseerd. In het geval van de overgang van Pensioenfonds Ballast Nedam is het beleggingsbeleid binnen Stap voortgezet, waardoor de migratie tegen zeer lage kosten is uitgevoerd. De migratie is soepel en efficiënt verlopen, waarbij zelfs een besparing van de transactiekosten is gerealiseerd ten opzichte van wat vooraf was begroot. Daar doen we het met zijn allen uiteindelijk allemaal voor.'

## Besparingen door flexibiliteit en ontzorging

Ook bij eventuele wijzigingen in het beleggingsbeleid kunnen transitiekosten worden beperkt, stelt Lindemulder. 'Door heldere afspraken over het beleggingsbeleid van de nieuw te vormen pensioenkring en de termijn waarop de portefeuille naar dat beleid moet toegroeien, voorkom je gedwongen verkopen van beleggingen op het moment van collectieve waardeoverdracht. Door deze flexibiliteit te creëren, wordt aanzienlijk bespaard op transactiekosten als gevolg van bijvoorbeeld netting of in-kind overboekingen. Een bijkomend voordeel is dat werkzaamheden die voortvloeien uit wijzigingen in het beleggingsbeleid plaatsvinden na de collectieve waardeoverdracht, waardoor het latende pensioenfonds wordt ontzorgd.'

## Beleggingsstrategie en adviseur

Naast implementatiemanager is Lindemulder beleggingsstrategie bij TKP Investments. Hierbij adviseert Lindemulder Stap in offertetrajecten over het beleggingsbeleid van potentieel op te richten pensioenkringen. 'De eerste stap in zo'n proces is een analyse of het beleggingsbeleid van het latende

## Stap belegt circa zes miljard euro voor ongeveer 46.000 deelnemers van de verschillende pensioenkringen.

pensioenfonds aansluit bij de beleggingsbeginselen van Stap. Vervolgens adviseren we Stap over mogelijkheden om het risico-rendementsprofiel van de beleggingsportefeuille te optimaliseren, op een manier die past bij de risicohouding.'

## Betrokken van start tot afronding

Gedurende het gehele offertetraject ondersteunt Lindemulder Stap bij het presenteren van potentiële verfijningen in het beleggingsbeleid en in de wijze van implementatie. 'Het overeengekomen beleggingsbeleid vormt de basis voor het transitieplan. Hierdoor ben ik vanaf het eerste contact tot aan de daadwerkelijke implementatie betrokken bij de totstandkoming van een nieuwe pensioenkring.'

## Zoeken naar de beste beleggingsoplossing

Lindemulder licht toe dat, ondanks de dynamiek in de pensioensector en de trend naar consolidatie, de overdracht van de pensioenaanspraken en het belegd vermogen niet van de ene op de andere dag geschiedt. 'Het besluit tot liquidatie en de keuze voor een andere uitvoeringspartij is een zorgvuldig en tijdrovend proces. Het geeft mij veel voldoening om met de verschillende partijen bezig te zijn voor de beste beleggingsoplossing voor de deelnemers van een pensioenkring. Die betrokken partijen zijn de specialisten van TKP Investments, Stap, het latende pensioenfonds, de werkgever, sociale partners en de consultants.

Bovendien heb ik het beleid van veel verschillende pensioenfondsen voorbij zien komen en geanalyseerd, waardoor

ik een brede achtergrond heb ontwikkeld ten aanzien van mogelijkheden voor de inrichting van het vermogensbeheer.'

## Ervaring inzetten voor charitatieve markt

Deze achtergrond benut Lindemulder ook in de markt voor charitatieve instellingen, waar hij vermogensfondsen adviseert over het beleggingsbeleid en de portefeuilleconstructie. 'De charitatieve markt is ook aan het transformeren en een professionaliseringsslag aan het maken. Daardoor ontstaat een behoefte aan gedegen en professioneel beleggingsadvies waar ik graag in voorzie. Ik voel me thuis in een omgeving die continu in beweging is.'

## De stem van de achterban

Verder is Lindemulder lid van de Ondernemingsraad van Aegon Asset Management, waar hij via medezeggenschap een bijdrage levert aan de strategie van de onderneming waar hij werkzaam is. Met veel gedrevenheid behartigt hij als lid van de Ondernemingsraad het belang van de medewerkers bij het beoordelen van strategische wijzigingen. 'Ik heb altijd een sterke interesse gehad voor de strategie van ondernemingen en breng met erg veel plezier en passie de stem van de achterban over.'

## 'In de pensioenen' vanaf studietijd

De 25-jarige Lindemulder heeft al jong de nodige ervaring opgedaan in de pensioensector. Zijn eerste (professionele) ervaring met pensioenen was gedurende zijn voorzitterschap van een bestuur. 'In de voorbereiding op mijn carrière ben ik voorzitter van een bestuur en verschillende commissies geweest. Ons bestuur organiseerde een onderzoeksproject in samenwerking met de Rijksuniversiteit Groningen (RuG) en vijf multinationals. Daarnaast leidde ik de groep studenten die voor Aegon onderzoek deed naar de Colombiaanse pensioen- en verzekeringsmarkt. Een paar jaar later ben ik bij de start van mijn carrière aan de slag gegaan bij TKP Investments, een onderdeel van Aegon Asset Management.' «

**VOORZITTER:**

Karin Roeloffs, *Avida International*

**DEELNEMERS:**

Jason Collins, *SEI*

Anton Kramer, *TKP Investments*

Martijn Kuipers, *Russell Investments*

Martin Mlynár, *Corestone Investment Managers*

Freddy van Mulligen, *Achmea Investment Management*

Anton van Nunen, *Van Nunen & Partners*

Christiaan Tromp, *Tromp Fiduciary Services*

*Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Achmea Investment Management, Corestone Investment Managers, Russell Investments, SEI en TKP Investments.*

Foto's: Ruben Eshuis Fotografie



# MANAGERSELECTIE ESSENTIEEL ONDERDEEL VAN FIDUCIAIRE DIENSTVERLENING

Door Hans Amesz

Het selecteren van externe managers is naast advies de belangrijkste taak van de fiduciair. Bij het selecteren en monitoren van externe managers is een goede discipline onontbeerlijk.





## Wat is de toegevoegde waarde van het laten selecteren en monitoren van managers door de fiduciair manager?

**Martin Mlynár:** 'Het belangrijkste aspect van de externe managerselectie in het kader van de fiduciaire dienstverlening is het aanbieden van geïntegreerde oplossingen. Het gaat om de kwaliteit van de implementatie van de strategische besluiten, het leveren van het beste rendement voor iedere unit van ingezet risico. Daarnaast is het leveren van integrale controle en overzicht van groot belang.'

**Anton van Nunen:** 'Het selecteren van managers is naast advies de belangrijkste taak van de fiduciair. Bij advies komt het erop aan het theoretische deel te vertalen naar de werkelijkheid, en dat is managerselectie. Vergelijken met enkele jaren geleden is

er sprake van een enorme verandering. Toen ging je voor rendement en aanvaardde je het risico, nu stel je je risicobudget vast en accepteer je het rendement dat daarmee gepaard gaat.'

**Jason Collins:** 'Wij zijn van mening dat de selectie van managers niet per definitie door de fiduciaire manager moet worden gedaan. Dit kan ook worden ondergebracht bij een externe (onafhankelijke) managerselectie-specialist. Goede communicatie is hierbij van belang evenals de afbakening van verantwoordelijkheid.'

**Freddy van Mulligen:** 'De meeste klanten zien managerselectie als een essentieel onderdeel van de fiduciaire dienstverlening. Ik denk dat het voordelen heeft om ze te integreren, want dan heb je een naadloze aanpak als het gaat om portfolioconstructie

> **Karin Roeloffs** is als Senior Partner verbonden aan Avida International. Roeloffs heeft meer dan 25 jaar ervaring in de financiële sector waar zij eerder werkzaam is geweest bij ABN AMRO, APG en Mercer. Roeloffs was partner bij Mercer waar zij van 2011 tot 2018 leiding heeft gegeven aan het Investments team in Nederland. Daarvoor heeft zij gewerkt bij APG Asset Management waar zij hoofd was van de Client Portfolio Managers. Tijdens haar lange loopbaan bij ABN AMRO is Roeloffs werkzaam geweest in de divisies Investment Banking en Asset Management. Binnen ABN AMRO Asset Management was zij Hoofd van het institutionele team in de Benelux. Roeloffs is afgestudeerd als econoom aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en het Europa College in Brugge.





> **Jason Collins** is SEI's Global Head of Equity Portfolio Management. In deze functie is hij verantwoordelijk voor alle aandelenstrategieën en stuurt hij de SEI portefeuillemanagers aan. Voorheen was Collins Hoofd Aandelen in London en Hoofd Portfolio Management voor zowel aandelen als vastrentende waarden. Voordat Collins bij SEI in dienst trad, was hij eigenaar en partner van Maia Capital Partners, een gespecialiseerde multi-manager beleggingsonderneming gericht op particuliere beleggers in het Verenigd Koninkrijk. Collins heeft een Bachelor of Arts in Financial Services, Bournemouth University en is CFA Institute Member.

aan de ene en managersselectie aan de andere kant. Dat kan het rendement en het risicomanagement verbeteren.'

**Christiaan Tromp:** 'Je moet je afvragen wat de basisdiensten van een fiduciair manager voor jouw pensioenfondsen zijn. Behoort managersselectie daartoe of niet? Ik geloof dat dit ook afhankelijk is van de grootte van het pensioenfonds. Maar hoe dan ook, managersselectie samen met portefeuilleconstructie is erg belangrijk voor het managen van een beleggingsportefeuille als geheel.'

**Anton Kramer:** 'Sommige klanten kiezen ervoor om een manager te hebben die strategisch advies geeft en een andere partij die de managersselectie doet. Wij hebben ook klanten die beide afnemen. Ik denk dat als je het loskoppelt, je duidelijk moet definiëren wat de verantwoordelijkheden van elke partij zijn.'

**Mlynár:** 'Het impliciete voordeel van integratie is dat de klant waarschijnlijk een betere prijs kan bedingen. Het nadeel van dat model is dat de fiduciaire manager een hoogwaardig selectieapparaat moet hebben om voor de klant de beste managers te kunnen selecteren.'

**Martijn Kuipers:** 'Als een pensioenfonds met verschillende fiduciairs werkt – bijvoorbeeld met A voor de portefeuille-

constructie of liability matching en met B voor de managersselectie – dan heeft dit als voordeel dat op elk van deze gebieden een echte specialist kan worden ingeschakeld. Bovendien verkleint het de afhankelijkheid van één fiduciaire partij, leidt het tot meer checks & balances en countervailing power en houdt het betrokken fiduciaire partijen scherp. In de praktijk hebben wij gezien dat dit heel goed werkt. Uiteraard vergt dit wel de nodige coördinatie, goede communicatie en eenduidige afspraken over wie waarvoor verantwoordelijk is. Een governance matrix, risico- en kostenbudget zijn hierbij nuttige instrumenten.'

**Mlynár:** 'Je kunt zoveel communicatie hebben als je wilt; het gaat om de verantwoordelijkheid voor het rendement. De managers moeten in de totale portefeuillecontext geselecteerd worden en het moet helder zijn wie verantwoordelijk is voor de strategie en wie voor de implementatie.'

**Van Nunen:** 'Ik kan de verantwoordelijkheid voor de opbouw van de portefeuille niet nemen als ik geen inspraak heb in de selectie van managers.'

### Wat is het belang van schaalgrootte voor jullie eigen organisatie?

**Collins:** 'Schaalgrootte is zeer belangrijk om te kunnen handelen met de onderliggende managers. Maar dat is slechts een van de voordelen. Het stelt je ook in staat om grote manager research teams op te zetten om zo wereldwijd de beste managers te vinden. Ook ben je flexibeler om bijvoorbeeld maatwerkoplossingen te kunnen aanbieden.'

**Kramer:** 'Je moet genoeg activa achter je hebben om voldoende research te kunnen doen naar de beste managers en om een betere onderhandelingspositie te hebben.'

**Mlynár:** 'Er verschijnen regelmatig rapporten waaruit blijkt dat wij als pensioensector in Nederland gezamenlijk vijf tot zes miljard euro betalen aan het managen van het totale vermogen. Het is niet onredelijk te stellen dat dit bedrag op een dusdanige wijze besteed moet worden dat zoveel mogelijk rendement in relatie tot het gelopen risico bij de deelnemers terecht komt. In die zin is schaalgrootte belangrijk.'



**Kuipers:** 'Schaalgrootte verschaft je de expertise om wereldwijd de best-in-class managers te vinden. Als je groot genoeg bent, kun je efficiënt mandaten verstrekken en volledige transparantie van de portefeuille bewerkstelligen. Je moet weten waarin je belegd bent.'

**Van Mulligen:** 'Schaalgrootte biedt inkoopvoordelen en stelt je in staat grote teams samen te stellen die zich specialiseren in bepaalde asset classes en die de wereld rond kunnen reizen, ook om de beste managers te selecteren. Het wordt steeds belangrijker om te kunnen beschikken over grotere managerselectieteams, vooral in de vastrentende sector en alternatieve sector waar meer alternatieven beschikbaar komen.'

**Van Nunen:** 'Je hebt een groot team nodig om al die asset classes in al die landen in je universum te hebben en te beoordelen.'

**Tromp:** 'Omvang c.q. schaalgrootte is niet het belangrijkste punt bij een fiduciair. Dat is dat het werk van een fiduciair niet door één persoon kan worden gedaan: je hebt een deskundig en ervaren team nodig om alle diensten die geleverd moeten worden voor het pensioenfonds uit te voeren. Iets anders zijn de kosten. Veel pensioenfondsen richten zich met name op de kosten van vermogensbeheerders, ik denk dat dit niet het belangrijkste is. Pensioenfondsen hebben immers heel veel andere kosten en het zou nuttig zijn als de pensioenfondsen nagaan hoe ze die kunnen verlagen. Ik vind overigens dat de items die als het ware aan de kosten voorafgaan belangrijker zijn dan de kosten zelf, dus de reden waarom kosten gemaakt worden, dient helder te zijn.'

**Van Mulligen:** 'Ik ben het er niet mee eens dat de kosten niet erg belangrijk zouden zijn. Het is van vitaal belang of je vijftig of slechts twintig tot vijftwintig basispunten aan een externe manager betaalt. Het kost veel rendement als je de hoogste prijs moet betalen.'

**Tromp:** 'Ik zeg niet dat de kosten van externe managers er niet toe doen, maar het belangrijkste is de te realiseren outperformance. Hoe stabiel is je outperformance op de lange termijn, dat is belangrijker dan de kosten.'

**Ik vind overigens dat de items die als het ware aan de kosten voorafgaan belangrijker zijn dan de kosten zelf, dus de reden waarom kosten gemaakt worden, dient helder te zijn.**

**Kramer:** 'Daar ben ik het mee eens. Kosten zijn belangrijk, maar uiteindelijk gaat het om het nettorendement. Om tot goede rendementen te komen is goede research nodig. Ik ben bereid om voor goede managers te betalen, want we zijn op zoek naar het beste rendement, na aftrek van fees.'

**Van Nunen:** 'Het bestuur van een pensioenfonds moet niet in de eerste plaats letten op de kosten, maar op het nettorendement. Ik zie veel besturen die nee zeggen tegen een manager omdat zijn fees te hoog zijn. Ze kijken niet naar de werkelijke bijdrage van de manager aan balansbeheer in termen van risico of rendement.'

**Hoe kun je als fiduciair manager het pensioenfonds helpen aan genoeg countervailing power om in control te zijn?**

**Mlynár:** 'Wees transparant over alles en definieer duidelijke richtlijnen met betrekking tot wat je van elkaar verwacht. We moeten klanten veel meer mogelijkheden bieden een dialoog aan te gaan over wat we doen, welke rendementen en risico's verwacht kunnen worden. Onze klanten vragen: geef ons uw tools, betrek ons meer bij uw activiteiten.'

**Van Nunen:** 'Transparantie en richtlijnen zijn essentieel, maar de echte vraag is hoe? Countervailing power ligt bij een deskundige en ervaren beleggingscommissie, wellicht uitgebreid met een externe consultant. Dat is het, de rest kan leiden tot bureaucratie.'

**Kramer:** 'Ik ben het ermee eens dat insourcing misschien wel de beste manier is om meer controle te krijgen over het pensioen-

> **Anton Kramer** is sinds 2000 werkzaam bij TKP Investments als Senior Portfoliomanager voor Emerging Markets. TKP Investments is een handelsnaam van Aegon Investment Management B.V. Kramer is verantwoordelijk voor de managerselectie en monitoring van aandelen- en vastrentende waardenstrategieën in emerging markets. Hij studeerde Economie aan de Rijksuniversiteit Groningen met als specialisatie Financiering en Belegging. Kramer is een CFA charterholder.





> **Martijn Kuipers** is Managing Director van Russell Investments Northern Europe en is lid van het managementteam EMEA. Kuipers speelt een sleutelrol in het zichtbaar maken van Russell Investments in de markt. Hij heeft bij Russell Investments (vanaf 2003) verschillende functies bekleed, waaronder Hoofd Distributie en Strategisch Partnership in de Benelux. Voorafgaand aan Russell Investments heeft Kuipers vier jaar bij The WM Company, een bedrijfsonderdeel van State Street, gewerkt als accountmanager beleggingsresultaten. Kuipers is in het bezit van een master in Economie, behaald aan de Universiteit van Maastricht.

fonds. Het probleem is dat er niet genoeg gekwalificeerde mensen te vinden zijn.'

**Kuipers:** 'De volgende stap is ervoor te zorgen dat je er, via de beleggingscommissie, voor zorgt de juiste systemen te hebben om inzicht te krijgen in de gegevens die ertoe doen. De data moeten vervolgens worden gebruikt om met de juiste informatie diepgang te kunnen bewerkstelligen met de verschillende aanbieders. Hiervoor heb je bepaalde expertise en specialisatie nodig binnen je beleggingscommissie en dit is kostbaar, dus heb je voldoende schaalgrootte nodig als pensioenfonds.'

**Van Mulligen:** 'Onze klanten, de bestuurders van pensioenfondsen, kunnen, als zij dat willen, de externe managers bezoeken. We reizen met hen mee of we laten de externe managers naar onze klanten gaan. We organiseren zogenaemde managerdagen, waar externe managers uitleggen wat zij doen. Met dit alles hebben we hele positieve ervaringen opgedaan.'

**Collins:** 'Ten eerste is het belangrijk om tijd te besteden aan het begrijpen van de behoeften van het pensioenfonds. Betrek vervolgens het pensioenfonds bij het ontwerpen van de (mandaat) richtlijnen, zoals bijvoorbeeld de risico's, het universum en de maximale tracking error. Formuleer vervolgens transparant en helder de richtlijnen en de verwachtingen van elkaar. Middels bijvoorbeeld beleggingsrapportages kunnen de afspraken getoetst worden. Op deze manier kan het pensioenfonds in control blijven.'

**We hebben een ontwikkeling gezien naar meer evidence-based beleggen. Een nieuwe ontwikkeling is dat wij geen externe managers hebben geselecteerd maar dat we zeer op maat gesneden benchmarks construeren en investeren in die benchmarks.**

**Mlynár:** 'De regelgevingspendule heeft een beetje te veel bewogen, we moeten de weg terugvinden om ervoor te zorgen dat het bestuur van een pensioenfonds de verantwoordelijkheid voor de kwaliteit van de implementatie op zich kan nemen. Er moet weer een evenwichtige balans komen tussen de verantwoordelijkheid voor de strategie, de kwaliteit van uitbesteding en de kwaliteit van uitvoering. Een duidelijke rolverdeling zorgt voor de snelheid waarmee je wilt werken om de vereiste rendementen te kunnen halen. Het mag niet twee jaar duren om een investeringsbeslissing te implementeren.'

**Tromp:** 'Van belang is dat er bij het pensioenfonds een goede governance is met betrekking tot de beleggingen. Dit houdt in dat er naast de fiduciair ook bestuurlijke kennis van beleggen in de beleggingscommissie aanwezig is. In deze commissie dienen de juiste discussies gevoerd te worden. Indien de fiduciair merkt dat er weinig of te weinig countervailing power aanwezig is, dan dient dit besproken en opgelost te worden.'

**Door de opkomst van fiduciair management is er een behoefte ontstaan om de countervailing power van de kant van de klant te vergroten. Ontaardt deze ontwikkeling in een bureaucratie?**

**Tromp:** 'Als er geen goede tegenkracht is, duurt het misschien wel een paar jaar om een fiduciair manager, die niet bereid is zich iets aan het bestuur gelegen te laten liggen, te verbeteren dan wel te ontslaan.'

**Van Nunen:** 'Als het bestuur, samen met zijn adviescommissie, over voldoende expertise beschikt en er ontstaat toch een echt meningsverschil tussen de fiduciair en het pensioenfonds, dan moet de fiduciair manager worden ontslagen. Dat kan binnen een paar maanden en hoeft geen jaren te kosten. Wat bureaucratie betreft, daar valt niets positiefs over te zeggen. Het kost tijd en scheept je op met een suboptimale portefeuille.'

**Mlynár:** 'Het bestuur zit nu wel met drie, vier providers aan tafel. De externe fiduciaire manager, de custodian en de externe investment consultant. Het pensioenfonds moet over voldoende countervailing power in huis beschikken.'

**Kramer:** 'Als er veel mensen bij beslissingsprocessen betrokken zijn, duren die langer en kunnen ze leiden tot opportunity loss. Je moet het gemak en de snelheid van de controle goed in de gaten houden, in de zin dat je elke partij die deel uitmaakt van het hele proces kunt controleren. Je kunt steeds meer lagen in het beslissingsproces aanbrengen, maar soms is het beter om terug te gaan naar insourcen in plaats van naar outsourcen en goede mensen in het pensioenfondsbestuur te hebben die zelf beslissingen kunnen nemen.'

**Tromp:** 'Je hebt geen extra lagen van mensen nodig als leden van het pensioenfondsbestuur van dag tot dag bereikbaar en beschikbaar zijn. Dit is helaas niet altijd zo. Ik ben voorstander van een klein uitvoerend bestuursbureau; het is de verantwoordelijkheid van het bestuur om erop toe te zien dat de groei hiervan beperkt blijft.'

**Kuipers:** 'Dit hangt sterk af van de deskundigheid bij de klant en wat voornamelijk belangrijk is, is de beleggingskennis binnen het bestuur en de beleggingscommissie, die overigens sterk is toegenomen over de afgelopen jaren. Dit hoeft niet meteen te leiden tot meer bureaucratie maar kan juist leiden tot snellere beslissingen.'

**Van Nunen:** 'Er zijn niet al te veel functies die gedelegeerd kunnen worden aan een fiduciair. Je bent als bestuur verantwoordelijk voor het totale resultaat. Er is één uitzondering, en dat is de implementatie. Daar moet de fiduciair de volledige verantwoordelijkheid nemen voor de beste uitvoering van welke transactie dan ook. Er is geen uitgebreid bureau of een uitgebreide raad van bestuur nodig voor het day-to-day management, dat kun je delegeren.'

### Een aantal fiduciaire managers beheert zelf geld voor de klanten. Zijn jullie van mening dat dit een belangenverstrengeling met zich meebrengt?

**Van Mulligen:** 'Wat we zien is dat de meeste van onze klanten hun matchingportefeuilles intern laten beheren, terwijl de rendementsportefeuilles ook extern worden beheerd. Dat is een



bewuste keuze van het pensioenfonds en die voeren wij uit. Dat kan kostenvoordelen hebben. Belangrijker is dat inzicht in beide kanten de balansrisico's bij het beheer van matchingportefeuilles vermindert.'

**Tromp:** 'Het renterisico is het grootste risico van een pensioenfonds. Veelal wordt dit beheerd door de fiduciair manager binnen de matchingportefeuille. Het blijkt lastig te zijn voor de fiduciair om de schijn van belangenverstrengeling hierbij volledig weg te halen. Daarnaast is het voor de fiduciair lastig aan te tonen dat hij ook de beste manager op dit gebied is.'

**Mlynár:** 'Het is wellicht positief dat alles geïntegreerd is en in-huis gebeurt en je niet drie partijen hoeft te bellen als er iets misgaat. Aan de andere kant denk ik niet dat er één commerciële vermogensbeheerder is, of hij nu fiduciair is of niet, die alle strategieën in eigen huis kan uitvoeren. Dat is gewoon een misvatting. Je moet dus ook een weg vinden om bepaalde zaken verder uit te besteden.'

**Van Nunen:** 'In-huis management van bijvoorbeeld de matchingportefeuille kan een goede zaak zijn. Er is in wezen heel weinig verschil tussen een gedetailleerd advies en de feitelijke uitvoering daarvan. Korte lijnen zijn belangrijk. We

> **Martin Mlynár** is mede-oprichter en CEO van Corestone Investment Managers AG in Zug, Zwitserland. Mlynár begon zijn loopbaan bij Barings in Londen, voortgezet bij ING Barings Equity Capital Markets in Amsterdam. In 2002 werd hij Hoofd Corporate Development bij IMC, van waaruit hij Altis Investment Management AG in Zug mede-opgericht heeft. Sinds 2007 is hij eindverantwoordelijk voor de uitbouw van Corestone, vanaf 2015 tot mid 2018 vervulde hij ook parallel de rol van Hoofd van Robeco Investment Solutions in Rotterdam.





> **Freddy van Mulligen** is Manager van het team dat externe aandelen- en vastrentende managers selecteert bij Achmea Investment Management en daarnaast is hij Senior Portfolio Manager in het External Manager team. Zijn taak is om klanten van Achmea toegang te bieden tot de beste vermogensbeheerders wereldwijd. Van Mulligen was tot 2011 hoofd research bij Morningstar Benelux (2000-2011). Hij was een van de medeoprichters van de Benelux vestiging van Morningstar, een wereldwijde organisatie die beleggingsfondsen analyseert. Hij startte zijn carrière bij een grote vermogensbeheerder. Als snel specialiseerde hij zich in de beoordeling en selectie van vermogensbeheerders binnen en buiten Nederland. Van Mulligen is afgestudeerd in Monetaire Economie aan de Rijksuniversiteit Groningen.

moeten niet te bang zijn voor belangenverstremming. Dat is alleen maar schrik aanjagend als het verborgen blijft. Als we daar vanaf het begin transparant over zijn, kunnen we daar volwassen mee omgaan.'

### **Wat is de belangrijkste ontwikkeling bij het selecteren en monitoren van externe managers in de afgelopen jaren?**

**Kramer:** 'Een van de verbeteringen die in de loop der jaren – hoewel dit niet zozeer geldt voor vorig jaar – is aangebracht,

is dat we meer vanuit een teambenadering zijn gaan werken. Iedereen kan elkaar uitdagen op de managersselectie vanuit verschillende achtergronden, zoals bijvoorbeeld vastrentende waarden en aandelen.'

**Collins:** 'Ik denk niet dat er een fundamentele verschuiving heeft plaatsgevonden in de manier waarop we denken over de selectie van managers. We moeten ervoor zorgen dat ons managersselectieproces de succesfactoren van een manager kan identificeren. Op deze manier kunnen wij de performance beter begrijpen en kunnen we beter inschatten hoe de

Financial Investigator stelde Marion Verheul, Zelfstandig Investment Consultant bij ICC Verheul, twee vragen over Uitbesteding, Selectie en Monitoring van Externe Managers bij Fiduciair Management.

### **Welke veranderingen zie je de afgelopen jaren ten aanzien van de inhoud van de mandaten die pensioenfondsen uitbesteden?**

Ik zie verschillende ontwikkelingen. Allereerst zie ik een veel duidelijker invulling van de verschillende rollen (wat valt onder welk mandaat en wat niet?) alsmede dat de performance indicators worden benoemd op basis waarvan beoordeeld wordt. Dus uitgebreidere mandaatschrijvingen met daarbij ook uitgebreidere SLA's. ALM valt eigenlijk altijd buiten het fiduciaire mandaat en een onafhankelijke beleggingsadministratie en performancemeting is ook steeds meer standaard.

Vervolgens zijn de verschillen wat betreft de inhoud van de mandaten vrij groot. Veel pensioenfondsen willen zelf bijvoorbeeld de final say hebben in het aanstellen en ontslaan van managers. Bij sommige fondsen valt dat juist binnen het mandaat van de fiduciair. Om dat laatste mogelijk te maken, moet in het mandaat wel heel duidelijk afgesproken zijn wat het doel van dat mandaat is en wat de randvoorwaarden zijn (denk bijvoorbeeld aan ESG-beleid).

### **Fees voor vermogensbeheerders staan onder druk. Wat vind je van deze ontwikkeling?**

Er is in de Nederlandse markt een enorme focus op kosten, ook vanuit de toezichhouder. Uiteraard moet er scherp onderhandeld worden, maar kwaliteit en resultaat moeten leidend zijn. Het belangrijkste is wat mij betreft dat de klant heel goed weet wat er betaald wordt en waarvoor. Een hele goede ontwikkeling vind ik dat er minder in basispunten gedacht wordt en meer in absolute bedragen. Sowieso voor de fiduciaire dienstverlening, maar ook voor het portefeuillebeheer. Als de rente scherp daalt en de vastrentende waarden sterk in waarde stijgen, is dat niet de verdienste van de vermogensbeheerder. Dan is het vreemd dat de fee sterk zou toenemen. Zorg dat je beloont voor echte toegevoegde waarde op alle onderdelen van de dienstverlening.



manager in de toekomst zal presteren als bijvoorbeeld de markt verandert, in plaats van alleen te vertrouwen op rendementen uit het verleden.'

**Mlynár:** 'De afgelopen twee jaar hebben we meer activiteiten gezien tussen fiduciair manager, managerselecteur en het bestuursbureau op vooral het gebied van portefeuilleopbouw. De bestuursbureaus en de partijen die implementeren, helpen besturen om de portefeuilleconstructie te interpreteren als onderdeel van hun countervailing rol.'

**Kuipers:** 'De fiduciaire manager, of de managerselecteur, neemt meer controle over de nieuwe blootstelling van de onderliggende mandaten. Wat betreft de monitoring van externe managers wordt veel meer gekeken naar hoe de combinatie van de verschillende managers werkt en wordt vaker en sneller ingegrepen als de omstandigheden daartoe aanleiding geven.'

**Van Nunen:** 'De selectie van managers is de afgelopen twee jaar misschien niet zo veel veranderd, maar dat geldt voor de aanbodzijde. Aan de vraagkant willen pensioenfondsen meer bewijs zien dat er daadwerkelijk geleverd kan worden teneinde zoveel mogelijk zeker te kunnen zijn van een bepaald rendement.'

**Van Mulligen:** 'We hebben een ontwikkeling gezien naar meer evidence-based beleggen. Klanten eisen dat van ons. Een nieuwe ontwikkeling is dat wij geen externe managers hebben geselecteerd maar dat we zeer op maat gesneden benchmarks construeren en investeren in die benchmarks. Dat bespaart kosten, want het is een relatief goedkope en MVB (maatschappelijk verantwoord beleggen)-bewuste manier om exposures in de portefeuille te bereiken, wat vooral in het afgelopen jaar belangrijk was.'

**Collins:** 'De uitdagende marktomstandigheden van het afgelopen jaar herinneren ons eraan dat een goede discipline zeer belangrijk is bij de beslissing om een manager aan te stellen dan wel te ontslaan. Je moet begrijpen waarom een manager een bepaalde prestatie heeft geleverd. Heeft de



manager bijvoorbeeld minder gepresteerd, komt dit dan door de manager of was zijn beleggingsstijl (zoals value) uit de gratie? Het is natuurlijk belangrijk om niet blind verliefd te worden op een manager. Tegelijkertijd is het van belang om niet in paniek te raken en te veel te reageren wanneer de performance van een bekwame manager achterblijft.'

### Welke rol speelt ESG (environment, social, governance) bij de selectie van managers?

**Kramer:** 'Er zijn managers die nooit veel aandacht aan ESG hebben besteed, maar nu plotseling komen met de meest fancy brochures en producten die volledig ESG-gericht zijn. Dat doen ze uit marketingoverwegingen. Wij selecteren daarentegen managers die echt een lange termijn ESG-aanpak hebben maar daar wellicht minder mee te koop lopen.'

**Kuipers:** 'Wij vinden dat ESG absoluut onderdeel uitmaakt van het managerselectieproces. ESG moet echt geïntegreerd zijn in het beleggingsproces en niet gezien worden als een op zichzelf staand product. Alle managers die in een portefeuille worden opgenomen, moeten een positieve ESG-rating hebben.'

> **Anton van Nunen** is Directeur/eigenaar van Van Nunen & Partners, adviesbureau voor institutionele beleggers. Hij is lid van de beleggingscomités van verschillende pensioenfondsen, van verzekeringsmaatschappij Dela en financieel adviseur van ZLTO. Van Nunen heeft onder andere de Pensions Personality of the Year (2008), de IPE Gold Award voor Outstanding Industry Contribution (2009) en de Decade of Distinction Award van Global Pensions (2011) ontvangen. Zijn boek 'Fiduciair Management' is vertaald in het Engels, Duits en Japans en in 2016 verscheen 'Fiduciair Management 2'.





> **Christiaan Tromp** heeft diverse pensioenfondsen en internationale bedrijven op het gebied van fiduciair management, integraal risicomanagement en vermogensbeheer bijgestaan. Deze brede werkervaring heeft hij opgedaan bij diverse ondernemingen en pensioenfondsen, waaronder Avery Dennison, MN Services, Atradius, Fortis Investment, Bpf Vervoer, Bpf Bakkers en de ANWB. Tromp is lid van diverse Raden van Toezicht van pensioenfondsen en verschillende visitatiecommissies. Naast deze activiteiten neemt hij zitting in een aantal beleggingsadviescommissies als externe deskundige. Tromp heeft de ambitie om pensioenfondsen en goede doelen stichtingen te ondersteunen bij het risicomanagement, de beleggingen en het inrichten van de governance structuur.

**Mlynár:** 'ESG is duidelijk een thema in een aantal landen in Europa, meer dan in bijvoorbeeld de Verenigde Staten. Vandaag, na tien jaar evolutie op ESG-gebied, maak ik me er als manager-selecteur zorgen over of we de impact van ESG-beleggingen kunnen meten. We hebben binnen het ESG-universum niet veel aspecten gevonden die gemakkelijk meetbaar zijn. CO<sub>2</sub>-impact vormt een uitzondering. We zijn nog steeds op zoek naar maatstaven om ESG-impact goed te kunnen meten. Ik denk dat we nog eens een paar jaar nodig hebben om tot een meer gemeenschappelijk metrisch systeem te komen.'

**Collins:** 'ESG wordt steeds belangrijker. We nemen ESG mee in ons managerselectieproces. Uiteindelijk is het aan de klant om (performance) doelstellingen te definiëren, al dan niet met ESG-wensen. Als managerselectiespecialist moeten wij flexibele oplossingen kunnen bieden om aan de verschillende behoeften van onze klanten te voldoen.'

**Van Mulligen:** 'Er is ook nog wel wat zendingswerk te doen. Er zijn immers vermogensbeheerders die de UN PRI (Principles for Responsible Investing) niet hebben onderschreven, met name Amerikaanse vermogensbeheerders. Het werkt om met hen in gesprek te gaan.'

**Van Nunen:** 'Ik betwijfel of de ESG-aanpak is wat de leden van het pensioenfonds willen. Lang niet alle pensioenfondsen vragen aan hun deelnemers naar hun wensen op ESG-gebied. Als ik ontmoetingen heb met grotere aantallen deelnemers dan zijn ze in niets anders dan het rendement geïnteresseerd. Er is nogal wat bewijs dat het verband tussen ESG en rendement juist niet positief is.'

**Tromp:** 'Je kunt je afvragen of het verstandig is om pas actie te ondernemen als iets onomstotelijk bewezen is. Het is helder dat de aarde opwarmt door toedoen van de mens en dat dit vernietigend kan werken indien er niets aan gedaan wordt. Met name de pensioenfondsen kunnen hier gezamenlijk iets tegen doen. Het is een plicht van de fiduciair om het bestuur op dit gebied de verschillende mogelijkheden voor te leggen.'

**Disruptie, robotisering en kunstmatige intelligentie worden overal besproken. Welke trends zien jullie bij de vermogensbeheerders die jullie volgen en wat betekenen deze ontwikkelingen voor jullie eigen aanpak?**

**Van Mulligen:** 'Ik denk dat de managers altijd willen begrijpen wat de economische redenering is achter door de computer gevonden patronen. Als er geen fundamenteel verband is, twijfelen managers om de gevonden patronen te implementeren in hun beleggingsproces. Het is een belangrijke ontwikkeling bij de door ons geselecteerde managers.'

**Kuipers:** 'De dataverwerking kan bijdragen aan de besluitvorming en de positionering van de onderliggende manager, maar je moet voorzichtig zijn, je moet echt begrijpen wat je doet. Het is een uitstekend hulpmiddel bij het nemen van beleggingsbeslissingen, maar de menselijke factor blijft belangrijk.'

**Collins:** 'De verwachting is dat zelfs de meest traditionele stockpicker deze nieuwe tools zal gaan gebruiken. Er is behoefte om geavanceerd te werk te gaan. Dit zal grote gevolgen hebben voor de concurrentieomgeving van de industrie en bedrijfsmodellen van vermogensbeheerders. De industrie zal veranderen, niet alleen door digitalisering maar ook door regelgeving en de druk op kosten.'





**Mlynár:** 'Er is een groot verschil tussen vermogensbeheerders die investeren in het kunnen omgaan met grote datasets, zoals het monitoren van de parkeerplaatsen van supermarkten per satelliet. De boutique managers die geen middelen hebben om dat soort complexiteit aan te kunnen, zullen zich uit de markt terugtrekken.'

### **Wat is de toekomst voor kleine boutique managers gezien de toegenomen regelgeving en de druk op de tarieven?**

**Kramer:** 'De vraag is of het nog steeds mogelijk is boetiekmanagers te selecteren of dat we gedwongen zijn alleen de grotere managers te selecteren die kunnen voldoen aan onze eisen met betrekking tot rapportage, compliance en risicomanagement.'

**Mlynár:** 'We zullen waarschijnlijk onze middelen, zoals processen en tools, moeten delen en schaalvoordelen moeten creëren op het gebied van risk management, compliance en technische ondersteuning. Als de prijs die men bereid is te betalen te laag wordt, zullen de negatieve gevolgen voor pensioenfondsen mogelijk zijn dat sommige boutique beheerders zeggen: 'Weet u wat? We willen uw geld niet meer. We zullen ons beperken tot de meest geavanceerde klanten.' Ik hoop dat het niet zover komt dat Nederlandse pensioenfondsen niet bij deze managers kunnen beleggen. Dat zou absoluut jammer zijn.'

**Kuipers:** 'Wij zien nog steeds een duidelijke behoefte aan boetiekmanagers bij verschillende klanten, en die hebben ook zeker een toegevoegde waarde binnen portefeuilles die grotendeels passief zijn belegd. Echter, ze zullen steeds meer ondersteund worden door de fiduciaire spelers om de executie zo efficiënt mogelijk te regelen, waardoor in sommige gevallen de volledige trading zelfs wordt overgenomen door de fiduciair.'



### **Tenslotte, hoe bereiden jullie je voor op een harde Brexit in relatie tot jullie Britse externe managers?**

**Collins:** 'In de meeste gevallen kunnen we de Britse asset managers behouden door eenvoudigweg de bestaande Engelse overeenkomst om te zetten naar een Iers contract bij ons kantoor in Ierland (met een Europees paspoort). Dit is een snel en eenvoudig proces, dus ik denk dat de impact gering zal zijn.'

**Van Mulligen:** 'Er wordt bij ons al veel gedaan, bijvoorbeeld contracten verplaatsen van het Verenigd Koninkrijk naar Luxemburg of Ierland, of zelfs naar de Verenigde Staten. Dat blijft versneld doorgaan.'

## CONCLUSIE

Het selecteren van managers wordt gezien als een essentieel onderdeel van de fiduciaire dienstverlening. Samen met portefeuilleconstructie is managerselectie erg belangrijk voor het managen van een beleggingsportefeuille als geheel. De managers moeten in de totale portefeuillecontext geselecteerd worden en het moet helder zijn wie verantwoordelijk is voor de strategie en wie voor de implementatie. Om de beste managers wereldwijd te kunnen selecteren, zijn relatief grote teams nodig. Onder andere daarom is schaalgrootte belangrijk. De kosten van externe managers doen er uiteraard toe, maar het belangrijkste is de te realiseren outperformance. Het bestuur van een pensioenfonds moet niet in de eerste plaats letten op de

kosten van beleggen, maar op het nettorendement. Als het bestuur van een pensioenfonds over voldoende expertise beschikt en er ontstaat toch een wezenlijk meningsverschil tussen de fiduciair en het fonds, dan moet de fiduciair manager worden ontslagen. Een goede discipline is zeer belangrijk bij de beslissing om een manager aan te stellen dan wel te ontslaan. Over het algemeen wordt gevonden dat ESG een onderdeel uitmaakt van het managerselectieproces. Managers zullen altijd willen begrijpen wat de economische redenering is achter de door de computer gevonden patronen. De boutique managers die geen middelen hebben om met grote datasets om te gaan, zullen zich mogelijk uit de markt terugtrekken.

# ESG steeds belangrijker thema bij managerselectie

DOOR JOLANDA DE GROOT

De selectie van managers wordt steeds vaker uitbesteed aan de fiduciair manager. Financial Investigator sprak met Freddy van Mulligen, Senior Portfolio Manager External Managers bij Achmea Investment Management, over deze ontwikkeling.

## **Wat is de toegevoegde waarde om managerselectie en -monitoring door de fiduciair manager te laten doen?**

'Bij Achmea IM merken we dat het laten uitvoeren van de managerselectie en de managermonitoring door de fiduciair manager een pensioenfonds een aantal voordelen biedt. Zo realiseert het pensioenfonds op deze manier een naadloze aansluiting van de portefeuille op de portefeuilleconstructie. De eisen, randvoorwaarden en wensen die het fonds heeft geformuleerd, worden door de fiduciair manager

## **Het is moeilijk om binnen emerging markets debt goede beheerders te vinden.**

rechtstreeks toegepast bij de selectie, mandatering en monitoring van de externe beheerders. Dat zie je bijvoorbeeld terug in de rapportages, die goed moeten aansluiten bij de informatiebehoefte van het pensioenfonds. Een additioneel voordeel is dat alle transacties rechtstreeks door de eigen administratie lopen, waardoor de fiduciair manager, inclusief de afdeling managerselectie, beter controle kan uitoefenen en een goed inzicht heeft in de totale portefeuille. Hierdoor kan beter worden gestuurd op de door het pensioenfonds vastgestelde normportefeuille.'

## **Welke inhoudelijke veranderingen zien jullie de afgelopen jaren in de mandaten die pensioenfondsen uitbesteden?**

'Een grote verandering is dat ESG een steeds belangrijker thema is geworden. We zien dat pensioenfondsen klimaatoverwegingen of bijvoorbeeld uitsluitingen van bepaalde sectoren steeds vaker laten terugkomen in de mandaten. Een andere verandering is de toegenomen aandacht voor operationele risico's bij vermogensbeheerders en in het verlengde daarvan ook voor compliancerisico's. Binnen onze organisatie hebben we hierop ingespeeld met een raamwerk voor operational due dilligence. Daarnaast hebben we geïnvesteerd in specialistische kennis op dit gebied. In het algemeen kun je stellen dat er bij mandaten veel meer maatwerk wordt toegepast dan een aantal jaren geleden. Het kan daarbij gaan om specifieke ESG-restricties, maar binnen aandelenmandaten kunnen bijvoorbeeld ook eisen worden gesteld aan de gehanteerde factormix.'

## **Zijn er specifieke asset classes en/of regio's waar het moeilijker is om goede managers te selecteren?**

'Prestaties binnen asset classes zijn wisselend. Vaak zie je dat wereldwijde beheerders er bijvoorbeeld beter in slagen om hun benchmarks te verslaan dan regionale portefeuille-



Foto's: Ruben Eshuis Fotografie

FREDDY VAN MULLIGEN

managers, omdat ze een grotere opportunity set hebben. Maar er zijn ook perioden dat regionale specialisten juist in het voordeel zijn. Kijkend naar specifieke asset classes is het moeilijk om binnen emerging markets debt goede beheerders te vinden. In het bijzonder geldt dat voor de local currency sub categorie. De individuele landen in deze categorie kenmerken zich door moeilijk voorspelbare politieke risico's en grillige valutabewegingen. De categorie wordt daarnaast gekenmerkt door ofwel een grote instroom van geld, of juist een uitstroom in de meest liquide issues, afhankelijk van de risk appetite van beleggers. Dit veroorzaakt koersbewegingen die moeilijk te voorspellen zijn door fundamentele analyses. We zien dat de beheerders die op lange termijn goede prestaties laten zien, op korte termijn juist enorme volatiliteit vertonen in relatieve prestaties. Het is moeilijk om beheerders te vinden die een persistente outperformance laten zien. Daarbij permitteren de beheerders die op de lange termijn het best presteren zichzelf grote ruimte om in de positionering af te wijken van de benchmark en beleggen ze veel buiten de benchmark. Gelukkig zijn er ook op dit gebied alternatieve passieve beleggingsinstrumenten beschikbaar gekomen, die hun benchmarkindex goed weten te volgen tegen acceptabele kosten. Pensioenfondsen die blootstelling aan de categorie belangrijker vinden dan alpha, kunnen daarmee kiezen voor een passieve invulling van deze categorie.'

### **Wat is de belangrijkste ontwikkeling op het gebied van managerselectie van het afgelopen jaar?**

'De implementatie van MIFID II was de belangrijkste ontwikkeling in 2018 en heeft veel resources opgeëist. Aan heel veel processen, zoals rapportages en beleggingsvoorstellen, worden vanuit MIFID II additionele eisen gesteld. Veel collega's moesten extra cursussen volgen om vakbekwaam te blijven. Naast het feit dat we zelf het nieuwe kader moesten implementeren, hebben we ook veel gesproken met externe beheerders. Hoe gaan zij om met MIFID II en welke informatie hebben wij nodig van hen om te voldoen aan de nieuwe eisen? Daarnaast hielden alle ontwikkelingen rond de Brexit ons uiteraard bezig, iets wat nu nog steeds het geval is. Een groot voordeel van MIFID II ten opzichte van de Brexit was wel dat het bij MIFID II veel duidelijker was wat er stond te gebeuren.'

### **Welke rol speelt ESG bij het selecteren van managers?**

'ESG, of MVB, speelde binnen onze organisatie altijd al een belangrijke rol bij de selectie en monitoring van beheerders.

***In het algemeen kun je stellen dat er bij mandaten veel meer maatwerk wordt toegepast dan een aantal jaren geleden.***



### **De implementatie van MIFID II was de belangrijkste ontwikkeling in 2018 en heeft veel resources opgeëist.**

Het belang ervan is wel steeds groter geworden. Bij de selectie van externe beheerders geldt een aantal minimum-eisen. Kunnen ze bijvoorbeeld omgaan met uitsluitingen van bepaalde beleggingen? Veel pensioenfondsen vinden het ook belangrijk dat vermogensbeheerders de Principles for Responsible Investment (PRI) hebben ondertekend. Binnen selectie en monitoring heeft ESG dus een belangrijke en geïntegreerde rol. Bij de beoordeling van vermogensbeheerorganisaties kijken we welke ESG-initiatieven er leven. Bij de beoordeling van processen kijken we hoe ESG-overwegingen geïntegreerd zijn in het beslissingsproces. Ten slotte speelt ook het beloningsbeleid een rol bij de selectie van een vermogensbeheerder.'

### **Hoe belangrijk is schaalgrootte voor de vermogensbeheerders die jullie volgen?**

'Het is belangrijk dat vermogensbeheerders niet te groot, maar ook zeker niet te klein zijn. Een te grote vermogensbeheerder zal meer moeite hebben om alpha te realiseren, doordat zijn opportunity set beperkter wordt en transactiekosten hoger zijn. Een te kleine vermogensbeheerder mist budgetten om adequaat te investeren in teams, in de toepassing van regelgeving of in systemen. Bij selectie van een actieve vermogensbeheerder gaat het om het vinden van de juiste balans tussen niet te groot en niet te klein. Bij passieve vermogensbeheerders speelt schaalgrootte een belangrijke rol. Grote vermogensbeheerders kunnen scherpere tarieven offreren en tegelijkertijd voldoende investeren. Net zo belangrijk als het bieden van aantrekkelijke tarieven, is voor ons de beschikbaarheid van goede online systemen, onder andere voor het doen van transacties.' «

# FIDUCIAIR MANAGEMENT: BRON VAN INNOVATIE

Door Paul Boerboom en Tim Juling

**Terugkijkend op de ontwikkeling van fiduciair management in de afgelopen 20 jaar zien we een opmerkelijke verschuiving in de verwachtingen van klanten.**

In 1998 merkten Ambachtsheer en Ezra in hun boek 'Pension Fund Excellence' op dat: 'the governance of pension funds is downright dysfunctional'. De schrijvers waren hun tijd ver vooruit. Hun 'crie de coeur' werd indertijd onvoldoende gehoord. Dekkingsgraden van pensioenfondsen waren immers ruim voldoende, zo werd aangenomen.

Asset managers maakten hoge marges op hun beleggingsproducten, genoten een hoge mate van vertrouwen van hun klanten en konden een 'product push' strategie volgen. Investment consultants, vaak eenpitters of de vertrouwenspersonen bij de grote consultants, hadden relatief veel invloed en waren het 'onafhankelijke geweten' van veel pensioenbeleggers.

Belangrijke argumenten voor de lancering van het indertijd innovatieve concept 'fiduciair management', waren het verkrijgen van meer inkoopkracht richting onderliggende vermogensbeheerders, toegang tot beleggingen die anders niet mogelijk zouden zijn, het continue management van de totale beleggingsportefeuille en het integrale risico- en balansbeheer.

Zonder twijfel is Anton van Nunen de geestelijke vader van het concept. BlackRock en Goldman Sachs waren kort na de eeuwwisseling 'first movers' met twee verschillende klantproposities. Beide gaven aan dat een geïntegreerde benadering van de beleggingsketen cruciaal was, waarbij de fiduciair beheerder voor het continue beheer van de totale beleggingsportefeuille zorgdroeg. De onderliggende beleggingen werden in het Goldman-model beheerd door externe beheerders, niet zijnde de fiduciair zelf. Het

tactische (view based) dan wel dynamische (rules based) portefeuillebeheer werd meestal door de fiduciair zelf gedaan, dan wel door een gespecialiseerde GTAA-manager.

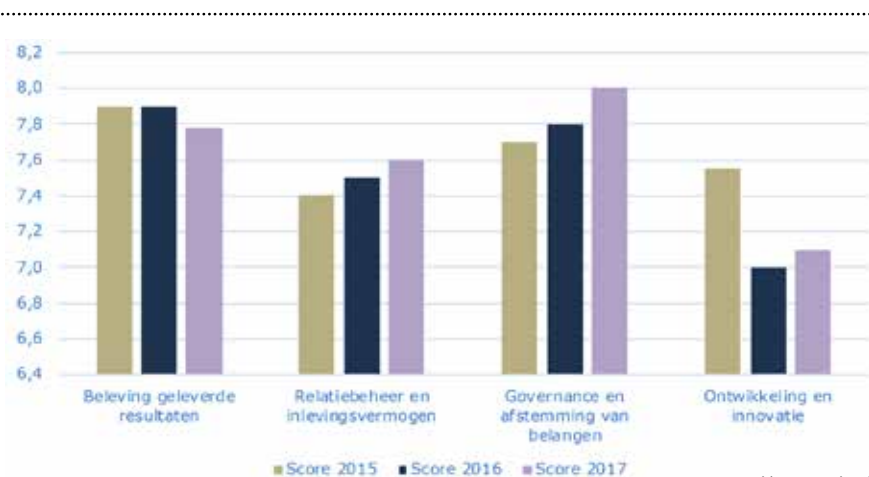
In de BlackRock benadering werden de onderliggende beleggingen beheerd door BlackRock zelf. Als voordeel van deze aanpak werd genoemd de lagere beleggingskosten en het integrale risicobeheer, doordat alles op één risicoplatform gevolgd werd.

Fiduciair beheer, waarbij een belangrijk deel van de beleggingsketen werd uitbesteed aan één externe partij, bleek vooral een interessante oplossing voor de kleinere pensioenfondsen die vaak over vrij beperkte interne beleggingsafdelingen beschikten. Voorbeelden hiervan waren indertijd de pensioenfondsen van Randstad (met Kempen als fiduciair beheerder), Sappi (met Robeco) en het bedrijfstakpensioenfonds



Paul Boerboom

Figuur 1: Ontwikkeling scores fiduciaire relaties



Bron: Avida International

voor de Zoetwaren (met NN IP). Inmiddels zijn deze fondsen sterk in omvang gegroeid.

In de Engelse markt zien we momenteel een vergaande vorm van fiduciair beheer waarbij een belangrijk deel van de activiteiten gedelegeerd wordt aan de externe partij. Dit 'delegated CIO' model is met name interessant voor de kleinere pensioenfondsen, waar (volgens KPMG) meer dan 90% van de dealflow zit.

De middelgrote pensioenfondsen, die zich een sterkere interne beleggingsorganisatie konden veroorloven, begonnen al snel te experimenteren met een modulaire aanpak, waarbij delen van de beleggingsketen uitbesteed werden aan verschillende partijen. 'First movers' op dit gebied waren het bedrijfstakpensioenfonds voor de Zorgverzekeraars (SBZ) en het pensioenfonds van TNO. SBZ besloot reeds in 2006 om de advisering over en de implementatie van het dynamische balansbeheer uit te besteden aan het toenmalige LDI & structuring team van ABN AMRO Asset Management (nu BNP Paribas Asset Management) en de selectie en monitoring van de vermogensbeheerders aan Russell Investments. De ALM werd ingekocht bij een gerenommeerde ALM-consultant en de beleggingsadministratie en rapportages werden verzorgd door de custodian. Tegelijk beschikte het fonds over twee interne, door de wol geleverde beleggingsexperts.

Dit model is robuust gebleken na de verschillende crises die volgden na 2008.

De pensioenfondsen die indertijd voor een bepaalde vorm van fiduciair beheer kozen (integraal of modulair) hebben doorgaans heel goed nagedacht over de voor hen meest passende inrichting voor het vermogens- en balansbeheer.

Vragen als:

- welke partijen passen het beste bij ons gegeven onze uitgangspunten en beliefs?
- wat doen we zelf en wat besteden we uit?
- in welke mate delegeren we?
- uitbesteden aan één partij of meerdere partijen?
- wat willen we exact bereiken met de uitbesteding (bijvoorbeeld inkoopkracht,

**Figuur 2: Effective sourcing of services, solutions and innovation**

	Value drivers of what is being sourced	Key strategies and skills required
Sourcing innovation	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Creative ideas</li> <li>• Risk taking</li> <li>• New investment</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Joint problem solving and co-creation</li> <li>• Learning from failure</li> </ul>
Sourcing solutions	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Knowledge and expertise</li> <li>• Ability to integrate assets and capabilities</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Communicate context</li> <li>• Applies to oranges-comparison</li> </ul>
Sourcing services	<ul style="list-style-type: none"> <li>• People</li> <li>• Talent management systems</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Creative payment and incentive structures</li> </ul>
Sourcing goods	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Process</li> <li>• Scale</li> <li>• Prior capital investment</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tight specifications</li> <li>• Competitive pressure</li> </ul>

Bron: Jonathan Hughes en Danny Ertel

continu portefeuillebeheer, integraal risicobeheer, toegang tot innovatie)?

- zijn er mogelijke belangenconflicten en hoe gaan we daarmee om?
- welke cultuur zoeken we en welk type mensen past het beste bij ons?
- waar kan het misgaan en hoe gaan we daarmee om?

Dit soort vragen zijn tegenwoordig gemeengoed in de markt bij de selecties en evaluaties van fiduciair beheerders. Instrumenten als culturele scans, site visits, crisissimulaties en rollenspellen worden dan ook terecht ingezet omdat hierin vaak het onderscheid tussen de toppartijen te vinden is.

In 2016 merkte Professor Gordon Clark van Oxford, in een van zijn academische publicaties, op dat een van de belangrijkste redenen voor pensioenfondsen om activiteiten uit te besteden het verkrijgen van toegang tot innovatiekracht is om zo in te kunnen spelen op een snel veranderende omgeving.

In de management literatuur wordt momenteel veel gesproken over organisatorische veerkracht ('agility') en verandervermogen. Het staat buiten kijf dat de omgeving waarin vermogensbeheerders en hun klanten opereren zeer veranderlijk is. BCG schrijft in een recent rapport 'the digital metamorphosis' over de impact van digitalisering en 'the importance of being agile' om hierop in te spelen. Pensioenfondsen en hun aanbieders zullen in de komende jaren 'disrupted' worden. De vraag is niet 'of' maar 'wanneer'. Dit vergt een nieuwe cultuur waarin fouten durven maken,

experimenteren, korte communicatielijnen, snel signalen oppakken, en nieuwe vormen van klantinteracties en communicatie met deelnemers centraal staan.

De uitbestedingsmonitor (zie Figuur 1) van fiduciaire relaties, die onze organisatie sinds de crisis in 2008 bijhoudt, doet vermoeden dat hier nog heel veel te verbeteren valt. We hebben de governance en het risicomanagement beter op orde dan ooit tevoren, maar zijn we echt klaar voor de volgende crisis?

De inkoop van innovatiekracht vergt een aparte aanpak in de selectie en evaluatie van fiduciaire partners van pensioenfondsen.

Figuur 2 laat zien dat de 'inkoop van innovatie' om nieuwe competenties vraagt, waar (fiduciaire) managers, investment consultants, custodians en natuurlijk de pensioenfondsen zelf in moeten investeren. Deze nieuwe inzichten moeten aan boord genomen worden in de selectie en evaluaties van vermogensbeheerorganisaties door pensioenfondsen en hun uitbestede relaties. «

**Dit artikel is geschreven door Paul Boerboom, Founding Partner en Tim Juling, Senior Business Analystist bij Avida International.**



**Tim Juling**

# Trends in fiduciair management

DOOR JOLANDA DE GROOT

De wereld van het fiduciair management is volop in beweging en ontwikkelingen volgen elkaar in rap tempo op. Financial Investigator legde Anton van Nunen, directeur/eigenaar van Van Nunen & Partners en lid van de beleggingscomités van diverse pensioenfondsen, een paar vragen voor over de trends in dit vakgebied.

## **Wat is de belangrijkste ontwikkeling op het gebied van fiduciair management van de afgelopen tijd?**

‘Een belangrijke ontwikkeling is dat onderdelen van fiduciair management steeds meer separaat worden aangeboden.

Dat kan op twee wijzen geschieden. Ten eerste kunnen pensioenfondsen bepaalde zaken voor hun eigen rekening nemen en andere zaken aan een fiduciair overlaten. Dat kan natuurlijk alleen wanneer het fonds zelf de nodige expertise op een aantal gebieden in huis heeft. In het tweede geval wordt meer dan één fiduciair manager ingehuurd. Dit werkt alleen goed wanneer waterdichte afspraken worden gemaakt over de vraag wie waarvoor verantwoordelijk is. Het grote gevaar is namelijk dat de managers bij tegenvallers (die er altijd zullen komen) naar elkaar gaan wijzen.

Je krijgt dan eerder ‘managing blame’ dan ‘managing the portfolio’. Beide modellen kunnen functioneren, maar er is één overheersende randvoorwaarde: er dient een risico-model gehanteerd te worden dat alle onderdelen van de balans omvat en op basis waarvan de beleggingen worden aangestuurd.’

## **Wat zijn de voornaamste uitdagingen binnen fiduciair management?**

‘Het aantal fiduciaire aanbieders loopt terug, waarschijnlijk in lijn met het dalende aantal pensioenfondsen en wellicht ook vanwege het verder uitkristalliseren van het fiduciaire model. Dat beslaat een breed en ingewikkeld terrein: kleinere organisaties hadden voorheen problemen om dat goed genoeg vorm te geven. Bij grotere partijen speelde dit minder.

Een andere uitdaging is de neerwaartse druk op fees. Op zich is dit een goede zaak maar het heeft wel consequenties voor het aantal fiduciaire aanbieders in de markt. Fiduciairs die te weinig vermogensbeheer in-huis kunnen uitvoeren, lopen aan tegen lage vergoedingen die niet of nauwelijks kostendekkend zijn.’

## **Welke ontwikkelingen stemmen u positief?**

‘Pensioenfondsen beschikken over meer kennis en expertise en eisen duidelijk meer van de fiduciair manager dan enkele jaren geleden. Deze ontwikkeling is ongetwijfeld gestimuleerd door de regelgever die, terecht, met argusogen de fiduciaire dienstverlening in de gaten houdt. Hogere eisen zijn waarneembaar op het gebied van advisering, monitoring, verslaglegging en uitleg omtrent voorgestelde keuzes, zowel van strategieën als van managers. Ondanks de recente negatieve berichtgeving ben ik ervan overtuigd dat de countervailing power van pensioenfondsen sterk is toegenomen. Dat is een zeer positieve ontwikkeling, die mijns inziens ook deels geïndiceerd is door de toepassing van het fiduciair concept zelf. Met de introductie van het concept is de moeilijkheidsgraad van de beleggingsportefeuilles groter geworden en het is dan een gezonde en logische ontwikkeling dat de intensiteit van de aansturing (die blijft liggen bij het verantwoordelijke bestuur) van de portefeuille ook toeneemt.’

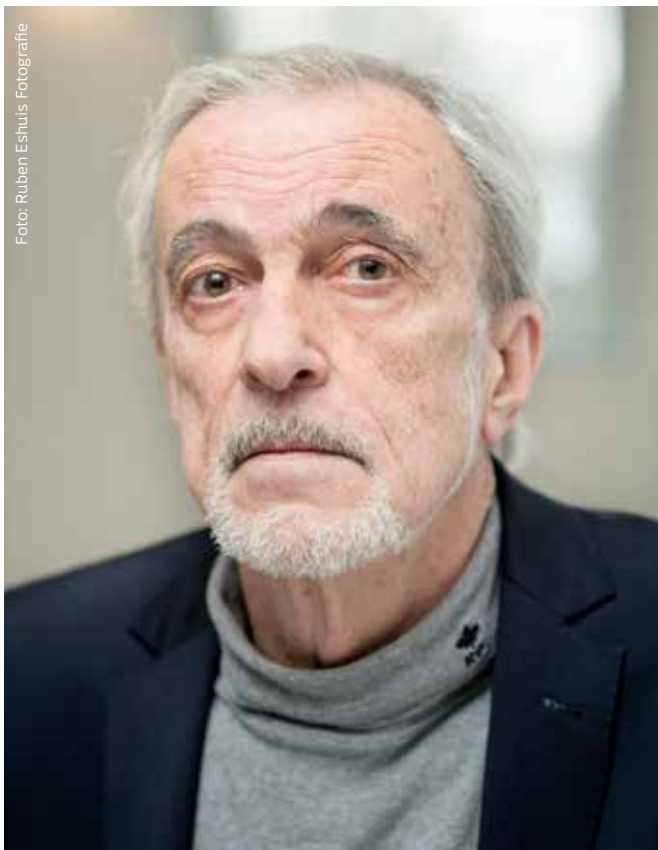


Foto: Ruben Eshuis Fotografie

ANTON VAN NUNEN

## **Bemoenissen van de politiek met pensioenen is al een kwetsieve zaak. Dat de politiek zich bemoeit met de technische uitvoering van het balansmanagement is toch wel een brug te ver.**

### **In welk opzicht zijn de werkzaamheden van fiduciair managers veranderd?**

'Fiduciaire aanbieders blijken steeds meer (ook) vermogensbeheer uit te voeren. Vanuit het perspectief van kostendekking is dat verklaarbaar. De belangrijkste bijdrage aan het vermogensbeheer wordt geleverd door de matching portefeuille. Dat is een goede ontwikkeling. Als adviseur zit de fiduciair tot in detail in de portefeuille, uitvoering in-huis is dan een logisch onderdeel daarvan. Maar ook beheer van de return portefeuille kan (meer indirect) door de fiduciair worden uitgevoerd. De manier waarop dat beheer in het fiduciaire mandaat betrokken wordt, is inventief en efficiënt zonder verdacht te zijn. Vaak worden bestaande pensioenfondsen (van fiduciair managers die reeds voor grote fondsen werken) opengesteld voor (andere) fiduciaire klanten. Soms wordt een bestaand fonds enigszins veranderd zodat de reeds bestaande klantenbasis zich erin blijft vinden en een nieuw pensioenfonds kan deelnemen. Maar het is naar mijn mening onmogelijk dat een fiduciair manager het beheer voert over de totale portefeuille of over een overgroot deel daarvan. Hij kan niet (tevens) de beste beheerder zijn over al die asset classes.'

### **Welke ontwikkelingen baren u zorgen?**

'Ik begin me ongemakkelijk te voelen bij de groei van het aantal functionarissen dat in het kielzog van fiduciair management wordt aangetrokken door fondsen. Waar in het begin van de toepassing van fiduciair management terecht uitbreiding van de staf van de klant aan de orde was (vooral de renteafdekking werd uitgebreider in kaart gebracht en met moeilijke instrumenten vormgegeven), leidde dat tot een uitbreiding van de beleggingscommissie en soms tot het aantrekken van een additionele externe consultant. Later echter ontstonden bestuursbureaus, die vaak het werk van de fiduciair deels overdeden (wellicht om daarmee inhoud te geven aan de wens tot het ontwikkelen van meer countervailing power). Meer recent nog moesten deze bestuursbureaus worden uitgebreid met een investment manager of een risk manager. Wat voor dubbel werk wordt hier gedaan? Is dat efficiënt (in de brede zin van het woord, inclusief een eenduidige verantwoording)? Wordt de transparantie en daarmee de verantwoordelijkheid wel gediend? Een minder goed argument dat je hoort in dit verband is dat er voordelen te behalen zijn omdat een investment manager en een fiduciair manager 'dezelfde taal' spreken. Dit

suggereert dat cliënt en fiduciair dat niet doen. Dat kan niet en is volgens mijn observatie ook niet het geval. Hoewel de afkomst van cliënt en fiduciair een andere kan zijn, is een gemeenschappelijke taal een keiharde randvoorwaarde zonder welke nooit een gemeenschappelijk beleid onder verantwoordelijkheid van het bestuur mogelijk is.'

### **Ziet u nog een rol weggelegd voor de politiek?**

'Bemoenissen van de politiek met pensioenen is al een kwetsieve zaak. Dat de politiek zich bemoeit met de technische uitvoering van het balansmanagement, zoals met fiduciair management, is toch wel een brug te ver. Recentelijk poneerde de heer Omtzigt de stelling dat het toepassen van het fiduciair managementconcept ertoe leidde dat pensioenfondsen hun verantwoordelijkheid afschuiven op de fiduciair beheerder en hij meende daarom te moeten vragen het fiduciaire model maar helemaal te verbieden. Daartoe werd een motie ingediend, die daarna ook nog eens meteen door de Kamer werd aangenomen. Dat de minister vervolgens die motie naast zich neer legde, was een goede zaak. Het is tot nu toe mistig gebleven waarop het Kamerlid zijn zorgen baseerde, maar het is beter speculaties daarover in te ruilen voor een beschrijving van de realiteit. Er is sprake van een doorwrocht concept dat onderdelen van een deugdelijk beleggingsproces op elkaar afstemt via een complex risicobeheersingsmodel. Dat heeft ongetwijfeld bijgedragen aan het succes ervan. Dat succes valt uiteen in twee onderdelen. Enerzijds een brede toepassing over de gehele Nederlandse en een deel van de buitenlandse pensioensector, anderzijds een bijdrage aan het risicobeheer, dat de afgelopen tien jaar drastisch is verbeterd. De toezichthouder heeft hier overigens ongetwijfeld ook aan bijgedragen. De complexiteit van de balanssturing is sterk toegenomen, maar dat is een goede zaak, aangezien de risicobeheersing van het sturen van een balans nu eenmaal complex is. Ik denk dat fiduciair management een rol heeft gespeeld bij het in de schijnwerpers zetten van die complexiteit. Het ingewikkelde karakter van de problematiek is natuurlijk een bedreiging van de levensvatbaarheid als zodanig, maar er is geen enkele reden waarom die zorgen met hulp van een professionele partij groter zouden worden en nog minder reden dat juist dat de aanleiding zou moeten zijn ermee op te houden. Juist met de hulp van een professionele partij (of meerdere partijen, afhankelijk van de gekozen uitvoering), kan de verantwoordelijkheid beter gedragen worden. Bovendien is er bij mijn weten geen enkele fiduciaire aanbieder die deze verantwoordelijkheid überhaupt over zou willen nemen en er is ook geen enkele reden om aan te nemen dat pensioenfondsen die verantwoordelijkheid zouden willen ontlopen. Daarenboven suggereert een en ander dat de toezichthouder een dergelijke delegatie van verantwoordelijkheid zou toestaan. Als dat inderdaad zo is, is men niet op de hoogte van de praktijk van dat toezicht.' «

**VOORZITTER:**

Karin Roeloffs, *Avida International*

**DEELNEMERS:**

Tim Barlage, *KPMG Advisory*

Twan van Erp, *Achmea Investment Management*

Bertjan Kobus, *Sprekels & Verschuren*

Johan de Kruijf, *Voor Raad en Bestuur*

Hedwig Peters, *Hedwig Peters Consulting*

Gerard Roelofs, *Kempen Capital Management*

Gerben Schreurs, *BlackRock*

*Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Achmea Investment Management, BlackRock en Kempen Capital Management.*

Foto's: Ruben Eshuis Fotografie



# À LA CARTE LIJKT BESTE BUSINESS MODEL VOOR FIDUCIAIRS

Door Baart Koster

Het deelnemersveld van de Ronde tafel bij Financial Investigator was even veelzijdig als het gesprek zelf. Unbundling, portefeuille-inrichting, ESG, innovatie en de prangende vraag of fiduciair management überhaupt nog wel een levensvatbaar business model is voor de aanbieders daarvan; ze kwamen stuk voor stuk op de snijtafel terecht. ‘Ook als je niet intern aanstuurt en dus volledig via open-architecture werkt, heb je als fiduciair nog altijd een verdienmodel.’





Er is een levendige belangstelling voor en een blijvende behoefte aan informatie over fiduciair management, constateerde tafelvoorzitter Karin Roeloffs. En dat is niet verwonderlijk. Want niet alleen het dienstverleningsmodel en de fiduciaire markt zijn doorlopend in verandering, ook de vele technologische ontwikkelingen en de toenemende maatschappelijke en wettelijke eisen die aan beleggers worden gesteld, maken efficiënt en effectief fiduciair management tot topsport. Het eerste rondje van de voorzitter langs de deelnemers had dan ook als doel alvast enige structuur aan te brengen in dat mêlee aan veranderingen.

### Wat is voor jullie de belangrijkste ontwikkeling op het gebied van fiduciair management in het afgelopen jaar?

**Twan van Erp:** 'Vanuit onze praktijk is er veel meer aandacht

gekomen voor ESG. Dat onderwerp staat al veel langer in de belangstelling van pensioenfondsen, maar met de doorvertaling van ESG in de beleggingsproducten en de realisatie van ESG als integraal onderdeel van de beleggingsstrategie, is het onderwerp hoog op de agenda gekomen. Dit heeft ook te maken met regelgeving en met het Convenant Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Beleggen, waar veel aandacht voor is geweest.'

**Gerard Roelofs:** 'Tevens zie ik een ontwikkeling ten aanzien van het alles-in-één servicemodel. Er is tegenwoordig echt sprake van unbundling. Ik denk dat fiduciair management meer en meer een menukaart wordt waar klanten uit kunnen kiezen. Dat merk je ook in de hoeveelheid mandaattypen die vorig jaar op de markt zijn gekomen. Bij dat alles in-één servicemodel praat je over een strategie, een selectie, portefeuillemanagement, een implementatiemodule, alsmede over wat ik een monitoring

> **Karin Roeloffs** is als Senior Partner verbonden aan Avida International. Zij heeft meer dan 25 jaar ervaring in de financiële sector en werkte eerder bij ABN AMRO, APG en Mercer. Roeloffs was partner bij Mercer, waar zij van 2011 tot 2018 leiding heeft gegeven aan het Investments Team in Nederland. Daarvoor heeft zij gewerkt bij APG Asset Management waar zij hoofd was van de Client Portfolio Managers. Tijdens haar lange loopbaan bij ABN AMRO is Roeloffs werkzaam geweest in de divisies Investment Banking en Asset Management. Binnen ABN AMRO Asset Management was zij Hoofd van het institutionele team in de Benelux. Roeloffs is afgestudeerd als econoom aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en het Europa College in Brugge.





> **Tim Barlage** is werkzaam bij KPMG Advisory. Hij richt zich met name op het leveren van adviezen op het gebied van vermogensbeheer aan pensioenfondsen, verzekeraars en charitatieve instellingen. Zijn primaire focus ligt op het ondersteunen van deze partijen bij het uitvoeren van evaluaties van hun (fiduciair/integraal) vermogensbeheerder en het vormgeven en begeleiden van selectietrajecten richting een (nieuwe) vermogensbeheerder. Een andere kernactiviteit van Barlage is het ondersteunen van opdrachtgevers bij beleggingsonderzoeken vanuit de toezichthouder. Aan de VU Amsterdam heeft hij zijn doctoraal titel behaald in de richting Bedrijfseconomie met specialisatie investments.

risk-overzicht zou willen noemen. Zeker in de beginperiode van fiduciair management was dat een alles-in-één concept. Al dan niet gedreven door pensioenfondsbesturen of DNB, zie je nu dat dit model 'unbundeld' wordt. Naar mijn mening ontkomt je er niet aan om je eigen dienstverlening als een soort menukaart aan te leveren. Veel fiduciairs zijn daar al mee bezig en je ziet die trend doorzetten.'

**Hedwig Peters:** 'Denk je ook niet dat dat mede komt door de trend van consolidatie binnen de fondsen, waardoor pensioenfondsen wat professioneler worden aangestuurd dan pakweg tien jaar geleden?'

**Roelofs:** 'Zeker. Bij hele grote fondsen zie je dat een aantal activiteiten voortkomt uit de opbouw van 'countervailing power' richting externe partijen. Daardoor zie je dat bestuursbureaus groter en professioneler worden en ook een aantal taken gaan 'in-sourcen'. Daarmee hebben pensioenfondsen ook niet altijd meer alle diensten van de fiduciair nodig. Dus dat is een elkaar beïnvloedende wisselwerking.'

**Bertjan Kobus:** 'Wij zien vooral dat pensioenfondsen nu nadenken over de inrichting van hun vermogensbeheerprocessen en zichzelf vragen stellen als 'wie doet wat?' Dat leidt tot een toenemende scheiding van activiteiten. Bij pensioenfondsbesturen groeit het

befes dat ze een grote verantwoordelijkheid hebben en ze willen dat proces nu opnieuw vormgeven. Strategie wordt bijvoorbeeld bij een andere partij ondergebracht dan balansmanagement, vermogensbeheer of controle. Daarmee verandert de klantvraag richting de fiduciair managers. Pensioenfondsbesturen willen met andere woorden korter op de bal spelen. Een andere belangrijke ontwikkeling zijn de investment cases, waarin het mandaat vanuit het pensioenfonds wordt gespecificeerd. De eerste stappen daarin worden niet meer primair uitgevoerd door de fiduciair manager. Die krijgt gewoon een opdracht van het fondsbestuur dat zegt: 'we willen deze benchmark onder deze instructies en deze sectorweging'. Zo krijgen pensioenfondsen meer grip op dat proces.'

**Tim Barlage:** 'Ik denk wel dat er onderscheid gemaakt moet worden tussen wat kleinere en middelgrote pensioenfondsen versus de echt grote fondsen. Zeker bij de unbundling zie je vaak dat er een governance-last bij komt en die last moet je als pensioenfonds wel kunnen absorberen. Je ziet dan ook dat bestuursbureaus groter worden. Er komen meer taken bij fondsbesturen binnen en dat moet je wel goed organiseren.'

**Gerben Schreurs:** 'Wat naast bovengenoemde onderwerpen bij onze fiduciaire relaties speelt, is de toegenomen aandacht voor het inrichten en bijsturen van de beleggingsportefeuille. De marktvolatiliteit neemt toe, dus je moet vanuit het risicomanagement goed kijken naar wat er gebeurt in de wereld en naar hoe je portefeuilles robuuster kunt maken.'

### Maar wat is er in het inrichten van beleggingsportefeuilles dan precies veranderd ten opzichte van vijf jaar geleden?

**Schreurs:** 'Er spelen andere onderwerpen dan vijf jaar geleden. De vraag waar je de rendementen kunt halen, wordt tegenwoordig beantwoord middels beleggingsportefeuilleconstructies. Er is nu ook meer aandacht voor kosten. Er wordt bijvoorbeeld gekeken hoe je een portefeuille met dezelfde asset classes goedkoper kunt construeren. Daarnaast is het aantal smaken sterk toegenomen. Vroeger was het index- of actief beleggen. Inmiddels zit daar een heel spectrum aan mogelijkheden tussen, zoals smart indexing, waar je heel veel in kunt doen.'



**Roelofs:** 'Door de low yield-omgeving waarmee we te maken hebben, worden beleggingsportefeuilles steeds meer gediversificeerd. De illiquiditeitspremie wordt meer en meer opgezocht, aan de leningskant, maar ook in reële categorieën zoals vastgoed, infrastructuur en land. De keuzediversiteit neemt tevens toe door de opties om al dan niet smart beta-factoren te zoeken. Ik zie ook daar meer diversiteit dan twee tot drie jaar geleden.'

**Schreurs:** 'Inderdaad, enkele jaren geleden ging het om het terugdringen van complexiteit. Nu zie je weliswaar nog niet dat partijen alle portefeuilles omgooien, maar je ziet wel dat de vraag bij fondsen actueel is geworden of het qua aangeboden beleggingsoplossingen en -producten niet allemaal wat té eenvoudig is geworden.'

**Johan de Kruijf:** 'Even los van de discussie wat je als pensioenfonds wel en niet zelf doet, zie ik ook dat er sprake is van een intensivering van bestuursbureaus. Je ziet de discussies 'wat kunnen we wel en wat niet' en dan moet je specialiseren. Ik denk sowieso dat je moet nadenken over de vraag wat je met je illiquide portefeuille doet. Of je daarvoor niet veel meer met specialisten moet werken in plaats van dat geheel aan de fiduciair over te laten. Daar is een heel andere benadering voor nodig dan bij het liquide deel van de klantportefeuille. Dat zijn voor mij de thema's waar het om draait bij de vraag wat je de fiduciair als opdracht meegeeft.'

**Dat is een interessante opmerking. Jullie zeggen dus dat de beleggingsportefeuilles weer complexer worden. Kun je dan als fiduciair manager portefeuillemanagement, managerselectie et cetera nog wel allemaal zelf doen?**

**Van Erp:** 'Nou, je ziet ook niet voor niets dat marktpartijen elkaar opzoeken en onderzoeken of ze bijvoorbeeld op het terrein van illiquide beleggingen samen kennis en inkoopkracht kunnen bundelen.'

**Peters:** 'Private equity lijkt in grote lijnen op fundamenteel beleggen in aandelen. Dat begrijpen we allemaal wel, maar je ziet ook dat fondsen een groot deel vastgoed in de portefeuille



hebben. Wil je bijvoorbeeld beleggen in indirect vastgoed, dan mis ik wel degelijk een eigen expertise bij fiduciair managers. De meeste fiduciairs die ik ken, kunnen dat ook niet echt aanbieden. Dat doet bij mij de vraag rijzen: 'hoe gaan we hier handen en voeten aan geven?' Want ik zou er als bestuurder wel behoefte aan hebben om daar meer ondersteuning bij te krijgen.'

**De Kruijf:** 'Je kunt met je fiduciair manager best een selectie van potentiële adviseurs maken die specialist zijn op bijvoorbeeld vastgoed. Dan is die adviseur in feite niet ingehuurd door die fiduciair, maar door het pensioenfonds. Dan pakt die adviseur op dat specifieke deelgebied de rol van fiduciair. De adviseur staat dan naast de fiduciair manager als fiduciair voor die speciale asset class.'

**Kobus:** 'Dat is inderdaad een innovatieve oplossing en dat brengt me op de vraag of fiduciairs überhaupt wel voldoende innovatief kunnen zijn. Ze worden namelijk geacht aan veel meer wetgeving te voldoen, waardoor hun organisatie meer gefocust raakt op compliance. Fiduciaire organisaties worden dus heel erg procesgericht en procesgedreven. Het zijn zodoende niet altijd de partijen die komen met nieuwe ideeën, zoals suggesties voor nieuwe asset classes, omdat dergelijke innovatie door het veranderde organisatietype niet echt meer wordt gestimuleerd en

> **Twan van Erp** is sinds 1 oktober 2016 Hoofd Strategisch Portefeuille Advies van Achmea Investment Management en maakt onderdeel uit van het directieteam van Achmea IM. Binnen Achmea IM is hij verantwoordelijk voor de portefeuilleconstructies, het financieel risicobeheer en de strategische beleggingsvraagstukken van klanten. Daarvoor heeft Van Erp verschillende managementrollen vervuld bij Achmea en Interpolis. Hij is zijn carrière gestart bij ING in de rol van actuaris en ALM-specialist. Van Erp is in zijn loopbaan betrokken geweest bij een groot aantal pensioeninhoudelijke vraagstukken en acteert vanuit zijn adviesprofiel op het snijvlak van pensioenbeleid en vermogensbeheer. Hij studeerde Econometrie en Actuariële Wetenschappen aan de Universiteit van Tilburg.





> **Bertjan Kobus** is als partner van Sprenkels & Verschuren verantwoordelijk voor de Investment Consultancy-dienstverlening aan institutionele klanten. Hij adviseert beleggingscommissies en besturen van pensioenfondsen, verzekeraars en charitatieve instellingen over vermogensbeheer. Naast zijn advieswerk begeleidt hij ook pensioenfondsen bij het inrichten van hun vermogensbeheerproces en het selecteren/evalueren van fiduciairs. Kobus is afgestudeerd in Technische Wiskunde aan de Universiteit Twente en Investment Management (RBA) aan de VU.

verlangd. De nieuwe ideeën die er zijn, moeten helemaal door de organisatie heen en verdwijnen vaak ergens in dat proces. Kortom; het moeten voldoen aan meer wet- en regelgeving vraagt om een ander type medewerker. En dat zie ik ook in de praktijk.'

**Schreurs:** 'Kun je dat zo wel stellen? Wij, maar ook andere fiduciairs, ontwikkelen zich continu door. Dus dat we weinig innovatief zouden zijn, herken ik niet. Wél geldt dat heel veel innovatie gedreven wordt door klanten. Innovatie betreft een breed spectrum: van het aanbieden van nieuwe producten tot het digitaliseren van end-to-end processen. Dit laatste is mogelijk minder direct zichtbaar, maar zorgt wel voor significante verlaging van kosten en risico's bij het effectief en efficiënt bijsturen van portefeuilles.'

**Kobus:** 'Het is goed dat klanten innovatie drijven door ernaar te vragen, maar wij hebben in het verleden ook ervaren dat als we in infra of private equity wilden beleggen, we het niet van de grond kregen. Simpelweg omdat de fiduciaire organisatie er niet op uitgerust was.'

**Maar je hebt innovatief en innovatief. Nu gaat het over een inhoudelijk beleggingsonderwerp en onder andere over de vraag of je bepaalde nieuwe asset classes gaat toevoegen. Daarin zou ik partijen eigenlijk eerder willen aanmoedigen om niet te innovatief te zijn, want je gaat niet zomaar even een asset class beheren als je dat eigenlijk niet goed kunt. In dat geval vind ik het innovatief om juist met een gespecialiseerde partner te gaan samenwerken.**

**De Kruijf:** 'De discussie over innovatie bij de fiduciair is voor mij een afgeleide van wat je wilt in je ALM. Als je in je ALM bepaalde

**Met betrekking tot ESG is de cruciale vraag wat mij betreft heel simpel, namelijk: waar wil je maatschappelijk mee geassocieerd worden en waarmee niet?**

zaken dichtzet, bijvoorbeeld dat je niet wilt beleggen in private equity of emerging markets, dan komen daar bepaalde uitkomsten uit. Dus het zit veel meer in welke keuzes je als fonds maakt om via je ALM jouw middelen weg te zetten, wat je daarin realistisch acht en wat jouw fiduciaire dienstverlener daarin kan betekenen. Pas daarna volgt de feitelijke vraag: hoe gaan we dat managen? En daar kan nog steeds uit komen: dit gaan we niet doen, omdat het te complex is om uit te voeren.'

**Unbundling is, zoals eerder gezegd, een van de actuele trends. Wat zijn jullie gedachten hierover?**

**Barlage:** 'Voor ons blijft het principe: ga gerust kijken naar partijen om unbundling bij onder te brengen, maar ga allereerst kijken of alle onderdelen op voldoende kwalitatief niveau worden uitgevoerd door één fiduciair. Pas als er onderdelen zijn die niet het gewenste kwaliteitsniveau behalen, dient volgens ons naar unbundling te worden gekeken. Maar je moet dus niet op voorhand al van unbundling uitgaan. Een belangrijke reden hiervoor, naast de eerdergenoemde governance-last voor het pensioenfonds, is dat het pensioenfonds dient te waken voor het aansprakelijkheidsvraagstuk. Als bij het unbundled model in de keten een fout wordt gemaakt, wie kan het pensioenfonds hiervoor dan aansprakelijk stellen? De kans is aanwezig dat verschillende partijen naar elkaar gaan wijzen.'

**Kobus:** 'Ik vind het goed dat, waar voorheen partijen gewoon de markt opgingen op zoek naar een fiduciair, er nu bij voorbaat nagedacht wordt over wie wat doet. Dus je maakt nu eerst een blauwdruk vermogensbeheer en gaat daarna pas op zoek naar een partij die daarop aansluit. Dat leidt soms tot het onderbrengen bij één partij en soms tot het onderbrengen bij meerdere partijen. Dat partijen er vooraf over nagedacht hebben, leidt er volgens mij ook toe dat de klantvraag verandert. Dat de klant zegt 'jullie bieden dit, dit en dit en dat is mooi, maar nét niet wat ik zoek. Kunnen jullie je propositie niet veranderen?' Terwijl voorheen de proposities best wel statisch waren. Men zei simpelweg 'dit en dit verkopen we, kiest u maar.'

**Peters:** 'Herkenbaar, dat merk ik ook als ik bij verschillende fondsen zit. Maar ook daar staat of valt het heel erg met de

kwaliteit van het bestuur en met de bestuursvorm. Bij grote fondsen past wel dat je niet alles bij één partij onderbrengt, maar wees met zijn allen heel duidelijk over waar de scheidingslijnen liggen en wat waar wel en niet in elkaar moet grijpen. Dat moet wel heel helder zijn.'

**Van Erp:** 'Het punt dat ik nog wil maken over bundling versus unbundling is dat wanneer je het hebt over feeverdeling en aansprakelijkheidsverdeling, daar een drempel zit voor marktpartijen. Het is namelijk veel gemakkelijker om een klein afgerond onderdeel van de fiduciaire keten af te grendelen en daar een goede prijs voor af te spreken. Integratie, dus het totaaloverzicht, het volledige inzicht in de portfolio, wat toch van fiduciairs gevraagd wordt, is daarentegen een hele grote uitdaging. Als je een fiduciair manager vraagt om daarin te stappen, dan vraag je naar mijn mening nogal wat van hem.'

**Ook consolidatie is een belangrijke marktontwikkeling, die we bovendien niet alleen zien aan de kant van de pensioenfondsen, maar ook bij fiduciairs. Dit heeft voordelen voor potentiële opdrachtgevers, bijvoorbeeld door de toename van investeringskracht. Maar is er ook een kantelpunt? Gaan op enig moment de nadelen van consolidatie niet de boventoon voeren? Lopen we niet het risico op eenheidsworst?**

**Kobus:** 'De vraag is of er ondubbelzinnig sprake is van consolidatie. Als ik naar onze Amerikaanse concullega's kijk, dan zie ik een aantal van hen de beweging maken van adviseur naar fiduciair.'

**Barlage:** 'Dan praat je over enkele partijen. Tot tien jaar geleden hadden we een 25-plus universum. Daarvan zijn we inmiddels al tien aanbieders kwijt. Er is dus zeker sprake van consolidatie.'

**Roelofs:** 'Consolidatie zou misschien onwenselijk zijn wanneer klanten daardoor puur afhankelijk worden van de dienstverlening en prijsstelling van de fiduciair, maar dat is in de praktijk niet het geval. De prijsmacht ligt juist bij de klant. Ik zie de teruggang van het aantal aanbieders dan ook niet als een gevaar,



noch als een probleem. Er is genoeg te kiezen. En als een fiduciair meer richting advies gaat en het is unbundled, dan betekent dat voor hem dat hij niet eens zo veel investeringen hoeft te doen om een goede fiduciair adviseur te zijn.'

**Schreurs:** 'Ik denk dat voor een goede fiduciair vooral de systeemkant van de dienstverlening de nodige investeringen vergt en ik vraag me af of je daar als adviseur ineens veel minder in zou hoeven te investeren. Volgens mij ligt het genuanceerder, maar ik ben het overigens zeker eens als het om de onderhandelingsmacht gaat. Die ligt momenteel nog heel erg bij de pensioenfondsen. Hoe hard wordt er nu niet geknokt voor mandaten? En je ziet dat alleen maar meer worden.'

**Maar is dat niet een fase in de markt geweest waarin er nog behoorlijk wat fiduciaire aanbieders waren die elkaar inderdaad flink op prijs beconcurrerden? Inmiddels zitten we zodoende met lage vergoedingen en een klein setje fiduciair managers. Hoe blijft deze markt gezond?**

**De Kruijf:** 'Laten we eens aannemen dat er bijvoorbeeld vier partijen overblijven. Dan begint het met de vraag: wie zijn die

> **Johan de Kruijf** is voormalig bestuurslid en voorzitter van de beleggingscommissie van pensioenfonds UWV. In die functies is hij betrokken geweest bij de aanstelling en evaluatie van fiduciair beheerders voor dat fonds. Anno 2019 is hij 'in between' bestuursfuncties in de pensioenenwereld en zet hij zijn kennis onder andere in bij economische stimuleringsprogramma's met een investeringskarakter in het openbaar bestuur.





> **Hedwig Peters** is sinds 2012 werkzaam als extern pensioenfondsbestuurder met als aandachtsgebied vermogensbeheer en IRM. Momenteel is Peters bestuurder en voorzitter BAC bij SPOV, bestuurder, lid BAC en RAC bij pensioenfonds HaskoningDHV, lid van de RvT pensioenfonds Architecten en lid auditcommissie van het pensioenfonds van de particuliere beveiliging. Daarvoor was zij 21 jaar Portefeuillemanager Aandelen geweest bij vier verschillende vermogensbeheerders. Daarna is Peters CIO van Allianz Nederland Asset Management geweest en heeft zij voor Allianz AG het fiduciair beheer opgezet.

partijen? Want we hebben twee soorten fiduciairs. De ene soort is enigszins gebonden aan een pensioenfonds en die wil ik hier buiten beschouwing laten. De andere bestaat uit partijen die op de vrije markt actief zijn. Kijk je terug, dan zie je dat we rond 2007 en 2008 een hausse in managersselectie hadden en er trad toen ook een aantal partijen toe. Vervolgens viel de markt eigenlijk stil, wat ertoe leidde dat een aantal partijen die potentieel in de markt waren, zich terugtrokken of niet konden groeien. Dus nu zitten we in de situatie dat iedereen weer hard nadenkt over wat te doen. Ik denk dan ook dat er in principe weer ruimte is voor marktgroei door toetredingen van zowel binnen- als buitenlandse partijen.'

**Je hoort ook dat een aantal partijen zich terugtrok omdat het hele fiduciaire verdienmodel niet lucratief meer zou zijn. Zij vragen zich af of ze zich niet in de vingers snijden door de fiduciaire propositie te blijven aanbieden, aangezien ze hun eigen producten niet meer naar voren mogen schuiven, terwijl ze juist daar veel beter aan verdienen. In het fiduciaire model moet je ook allerlei aanpalende services voor een lage vergoeding aanbieden, terwijl je wél een forse aansprakelijkheid accepteert. Hoe zien jullie dat?**



**Roelofs:** 'Persoonlijk ben ik het daar niet mee eens. Ook als je niet intern aanstuurt en dus volledig via open-architecture werkt, heb je als fiduciair nog altijd een verdienmodel. Alleen moet je om geld te verdienen wél efficiënt zijn, een menukaart hebben. Als je het intern op orde hebt, verdien je dus als fiduciair gewoon geld. Ik geloof er dan ook helemaal niet in dat, op het moment dat je niet meer intern mag managen, het fiduciaire model gedoemd zou zijn om te sterven. Dat sommige partijen ervoor kiezen het niet langer meer aan te bieden is een bewuste keuze, maar die heeft volgens mij niets te maken met het business model of het al dan niet winstgevend zijn daarvan.'

**Barlage:** 'Ik zie wel degelijk een tendens dat pensioenfondsen bereid zijn een faire prijs te betalen voor fiduciaire dienstverlening. We hebben natuurlijk óók gezien dat er marktpartijen waren die een dermate scherpe fee quote afgaven dat je je kon afvragen of dat nog wel rendabel was, maar pensioenfondsen gaan primair voor de kwaliteit van dienstverlening en hebben er bovendien belang bij dat de continuïteit en de kwaliteit van de service op peil blijven. Ze zijn dan ook zeker bereid daarvoor te betalen.'

**Schreurs:** 'Ook wij ontvangen voor onze fiduciaire services gewoon een faire vergoeding. Wél is het van belang om per geval goed te bekijken wat de precieze klantvraag is en waar je de meeste waarde kunt toevoegen voor je opdrachtgever. Dan kun je soms tot de slotsom komen dat je, gegeven de context, op een ander onderdeel meer kunt betekenen.'

**Roelofs:** 'Je maakt afspraken met de klant en dan spreek je samen een dienstverlening of modules af. Als je per module goed kunt aangeven wat je doet en hoeveel dat kost, dan ben je, óók als fiduciair manager, ervan verzekerd dat je het ook kunt uitvoeren tegen de afgesproken prijs. Maar het vervelende is dat gedurende het proces hiervan afgeweken wordt. Dat je afspraken vooraf niet goed vastlegt, vanwege de liefde voor de opgebouwde relatie of omdat je gewoon graag voor de klant wilt werken. Je gaat dan al gauw méér doen voor een klant voor diezelfde fee. We zitten nu in de fase dat de fiduciair ter behoud van zijn eigen model zijn vinger op moet steken en op beleefde wijze moet zeggen: 'maar dit hebben we niet afgesproken, ik wil het graag voor je doen maar dat kost dan extra''

**Barlage:** 'Klopt, maar dat hoort ook gewoon bij een goede relatie natuurlijk. Open en eerlijk communiceren is de sleutel voor een langdurige en succesvolle relatie.'

### Dus we zien helemaal geen probleem in het afnemend aantal partijen dat fiduciair management aanbiedt?

**Peters:** 'Ik ben toch een beetje huiverig dat als je met bijvoorbeeld het aantal partijen dat hier aan tafel zit zakendoet, je regelmatig dezelfde discussies voert en dezelfde soort oplossingen krijgt. Voor zover die op maat zijn gemaakt, zullen ze in de praktijk overigens nog wel iets van elkaar verschillen. Op zich hoeft dat geen probleem te zijn, maar daarnaast ga je ook krijgen dat je elkaar overal en nergens tegenkomt. Dat kan bij een sterk geconsolideerde markt wel een dingetje worden.'

**Van Erp:** 'Het fascinerende blijft inderdaad wel dat die markt veel kleiner wordt, maar dat resulteert vooralsnog niet in heel veel meer prijsmacht voor de aanbieders.'

### Toch is mijn indruk dat in de huidige markt vrij weinig te kiezen valt.

**Kobus:** 'Dat klopt. Uit onderzoek dat wij deden is gebleken dat voor kleine pensioenfondsen, ongeveer tot 1 miljard beheerd vermogen, het aanbod qua fiduciairs klein is.'

### Ook om ESG kunnen en willen we niet meer heen. Hoe gaat de fiduciair manager om met het spanningsveld tussen 'traditioneel passief beleggen' en actief adviseren als het bijvoorbeeld gaat om stranded assets, bias naar sectoren en geopolitieke verhoudingen?

**Van Erp:** 'Enerzijds zijn indexproviders en passieve producten voortdurend in ontwikkeling om daarvoor meer aansluitende oplossingen te vinden. Anderzijds zijn wij juist óók een solutions provider. Met klanten zijn we in gesprek om op maat gemaakte oplossingen te construeren. Vervolgens kun je daar



hele goede afspraken over maken en met passieve dan wel actieve mandaten een mooie tailored invulling geven aan de wensen van pensioenfondsen, óók op de langere termijn.'

**Schreurs:** 'Als langetermijnbelegger zijn wij geïnteresseerd in langetermijnwaarde. ESG wordt van steeds groter belang voor deze langetermijnwaarde vanwege het toenemende belang dat eind-klanten, maar ook medewerkers, hechten aan de maatschappelijke impact van ondernemingen. Als fiduciair manager is het derhalve noodzaak om ESG-risico's integraal mee te nemen in de beoordeling van portefeuilles.'

**Kobus:** 'Wil je in mijn optiek echt een duurzame langetermijnbelegger zijn, dan gaat het niet om de partijen waarin je belegt, maar om sectoren. Die discussie begint langzaam op gang te komen en er zijn enkele indexproviders die verschillende klassen aanbieden waaruit je kunt kiezen, maar het is vooralsnog niet gericht op waar het om draait: namelijk het sectorvraagstuk. Dus: in welke sectoren wil je überhaupt beleggen?'

**De Kruijf:** 'Maar dan zit je alweer een niveauje hoger. Het zit voor mij niet zozeer op de fijne details van de ESG-discussies, maar ook op de vraag of we met zijn allen überhaupt weten wat er in een bepaalde basisportefeuille zit. Dáár begint mijns

> **Gerard Roelofs** werkt sinds 2017 bij **Kempfen Capital Management** als directeur Client Solutions. Hij richt zich op het verder uitbouwen van de client-solutionspropositie van Kempfen (Fiduciair Management, Multi-Management oplossingen, DC, Innovatie). Met zijn meer dan 25 jaar ervaring helpt hij Kempfen om (inter)nationaal te groeien. Roelofs maakt deel uit van het managementteam. In zijn carrière was Roelofs onder meer lid van het managementteam bij **NN Investment Partners** en als **Head Investments Europe** bij **Towers Watson**. Daarvoor was hij onder meer **Managing Partner Nederland** bij **Watson Wyatt** en **Country Head Benelux** bij **Deutsche Asset Management**.





> **Gerben Schreurs**, Director, maakt deel uit van het institutionele team van BlackRock, waar hij verantwoordelijk is voor het aangaan en onderhouden van relaties met institutionele cliënten in Nederland. Schreurs werkt sinds 2013 bij BlackRock. Daarvoor was hij bij KPMG Advisory als Director onder meer verantwoordelijk voor de dienstverlening op het gebied van beleggingsbeheer. Schreurs behaalde in 2001 een mastergraad in Bedrijfskunde aan de Rijksuniversiteit Groningen.

inziens de discussie. Die moet dus niet alleen gaan over landen- en sectorgewicht, maar ook en primair over specifieke bedrijven waarin wordt belegd en over eventuele concentraties in de portefeuille.'

**Roelofs:** 'Met betrekking tot ESG is de cruciale vraag wat mij betreft heel simpel, namelijk: waar wil je maatschappelijk mee geassocieerd worden en waarmee niet? Alle andere zaken, zoals in- en uitsluiting, engagement, het al dan niet aanpassen van mandaten en benchmarks, zijn allemaal een uitvloeisel daarvan. Maar het begint gewoon met de vraag waar een klant zich wel of niet senang mee voelt. Waar hij mee geassocieerd wil worden en wat hij denkt dat goed is voor onze kinderen. Want zo concreet wil ik er wél over praten. De vervolgvraag is: 'ben je je er bij je beleggingsbeslissingen van bewust dat het maatschappelijke rendement invloed heeft op je economische rendement?' Wij moeten daarvoor materiaal aanleveren, dus proberen om de

gevolgen van dergelijke maatschappelijk gekleurde beleggingsbeslissingen door te rekenen voor de klant. Met die rekensom is Deutsche Bank goed bezig geweest. Dat instituut deed 2.200 studies naar het effect van zware ESG-elementen in de portefeuille op risico, rendement en kosten. De conclusie luidde, dat waar het een paar jaar geleden nog economisch rendement kostte, ESG-gedragen portefeuilles nu zelfs robuuster zijn en minder volatiele uitkomsten hebben. De cirkel is zo rond, want ESG kost dus geen economisch rendement meer en zo kom je weer terug bij de eerste vraag: waar wil je mee geassocieerd worden?'

**Peters:** 'Ja, en toch blijf ik zeggen: we zitten toch een beetje in een ivoren toren als we niet eerst hebben gecheckt bij de deelnemers of die óók een CO<sub>2</sub>-reductie willen. Misschien willen ze dat wel niet.'

## CONCLUSIE

Fiduciair management houdt de professionele gemoederen bezig. Er spelen heel verschillende trends, waaronder unbundling. De deelnemers denken dat je als pensioenfondsbestuur pas moet besluiten de fiduciaire dienstverlening bij verschillende specialistische uitvoerders onder te brengen wanneer blijkt dat de fiduciair niet op alle onderdelen van de uitvoering het gewenste kwaliteitsniveau haalt. Op voorhand van unbundling uitgaan, is echter af te raden. Het kan dan bijvoorbeeld onduidelijk zijn welke partijen het pensioenfonds bij fouten aansprakelijk kan stellen.

Ook komt de vraag op tafel of het business model überhaupt nog levensvatbaar is nu fiduciair managers hun eigen producten niet meer naar voren mogen schuiven en ze allerlei aanpalende diensten tegen lage vergoedingen moeten aanbieden terwijl ze wél forse aansprakelijkheid accepteren. Maar zelfs als je volledig via open-architecture werkt, kun je geld verdienen. Zolang je intern je organisatie maar op orde

hebt en een menukaart van diensten aanbiedt, waarbij je uiteraard niet moet afwijken van gemaakte afspraken en dus niet meer diensten voor dezelfde prijs moet gaan leveren. Want dat is een valkuil waar fiduciairs omwille van de goede relatie met de klant soms intrappen. Ook blijkt dat die klant, het pensioenfonds, in die relatie nog altijd de prijsmacht heeft, ondanks de marktconsolidatie aan de kant van de fiduciairs.

Beleggen en ESG zijn onlosmakelijk verbonden en er wordt opgemerkt dat zaken als in- en uitsluiting, engagement, benchmarks en aanpassingen van mandaten, slechts uitvloeisels zijn van de cruciale ESG-beleggingsvraag voor ieder pensioenfondsbestuur: 'waarmee wil je maatschappelijk geassocieerd worden en waarmee niet?' Overigens moeten pensioenfondsbestuurders voor het antwoord op deze vraag wel te rade gaan bij hun deelnemers.





Foto: Archief Thijs Jochems

# COLUMN

DOOR THIJS JOCHEMS, ADVISEUR EN PRIVATE INVESTOR

## DC: wie beslist waarover? De eigenaar?

DC is het nieuwe credo. De overgang van DB naar DC verplaatst het risico van de omvang van het pensioen naar de deelnemers. Zij zijn risicodragers en eigenaar. Maar zijn zij ook besluitvormers?

Om een DC-propositie te ontwikkelen, is het noodzakelijk om onder andere vast te stellen wat de doelstelling is. En hoe kom je daar? Het pad naar je pensioen waarvan de omvang vrijwel geheel bepaald wordt door de asset mix – de beleggingsresultaten – en de ingelegde premie. Om daarin bij hen passende keuzes te kunnen maken, moeten de deelnemers het risico van de keuzes kennen. De meeste aanbieders gaan ervan uit dat de deelnemers zelf hun risicohouding niet echt kennen. Bestuurders baseren zich hierbij op het feit dat zo'n 90% van de DC-deelnemers de aangeboden basisvariant volgen. Het kennen van de risicohouding van duizenden individuele deelnemers is lastig. Nog lastiger is een interactieve communicatie met de deelnemers over de stand en ontwikkeling van het risico van hun portefeuille. Oplossingen hiervoor zijn volop in ontwikkeling. Echte innovatieve wegen voor de pensioensector, zoals interactieve communicatie met de deelnemers middels gamification, zijn echter nog niet of nauwelijks onderzocht. Probeer de sector nieuwe wegen met bekende middelen te ontwikkelen?

Vrijwel alle DC-proposities zijn gebaseerd op de life cycle. In essentie komt die benadering erop neer dat naarmate een deelnemer dichterbij de pensioengerechtigde leeftijd komt, het risico in de asset mix moet afnemen. Twee begrippen vormen hierin de kern. De deelnemer moet een startpositie voor het wegen van risico hebben, de risicohouding. Daarnaast moet het duidelijk zijn wat nu het risico voor het pensioen van de deelnemers is. Omdat we dit individueel niet voldoende nauwkeurig kunnen vaststellen, heeft de sector teruggegrepen op de uit DB bekende risicodefinitie. Het risico van assets wordt bepaald aan de hand van hun volatiliteit. Met correlatie

in combinatie met diversificatie als mitigerende factoren. Maar is volatiliteit een relevante risico-indicator voor de DC-deelnemer? Voor de DC-deelnemer lijken inflatie en defaults van de beleggingen de echte risico's. In ieder geval tot zo'n 10 jaar voordat de pensioengerechtigde leeftijd is bereikt. Beleggen in staatsobligaties in de eerste 20 à 30 jaar van het 'pensioenpad' lijkt dan bij deze definitie van risico's voor de deelnemer bepaald niet optimaal. De beste bescherming vormt een zo goed mogelijk rendement. Zo bekeken lijkt de huidige, gefaseerde – proportioneel in de tijd - afbouw van risico in de portefeuilles niet optimaal voor de deelnemer. Die heeft een ander risicoraamwerk dan pensioenfondsen in DB. Veranderingen in de absolute hoogte van de dekkingsgraad en daaraan gekoppelde gevolgen voor korting, indexatie en dergelijke maken dat pensioenfondsen (te?) veel aandacht voor de volatiliteit van de dekkingsgraad hebben. Bij doorbeleggen zou er bijvoorbeeld ook voor gekozen kunnen worden om een deel van het pensioen nominaal te waarborgen middels CF matching. Het resterende deel zou dan inflatie-bestendig belegd kunnen worden. Mogelijk is dat aantrekkelijker voor de DC-deelnemers.

De enige constante bij verandering is weerstand. We grijpen graag terug naar wat we kennen. Bij elke ontwikkeling is het van belang om het nieuwe format te ontdoen van het 'frame van het verleden'. Dat begint bij de formulering van de onderzoeksopdracht hoe een DC-propositie eruit moet zien. Een frisse blik op 'hoe anders is het?', maakt de kans groter dat een vernieuwde propositie ook zo goed mogelijk recht doet aan het belang van de nieuwe eigenaar. De DC-deelnemer. «

# Five Trends Changing the ESG Investing Landscape in 2019

BY **RAKHI KUMAR**, HEAD OF ESG INVESTING AND STEWARDSHIP AT STATE STREET GLOBAL ADVISORS AND **ALI WEINER**, ESG INVESTMENT STRATEGIST AT STATE STREET GLOBAL ADVISORS

The field of environmental, social, and governance (ESG) investing has undergone rapid changes in recent years. In this article we share five trends we're seeing in the space, and what they mean for investors.

## Trend 1: Investors are moving from purely exclusionary to integrated ESG strategies

For decades, asset owners have used exclusionary strategies to keep securities that did not align with their values out of their portfolios. Increasingly, we see investors embrace ESG investing due to the 'value' it offers to long term investors. Investors are looking at ESG factors not as separate considerations, but as complementary data to be integrated alongside traditional financial information.

Three reasons behind this trend are:

- The proliferation of ESG data providers in the 2000s means that by now more historical ESG data are

available for research, which increasingly shows that material ESG information can be a value driver to be considered in the investment processes.

- The development of market infrastructure such as the Sustainability Accounting Standards Board (SASB) Framework has encouraged companies to report their ESG activities in ways that are material to investors.
- Regulatory action, particularly in Europe, will mandate investors to consider ESG information in their investment process.<sup>1</sup>

It is important to note that exclusions and integration are not mutually exclusive approaches to ESG investing and exclusionary screens are often an overlay in an integrated approach. This allows investors to build ESG portfolios that closely align with their objectives.

## Trend 2: Investment strategies will be increasingly powered by multiple sources of ESG data

Historically, investors have been reliant on a single source of ESG data to inform their investment processes. These data typically come from third-party providers. Most providers employ their own proprietary methodologies and recent research by State Street Global Advisors shows that there is often low correlation between how different data providers score the same universe of

companies.<sup>2</sup> Therefore, choosing a data provider also means choosing that provider's ESG investment philosophy.

In response, we increasingly see investors embracing investment solutions that are based on multiple providers. For example, some investment consultants are starting to favor investment strategies that are informed by multiple sources of ESG data. We expect this to become increasingly common across the industry in the coming years.

## Trend 3: Growing demand to understand ESG performance of the portfolio against desired objectives will drive the need for enhanced reporting

With investors looking at ESG as a value based dimension of their portfolio, they increasingly want to understand ESG performance the same way they would any other traditional financial measure.

This, along with the demand from beneficiaries and stakeholders for greater insight into the ESG profile of

**Management and boards will need to fully incorporate climate change into their long term strategies.**



Photos: Archive State Street Global Advisors

RAKHI KUMAR

their investments, is leading to greater interest in robust ESG reporting along dimensions such as carbon intensity, controversy exposure, and overall ESG profile.

#### **Trend 4: Climate solutions will evolve to include adaptation alongside mitigation**

For asset owners who seek to invest in a way that is aware of and responsive to climate change, solutions in the marketplace have traditionally focused on mitigation: reducing the effects of climate change on a portfolio by, for example, reducing exposure to greenhouse gases and increasing exposure to 'green' energy companies.

As extreme weather events become more frequent and the economic impacts of climate change more widely understood and accepted<sup>3</sup>, investors will require companies to disclose how they are adapting their business strategies to accommodate the impacts of climate change. This is particularly true for those investors who are committed to the Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD). Consequently, management and boards will need to fully incorporate climate change into their long term strategies. Investors

on the leading edge of climate investing will seek to enhance their climate investments from pure mitigation strategies to those that align to a mitigation and adaptation investment thesis.

#### **Trend 5: Mainstreaming of ESG will drive investments in talent and infrastructure**

ESG investing no longer lives in a silo as it once did. Increasingly, ESG is being integrated into the routine investment processes of asset managers. Because of this, the demand for experienced ESG professionals is acute. ESG investing is a specialized field that requires interdisciplinary knowledge and a variety of capabilities – deep investment expertise, strong policy and strategic analysis, and the ability to communicate to stakeholders who often use differing ESG-related terminology.

To build robust ESG capabilities, firms will require talent that can do each of these things well. It also will require training of current investment and sales teams, as well as investments in data, analytics and reporting infrastructure to allow for full integration. «



**ALI WEINER**

- 1 'EU pushes for benchmarks with 2oC scenario analysis.' Responsible Investor, December 14, 2018.
- 2 Bender, Bridges, et al. A Blueprint for Integrating ESG into Equity Portfolios. Journal of Investment Management. Vol 16, No 1, 2018.
- 3 Intergovernmental Panel on Climate Change: Global Warming of 1.5oC; Fourth National Climate Assessment Volume II: Impacts, Risks, Adaptation in the United States.

The views expressed in this material are the views of Rakhi Kumar through the period ended 12/31/18 and are subject to change based on market and other conditions. This document contains certain statements that may be deemed forward-looking statements. Please note that any such statements are not guarantees of any future performance and actual results or developments may differ materially from those projected.

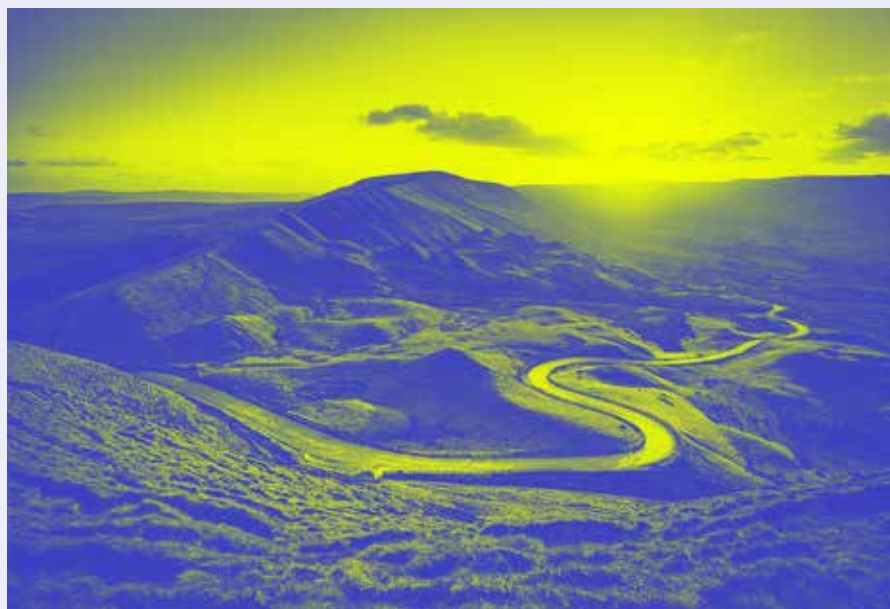
The whole or any part of this work may not be reproduced, copied or transmitted or any of its contents disclosed to third parties without SSGA's express written consent.

The trademarks and service marks referenced herein are the property of their respective owners. Third party data providers make no warranties or representations of any kind relating to the accuracy, completeness or timeliness of the data and have no liability for damages of any kind relating to the use of such data. State Street Global Advisors Netherlands, Apollo Building, 7th floor Herikerbergweg 29 1101 CN Amsterdam, Netherlands. Telephone: 31 20 7181701. SSGA Netherlands is a branch office of State Street Global Advisors Limited. State Street Global Advisors Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority in the United Kingdom.

www.SSGA.com

© 2019 State Street Corporation - All Rights Reserved  
2400366.1.1.EMEA.INST  
Expiry Date 01/29/2020

**If you have any questions please contact:**  
**Rakhi Kumar, Head of ESG Investing and Asset Stewardship**  
**Rakhi\_Kumar@ssga.com**  
**Ali Weiner, ESG Investment Strategist**  
**Alison\_Weiner@ssga.com**



# GOVERNANCE EN ESG-BELEID BIJ PENSIOENFONDSEN

Door Mik Breek

**Voor het verkrijgen van draagvlak voor ESG-beleid moeten pensioenfondsbesturen de dialoog zoeken met belanghebbenden. Zo'n dialoog vraagt om een strakke governance waarin het bestuur het voortouw neemt en verantwoordingsorgaan en intern toezicht ieder vanuit hun eigen rol betrokken zijn bij het proces van strategie tot uitvoering van het ESG-beleid.**

Pensioenfondsen worden geacht een beleid te hebben op het gebied van milieu, sociale aspecten en governance; het zogenoemde ESG-beleid. Besturen hebben de fiduciaire opdracht om de kernwaarden van de deelnemers en pensioengerechtigden te vertalen naar een op het fonds toegesneden ESG-beleid. Omdat de langetermijndoelstellingen van het ESG-beleid op gespannen voet kunnen staan met de noodzaak om op korte termijn financieel rendement te behalen, kan het draagvlak voor ESG onder druk komen te staan. Om toch te kunnen voldoen aan de

eisen van de toezichthouder en de politieke druk om meer aan ESG te doen, is het versterken van de dialoog tussen pensioenfondsbesturen en belanghebbenden noodzakelijk. Zo'n dialoog vraagt om een strakke governance waarin bestuur, verantwoordingsorgaan en intern toezicht ieder vanuit hun eigen rol bij het proces van strategie tot uitvoering van het ESG-beleid betrokken zijn.

## ONTWIKKELINGEN ESG-BELEID

Deelnemers en pensioengerechtigden vinden in toenemende mate dat hun pensioenfondsen de maatschappelijke taak hebben het fondsvermogen verantwoord te beleggen. Besturen sluiten daarop aan met een fondsspecifiek ESG-beleid, uiteenlopend van een uitsluitingsbeleid tot actieve engagement met bedrijven en ESG-criteria bij selectie van vermogensbeheerders. Een aantal pensioenfondsen is begonnen met impactbeleggen. Dat betekent dat zij naast financiële rendementseisen ook

eisen stellen aan het bereiken van resultaten op maatschappelijk gebied. Een voorbeeld daarvan is het bereiken van doelstellingen behorend tot de zogenoemde Sustainable Development Goals. Een toekomstig positief resultaat en een lager risicoprofiel van de beleggingsportefeuille vormen belangrijke pijlers voor maatschappelijke doelstellingen. In dit kader valt te noemen het Convenant Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Beleggen Pensioenfondsen, dat eind vorig jaar door 80 pensioenfondsen is ondertekend. In dit Convenant zijn afspraken gemaakt over de verankering van de OESO-richtlijnen en UNGP's (UN Guiding Principles on Business and Human Rights) in het ESG-beleid van pensioenfondsen. Deze richtlijnen gaan over hoe bedrijven zich verantwoorden over hun prestaties op het gebied van ESG en kunnen door pensioenfondsen worden gebruikt voor het identificeren en adresseren van ESG-risico's.



Mik Breek

## CV

Mik Breek is 11 jaar werkzaam als bestuursadviseur in de financiële sector. In 1988 startte hij zijn carrière als advocaat in Rotterdam, waarna hij in 1999 overstapte naar MeesPierson. Daar werkte hij negen jaar in verschillende managementfuncties. In 2007 besloot hij zijn loopbaan als zelfstandig bestuursadviseur voort te zetten en sindsdien heeft hij ruime ervaring opgedaan met het oplossen van governance vraagstukken binnen en buiten de pensioensector.

## ROL VAN DE BESTUURSORGANEN

### *Bestuur*

Bestuurders moeten het belang van verantwoord beleggen en de ESG-risico's die de pensioenfondsen lopen, kunnen doorgronden. Het bestuur heeft de opdracht als collectief ESG investment beliefs te formuleren en die ook echt te kunnen onderschrijven. Daarvoor is een intensief proces nodig waarin het bestuur de leiding moet nemen. Afwegingen over fundamentele waarden kunnen niet worden voorbereid door een bestuurscommissie of worden uitbesteed aan een fiduciair manager. De rol van externe deskundigen, bestuurscommissies en bestuursbureaus moet beperkt blijven tot inhoudelijke informatievoorziening en beleidsondersteuning.

Per ESG-thema ontwikkelt het bestuur beleid waaraan een actieve of passieve aanpak wordt gekoppeld. De focus kan daarbij liggen op het klimaat, de arbeidsomstandigheden of de organisatie van ondernemingen. Het bestuur moet duidelijk voor ogen krijgen en houden welke resultaten het wil bereiken en hoe het zal handelen bij tussentijdse resultaten. De evenwichtige belangenafweging is hierbij leidend. Benchmarks voor meting van resultaten van verantwoorde investeringen worden door het bestuur gezocht of ontwikkeld. Hoe benchmarks in te zetten en te gebruiken, vormt onderdeel van het bestuurlijke proces en kader. Het bestuur moet zelf in directe samenwerking met de uitvoerders van het ESG-beleid zogenaamde gap-analyses maken, zodat noodzakelijke aanpassingen in het beleid snel kunnen worden doorgevoerd. Tussen beleid en uitvoering zitten zo min mogelijk schijven. De voortgang van het ESG-beleid is nadrukkelijk belegd binnen het bestuur. Het bestuur kan door directe betrokkenheid makkelijker bijsturen en beter uitleggen aan belanghebbenden waarom een bepaalde investeringsbeslissing is genomen. De korte lijn met het bestuur creëert een vertrouwensband, waardoor de betrokkenheid van de vermogensbeheerders bij de keuze en monitoring van ESG-portefeuilles wordt vergroot.

### *Verantwoordingsorgaan*

Het bestuur is leidend en het verantwoordingsorgaan denkt actief mee over

het ESG-beleid. Het kan het bestuur daarover adviseren en het bestuur zoekt de dialoog over verantwoord beleggen met het verantwoordingsorgaan op. Dit wederkerige proces is verankerd in de Code Pensioenfondsen. Om draagvlak te creëren doet het bestuur er goed aan om het verantwoordingsorgaan actief te betrekken bij de verbinding met de kring van belanghebbenden over ESG-vraagstukken. Daarnaast moet het verantwoordingsorgaan achteraf beoordelen wat het ESG-beleid van het fonds heeft opgeleverd. Deze taken veronderstellen voldoende kennis van en inzicht in ESG-vraagstukken bij de leden van het verantwoordingsorgaan. Het bestuur moet het verantwoordingsorgaan voldoende informatie geven en opleidingsfaciliteiten bieden om een eigen kader voor beoordeling van het ESG-beleid van het fonds te ontwikkelen.

### *Intern toezicht*

De rol van het intern toezicht (raad van toezicht of niet-uitvoerend bestuur) is bij ESG-beleid tweërlei. Het intern toezicht kan actief meedenken over hoe het ESG-beleid vorm kan krijgen. Het zwaartepunt ligt echter bij toetsing of het bestuur een zorgvuldig proces heeft doorlopen en duidelijke doelen en benchmarks heeft gesteld in het kader van de meting van de effectiviteit van het ESG-beleid. Onderdeel van de toetsing is de vraag of het bestuur de kring van belanghebbenden en het verantwoordingsorgaan voldoende bij de totstandkoming en uitvoering van het ESG-beleid heeft betrokken. Ook zal het intern toezicht moeten beoordelen of het bestuur verantwoording heeft afgelegd over hoe in het beleggingsbeleid rekening is gehouden met duurzaamheidsfactoren en of het de daaraan verbonden ESG-risico's heeft betrokken bij het risicoprofiel van het fonds. Tot slot dient de verantwoording over het ESG-beleid door het bestuur te worden getoetst aan het wettelijk kader (waaronder IORP II).

## VERBINDING MET DE KRING VAN BELANGHEBBENDEN

Een fondsspecifiek ESG-beleid vraagt om een sterke verbinding met de deelnemers en gepensioneerden, waarin dat beleid

door het bestuur regelmatig wordt getoetst aan de kernwaarden.

Via enquêtes onder belanghebbenden en interviews met focusgroepen trachten besturen scherp te krijgen welk ESG-beleid het beste bij het fonds past. Omdat het bij ESG-thema's vaak gaat over complexe onderwerpen die voorkennis veronderstellen over bijvoorbeeld klimaatverandering en arbeidsrechten, is het van belang dat de enquêtes en interviews betrekking hebben op concrete onderwerpen en beleggingskeuzen. Verbinding ontstaat door ESG-thema's te kiezen die bij de sector horen. Voor het pensioenfonds van de textiel zijn dat bijvoorbeeld arbeidsrechten en een leefbaar loon.

Het bestuur vervult in de verbinding met belanghebbenden een leidende rol. In de governance krijgt die verbinding gestalte via verschillende maatregelen, zoals voorlichting via internet, introductie van keuzemogelijkheden (referenda) voor invulling van ESG-criteria, uitleg over het beleid en het afleggen van verantwoording via internet, enquêtes en interviews met focusgroepen.

## CONCLUSIE

De inrichting van de governance rond ESG-beleid zal voor veel pensioenfondsen nog een zoektocht zijn. Het gaat om de organisatie van een intensief proces waarin het bestuur het voortouw neemt en dicht op de uitvoering zit. Dit leidt tot een andere taakverdeling tussen bestuur, commissies en uitbestedingspartners. Verantwoordingsorgaan en intern toezicht zullen eigen kaders moeten ontwikkelen om vanuit hun adviserende of toetsende rol bij te dragen aan een solide ESG-beleid. Door de kring van belanghebbenden actief te betrekken bij de totstandkoming van het ESG-beleid ontstaat een breed draagvlak waardoor het bestuur de ESG-doelstellingen van het fonds kan verwezenlijken. «

**Dit artikel is geschreven door Mik Breek, zelfstandig bestuursadviseur en eigenaar van Breek Bestuursadvies B.V.**

# Sarona heeft langetermijnbeleggers wat te bieden

DOOR RENÉ BOGAARTS

Canadese vermogensbeheerder Sarona, sinds 2011 in Nederland gevestigd, is gefocust op opkomende markten en duurzaamheid. Volgens partner Menno Derks hebben langetermijnbeleggers daar behoefte aan.

Emerging markets, daar draait het volgens Menno Derks de komende jaren om. 'In opkomende markten groeit de middenklasse de eerstvolgende twintig à dertig jaar met drie miljard mensen. Dat zijn mensen die allemaal behoefte zullen hebben aan bepaalde diensten en goederen. Daar moet je als investeerder willen zitten.' En als het op investeren aankomt, draait het volgens Derks ook om duurzaamheid.

Derks is partner van Sarona Asset Management. Bij deze Canadese vermogensbeheerder is hij wereldwijd verantwoordelijk voor investeringen in opkomende markten. Sarona vestigde zich in 2011 in Nederland, een jaar na de afsplitsing van de Canadese ontwikkelingsorganisatie MEDA.

Toen Derks in 2013 aan boord kwam, was hij hier de derde werknemer. Inmiddels werken er vijf mensen op het Nederlandse kantoor in Amsterdam en volgens Derks zal dat aantal de komende jaren groeien, want Sarona wil zijn vleugels uitslaan. 'Wij zijn wereldberoemd bij een kleine groep investeerders', zegt Derks lachend. Als het aan hem ligt, komt daar binnenkort verandering in.

Sarona heeft momenteel zo'n tweehonderd miljoen dollar onder beheer. Pakweg 70% daarvan is afkomstig van vermogende ondernemers, family offices en pensioenfondsen, voornamelijk uit de VS en Canada. Ook de Noord-Amerikaanse ontwikkelingsorganisatie OPIC, die in handen is van de Amerikaanse overheid, heeft geld aan Sarona toevertrouwd. De rest van het vermogen komt uit Europa, en dan met name uit het Verenigd Koninkrijk. 'Het zijn langetermijnbeleggers die geïnteresseerd zijn in impact investing en die geduld hebben – want de enige garantie die wij kunnen geven is dat ze de komende vijf jaar niet aan hun geld kunnen komen', lacht Derks opnieuw. 'Dat moet ook, want als je echt impact wilt hebben, moet je de tijd nemen.' De minimale inleg bij Sarona is 250.000 dollar.

De voornaamste reden waarom Sarona zijn Europese kantoor destijds in Nederland vestigde, was volgens Derks het simpele feit dat het goedkoop was. Goedkoper in elk geval dan vestiging in steden als Londen, Frankfurt en Parijs. 'Maar er was in Nederland ook talent te vinden, en er was een duidelijke community van investeerders die belangstelling had voor opkomende markten en ESG-beleggen. Denk bijvoorbeeld aan instellingen als Oikocredit en Triodos Bank. We hebben sterk de indruk dat die gemeenschap groeit, zeker ook in Nederland. Achteraf gezien was Sarona's keuze om zich hier te vestigen de meest logische.'

## Zuivelcoöperatie

Tot op heden hebben relatief weinig Nederlandse partijen geld aan Sarona toevertrouwd, maar daar zal volgens Derks snel verandering in komen. 'Omdat ze een brede spreiding nodig hebben, worden opkomende markten steeds belangrijker voor



Foto: Archief Sarona Asset Management

MENNO DERKS

Nederlandse pensioenfondsen', zegt hij. 'Voor dergelijke partijen, maar ook voor family offices, spelen ESG-kwesties een steeds grotere rol. Voor Sarona zelf is dat altijd al belangrijk geweest', aldus Derks.

ESG-kwesties vormen de oorsprong van Sarona. In 1953 besloot een groep maatschappelijk betrokken mennonitische industriëlen samen met lokale boeren in Paraguay een zuivelcoöperatie op te zetten. Dat was Sarona, dat uitgroeide tot het grootste zuivelbedrijf van het land. Die industriëlen legden later de grondslag voor MEDA, inmiddels een wereldwijd opererende welzijnsorganisatie. Jarenlang hield MEDA zich ook actief bezig met beleggen, maar op den duur vond men het beter die activiteit te verzelfstandigen. Zo ontstond Sarona Investment Management. Het bedrijf opereert volledig onafhankelijk, al heeft MEDA nog steeds 10% van de aandelen.

Sarona richt zich volledig op opkomende markten in Afrika, Zuidoost-Azië en Latijns Amerika. India, Mexico en Nigeria zijn de grootste landen. Op de vraag waarom antwoordt Derks: 'In de eerste plaats vanuit investeringsoptiek. Dáár zullen we zien dat de middenklasse groeit, niet in Amerika of Europa. Je moet als investeerder zitten waar die nieuwe producten en diensten nodig zijn en geproduceerd en geleverd worden.'

Meteen voegt Derks eraan toe dat die focus naadloos aansluit bij zijn eigen belangstelling. 'Ik heb in Twente technische bedrijfskunde gestudeerd, maar ik was altijd geïnteresseerd in andere culturen. Ik ging mee op studiereis naar Latijns Amerika en mijn afstudeerproject vond plaats in Oost-Java. Na mijn studie kwam ik in het corporate finance-klasje van ABN AMRO en belandde ik op de afdeling Asset Management. Na een paar jaar ben ik overgestapt naar ontwikkelingsbank FMO, waar ik het vak van investeren in emerging markets echt heb geleerd. Daarna mocht ik dat bij PGGM op grote schaal gaan doen. Ik geloof erin. Ik werk graag met ondernemers die echt en verantwoord willen groeien.'

### Vooruit

Investeren in opkomende markten kan volgens Derks ook op een directe manier ESG-doelen dienen. 'Absoluut', zegt hij enthousiast. 'Wij helpen die landen vooruit. We ondersteunen bedrijven die actief iets willen verbeteren. We leggen uit waarom en hoe ze dat moeten doen. Waarom ze mensen op de payroll moeten zetten, bijvoorbeeld, en waarom zwangerschapsverlof logisch is. Ik heb dat de afgelopen jaren zien veranderen. Toen ik in 2005 in India voor FMO zulke sociaal-maatschappelijke kwesties aankaartte, keek men me vragend aan. Ondernemers deden het uiteindelijk omdat ze onze lening nodig hadden. Nu is dat geïntegreerd. Klanten vragen erom, jonge werknemers willen dat hun bedrijf er goed mee omgaat. Het klinkt misschien gek, maar in feite zijn bepaalde ESG-aspecten in die landen al beter geïntegreerd dan in Europa en Noord-Amerika.'

Derks is de eerste om toe te geven dat maatschappelijke standaarden en overheidstoezicht in veel opkomende landen nog niet geweldig geregeld zijn. 'Het risico van corruptie is levensgroot', zegt hij. 'Daarom blijven we weg van bedrijfstakken als olie, gas en mijnbouw, van grote infrastructurele werken. Wij kiezen voor midden- en kleine bedrijven. Wij kiezen liever voor ondernemers die de uitdaging aangaan dan voor mensen die de makkelijke weg kiezen. Bovendien werken we vaak samen met organisaties als FMO en het tot de Wereldbank behorende IFC. Zij hebben, net als wij, een zero tolerance-beleid ten opzichte van corruptie.'

Sarona mag zich dan graag laten leiden door ESG-principes, het houdt ook oog voor de financiële kant van de zaken. 'We zien dat sommige NGO's investeren in jonge bedrijfjes in Afghanistan. Dat is heel erg goed, maar wij zullen dat niet doen', zegt Derks. Ook als het de vaak schommelende ontwikkelingen rond emerging markets betreft, maakt Sarona scherpe keuzes. 'Toen de Turkse lira onderuitging, waren wij daarop voorbereid. Wij hebben er een goede portefeuille en onze leningen zijn in lokale valuta, niet in dollars of euro's. De exportgeoriënteerde bedrijven waar wij in investeren, profiteerden van lagere kosten en goedkopere export. 'Onze' bedrijven in Zuidoost-Azië zijn hun supply chain in verband met een eventuele Chinees-Amerikaanse handelsoorlog al naar andere landen aan het verleggen. En de bedrijven in Mexico hebben last van de verwickelingen rond Nafta en de dreigende bouw van De Muur, maar ze draaien uitstekend.'

Die kritische houding heeft Sarona de afgelopen jaren geen windeieren gelegd. Haar investeringsfonds, dat eind 2014 voor nieuwe toetreders gesloten werd, heeft nu al een nettorendement van 8%. 'We streven naar een rendement van 20%, maar voor een jonge portefeuille als de onze is dat vanwege kosten en investeringen nu nog niet haalbaar. Ik heb er echter alle vertrouwen in. Private-equity fondsen laten normaal gesproken pas in de latere jaren hogere rendementen zien.' «

**Opkomende markten zijn belangrijk voor pensioenfondsen.**

**Investeerder moet zitten waar de middenklasse groeit.**

**Verantwoord ondernemen is in opkomende markten al gemeengoed.**

**Samenwerking met FMO en Wereldbank als garantie tegen corruptie.**

**Rendement moet komende jaren van 8% naar 20%.**

# Beleggen in palmolie: olie op het vuur?

DOOR RUUD HADDERS, RESPONSIBLE INVESTMENT OFFICER BIJ ACTIAM

De groeiende wereldbevolking, stijgende energieprijzen en veranderende eetgewoonten hebben wereldwijd geleid tot een snel opkomende vraag naar plantaardige oliën. Dit heeft echter een prijs: afbraak van regenwouden, uitsterven van bedreigde dier- en plantsoorten en exploitatie van grote monocultuurplantages.

Dit zijn stuk voor stuk redenen om aandacht te besteden aan de negatieve milieutechnische en maatschappelijke impact van palmolie. De financiële gevolgen van de impact op het milieu en de maatschappij zijn echter onderbelicht. Palmoliebedrijven worden vaak direct voor beleggingen uitgesloten, maar is dit wel de juiste oplossing voor verdere verduurzaming? Er is vanuit beleggers en financiers toenemende druk ontstaan om milieuvriendelijke en maatschappelijk verantwoorde productiemethoden in te zetten.

Palmolie is een plantaardige olie die uit de palmvrucht wordt gewonnen. Deze palmvrucht groeit aan de Afrikaanse oliepalmboom. Door het succes van het gewas zijn gronden vrijgemaakt en bossen gekapt voor het opzetten van oliepalmplantages, met name in Maleisië en

Indonesië. Ontbossing voor de productie van palmolie heeft echter geleid tot grote problemen, zoals landroof en klimaatverandering. Dit heeft ertoe geleid dat diverse organisaties voor een volledig verbod op deze olie pleiten.

Duurzame productie van palmolie is niet alleen belangrijk om de negatieve impact op onze planeet te vermijden, maar is ook vanuit beleggingsrisico relevant. Het Wereld Natuur Fonds (WNF) heeft bijvoorbeeld al in 2012 vijf categorieën materiële risico's onderscheiden voor palmoliebedrijven met niet-duurzame praktijken.

Het WNF noemt in haar rapport meerdere manieren waarop wanpraktijken een negatief effect op de productiviteit en uiteindelijk op de opbrengsten kunnen hebben. Zo kunnen (wanneer de biodiversiteit niet op een bepaald niveau wordt gehouden) bepaalde dieren, die zorgen voor natuurlijke ongediertebestrijding, verdwijnen. Dat leidt tot hogere kosten en het risico op verontreiniging vanwege het gebruik van pesticiden. De plantages blijven daarnaast uiterst arbeidsintensief en met de toegenomen mobiliteit van de arbeiders wordt een goed personeelsbeleid steeds belangrijker als het verloop moet worden teruggedrongen en de productiviteit op hetzelfde niveau dient te worden gehouden.

De kritiek is op de productiemethode gericht, maar niet op de palmolie zelf. Palmolie heeft een toekomst, als de productie ervan maar duurzaam plaatsvindt. Deze zienswijze wordt door internationale organisaties zoals Conservation International en het WWF onderschreven.

Bovendien vereist de productie van palmolie veel minder grond dan andere gewassen om dezelfde hoeveelheid olie te produceren. Vergeleken met andere grote oliehoudende gewassen (koolzaad, soja en zonnebloemen) is palmolie de plantaardige olie met veruit de hoogste opbrengst (zie Figuur 1) en daarom vormt het voor lage-inkomensgroepen over de hele wereld een belangrijk voedingsproduct.

ACTIAM is van mening dat we op een omslag naar duurzame palmolie kunnen aandringen door met palmolieproducenten samen te werken (in plaats van ze direct voor beleggen uit te sluiten). Hierdoor zal uiteindelijk een duurzame handel in palmolie ontstaan, waar bedrijven, beleggers en de samenleving baat bij hebben.

## Premie voor vrijwillige certificering is slechts een deel van de oplossing

De verschuiving naar duurzame palmolieproductie wordt door meerdere initiatieven ondersteund. De Roundtable on Sustainable Palm Oil (RSPO) wordt gezien als de organisatie met de sterkste certificeringsregeling voor de grondstof. De RSPO is in 2004 opgericht en loopt sindsdien voorop in het creëren van een geaccrediteerde duurzame palmolie-sector. Tegenwoordig worden door de RSPO meer dan 4.000 leden bij elkaar gebracht, van producenten en handelaren tot beleggers en winkelketens.

De vrijwillige normen van de RSPO houden een verbod in op het aanplanten op veengronden en andere koolstofrijke bodems en een verplichting voor bedrijven om beleid op het gebied van



RUUD HADDERS



brandpreventie in te voeren, de uitstoot van broeikasgassen te verminderen, werknemers een leefbaar loon te betalen en niet aan de ontbossing bij te dragen. Na certificering kunnen palmolietelers een kleine extra premie voor hun producten ontvangen. Tegelijkertijd leveren ze een positieve bijdrage, bijvoorbeeld aan het beschermen van tropische regenwouden, waarin enorme hoeveelheden koolstofdioxide (CO<sub>2</sub>) zijn opgeslagen.

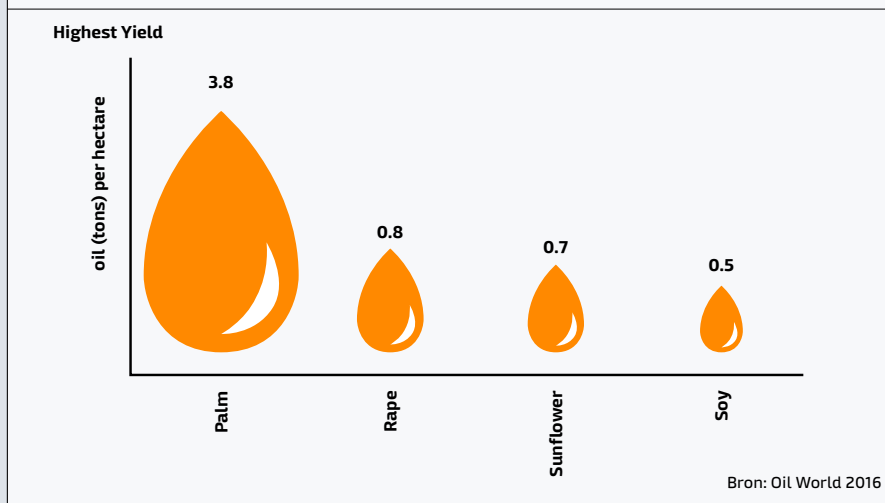
In november 2018 heeft de RSPO nieuwe certificeringsnormen goedgekeurd en vastgesteld. Wij onderschrijven deze nieuwe normen als een belangrijke stap voorwaarts in het streven naar een duurzame sector. We delen echter wel de constatering van NGO's dat er nog altijd ruimte is voor verbetering waar het gaat om transparantie en de motivatie om de normen na te leven. Zo staat de RSPO voor de uitdaging om ervoor te zorgen dat de door haar gecertificeerde palmolie steeds beter tot de plantages en de fabrieken te herleiden is. Om doelmatiger te kunnen werken, moet de RSPO dan ook haar controle- en handhavingssysteem versterken.

Tegelijkertijd blijkt uit onderzoek dat de kosten vooraf en de terugkerende kosten van de RSPO-certificering moeilijk opwegen tegen de financiële voordelen, met name voor kleine boeren. De meeste telers zien de RSPO-certificering dan ook als een niet te rechtvaardigen kostenpost. De premie voor gecertificeerde olie is namelijk betrekkelijk laag: naar schatting slechts 1% tot 4% van de prijs voor ruwe palmolie. Vanwege de investeringen en de terugkerende kosten van de productie van gecertificeerde palmolie is een positieve businesscase voor gecertificeerde palmolie niet altijd onmiddellijk zichtbaar (bron: Salman 2017).

### Duurzame praktijken als 'licence to operate'

Wanneer de certificeringsnormen niet breder worden aangenomen, kunnen ontbossing en schendingen van landrechten binnen de palmolieproductie voortduren. Een opslag op de prijs en

Figuur 1: Opbrengst per hectare plantaardige olie



toegang tot de markt zijn evenwel niet de enige drijvende krachten achter de invoering van duurzame praktijken. Voor reeds gecertificeerde bedrijven is het grootste risico dat het lidmaatschap van de RSPO wordt opgeschort. Deze straf lijkt misschien mild, maar hij brengt een financieel risico met zich mee dat goed geïllustreerd wordt door het geval van de IOI Corporation. In maart 2016 werd IOI tijdelijk door de RSPO geschorst vanwege houtkap in strijd met het beleid van de RSPO. De aandelen IOI daalden daardoor met 18% en de onderneming verloor 26 grote zakelijke klanten (bron: Chain Reaction Research 2016).

Voor beleggers in en financiers van de palmoliesector tonen deze voorbeelden aan dat milieugerelateerde en maatschappelijke kwesties ook financiële gevolgen hebben. ACTIAM werkt daarom onder de vlag van de werkgroep Principles for Responsible Investment (PRI) van de Verenigde Naties samen met andere beleggers (met een totaal belegd vermogen van USD 2,5 biljoen) om op dit gebied bewustzijn te creëren. Zo heeft de werkgroep in november 2018 met plaatselijke Maleisische banken gesproken om te verkennen welke mogelijke stappen de banken en beleggers zouden kunnen nemen om deze risico's beheersbaar te maken. Mogelijke stappen zijn onder meer het ontwikkelen van duurzaamheidsbeleid, het doorlichten van portefeuilles en het in gesprek gaan met palmolie-

kanten om hun hervormingen te ondersteunen. Grote tegenstellingen tussen palmolietelers en beleggers en financiers kunnen tot duurdere financiering en een dalend klantenbestand leiden voor bedrijven die niet duurzamer gaan werken.

Hoewel het hier slechts om de eerste stappen gaat, wordt door kennis en technologie de weg vrijgemaakt voor een beter begrip van de materiële risico's en een betere beheersing daarvan. Bedrijven zoals Satelligence maken bijvoorbeeld gebruik van satellietbeelden en kunstmatige intelligentie om de teelt van de oliepalm op veengronden, een activiteit waarbij veel CO<sub>2</sub> wordt uitgestoten, op te sporen. Door de combinatie van financiële gegevens en verbeterde transparantie in de sector zal duurzame palmolie uiteindelijk niet slechts een administratieve handeling zijn ten behoeve van de certificering, maar een onvermijdelijke exercitie worden en een 'licence to operate'.

Gooi je door te beleggen in palmolie-bedrijven olie op het vuur, waardoor de negatieve gevolgen voor milieu en maatschappij in stand gehouden worden? Juist door je als actief aandeelhouder op te stellen en je als belegger actief te bemoeien met de productiemethode van palmolie door de keten heen, draag je bij aan de verdere verduurzaming van beleggingsportefeuilles en de maatschappij! «

# RVC'S: ZET JE SCHRAP VOOR KLIMAATVERANDERING

Door Nina Hodzic en Sophie L'Hélias

**In een snel veranderende wereld vol ESG-uitdagingen en -kansen voor bedrijven zal de ESG-expertise van RvC's een steeds belangrijkere rol gaan spelen.**

We worden voortdurend herinnerd aan de urgentie om te handelen. We zijn tenslotte allemaal getuige van de impact van klimaatverandering op het leven van mensen en hun gemeenschappen overal ter wereld. De ondertekening van het Klimaatakkoord van Parijs in 2016 was een keerpunt, omdat de wereld zich heeft gecommitteerd aan het beperken van de stijging van de wereldwijde gemiddelde temperatuur tot 2°C. Ondersteund door academische studies<sup>1</sup> die laten zien dat aandacht voor duurzaamheid bij beleggen niet ten koste hoeft te gaan van het rendement, erkent een groeiend aantal beleggers de langetermijneffecten van klimaatverandering op hun beleggingsprestaties. Men integreert daarom klimaatfactoren in de beleggingsanalyse en besluitvormingsprocessen. Dit wordt verder versterkt door internationale initiatieven

zoals de Taskforce on Climate Related Financial Disclosure (TCFD) en het EU-actieplan voor duurzame financiering.

Deze ontwikkelingen triggeren de vraag van beleggers naar zinvolle discussies met commissarissen en vormen een radicale verandering voor RvC's. Beleggers verwachten van RvC's effectief toezicht op eerdergenoemde kwesties. De commissarissen en de beleggers die met elkaar spreken, praten over 'corporate governance'-kwesties en zelden over andere ESG-aspecten. Hoe komt dat? De jaarlijkse PwC Corporate Directors Survey<sup>2</sup> uit 2017 licht een tipje van de sluier op: rond 40% van de ondervraagde bestuurders en commissarissen in de VS is van mening dat klimaatverandering helemaal geen impact heeft op hun bedrijfsstrategie. Er is duidelijk meer bewustwording nodig.

Daarom lanceerde LeaderXXchange in samenwerking met Spencer Stuart European Board Practice in 2017 de Investor-Director ESG Working Group. Deze internationale werkgroep bestaat uit zes commissarissen en zes beleggers en maakt gebruik van een collaboratieve en systematische aanpak om een roadmap te creëren. Deze roadmap zal RvC's handvatten bieden om zich snel aan te passen aan de 'new normal'.

De werkgroep heeft verschillende belangrijke bevindingen gedaan:

**1. Het ontbreekt commissarissen aan kennis over klimaatverandering en andere duurzaamheidskwesties.**

Sommige commissarissen hebben een solide kennis, maar een overgrote meerderheid weet weinig over de impact van klimaatverandering en andere milieu- en sociale issues op de bedrijfsoperaties, de strategie en het bedrijfsmodel. Bij degenen die een grondige kennis hebben, komt die vaak voort uit persoonlijke interesse. Dit gebrek aan kennis is een serieuze belemmering voor effectief toezicht op duurzaamheidskwesties.

Onze werkgroep ontdekte dat maar weinig bedrijven die kloof aan het dicht zijn, ondanks een toename van het aanbod van diverse trainingen op dit gebied. Bedrijven moeten worden aangemoedigd om commissarissen interne training te geven over duurzaamheid en/of mogelijkheden bieden om deze extern te verkrijgen.

**2. Hoewel duurzaamheid vaker voorkomt op de agenda van adviserende comités, zoals Corporate Social Responsibility (CSR), risk en remuneratie, staat het zelden op de agenda van de voltallige RvC.**

Sommige RvC's zien ESG niet als hoofdzaak; het is volgens hen niet een 'need to have', maar meer een 'nice to have'. Andere zijn zich er niet van bewust dat beleggers ESG-zaken steeds belangrijker vinden. Milieu- en sociale issues waren van oudsher een topic voor SRI-beleggers, maar zijn dat ook steeds meer voor traditionele beleggers. Comités kunnen diep in dit onderwerp duiken, maar door het op de agenda van



Nina Hodzic

de RvC te zetten, wordt het strategisch belang voor de RvB pas duidelijk.

### 3. Beleggers vinden de traditionele CSR-roadshows niet heel effectief.

Of een roadshow effectief is of niet, hangt af van de doelstelling. Wat zijn de verwachtingen van het bedrijf en zijn deze in lijn met de verwachtingen van de beleggers? Zie Figuur 1 voor een schematische weergave.

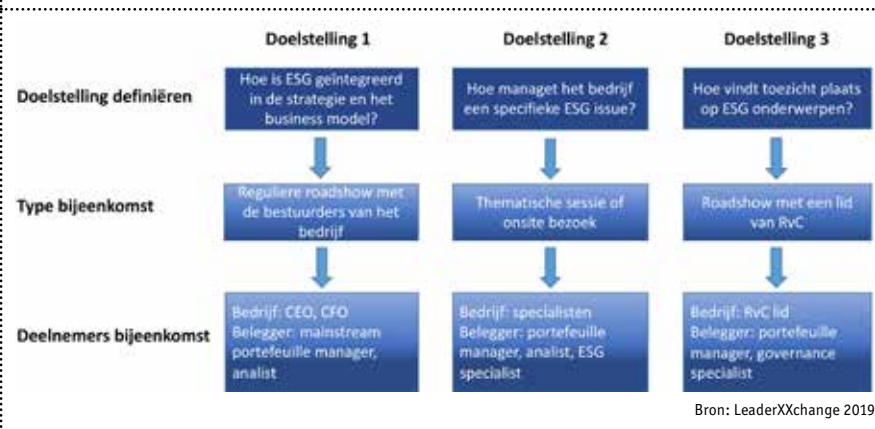
Als een bedrijf wil dat beleggers meer leren over een specifieke ESG-zaak (bijvoorbeeld een complex en technisch issue zoals schaliegas en hoe het bedrijf met de betreffende risico's omgaat), dan kan een thematische sessie of een onsite bezoek heel effectief zijn. Als de doelstelling is om de traditionele beleggers op de hoogte te brengen van hoe het bedrijf ESG-factoren integreert in de strategie en het bedrijfsmodel, dan is een dialoog met de CEO of CFO veel effectiever dan met het hoofd van de CSR-afdeling.

Beleggers zouden ook meer engagement-mogelijkheden met de commissarissen toejuichen. De bereidheid van commissarissen om in gesprek te treden met de beleggers wordt als een heel positief teken gezien. Het zegt veel over de cultuur binnen de RvC en over hoe serieus de commissarissen hun toezichtsrol nemen.

### 4. CFO-leiderschap op het gebied van ESG is cruciaal voor langetermijnwaardecreatie.

Risicobeheer omtrent klimaatverandering en duurzaamheid hoort door de top van de organisatie te worden gedragen. We ontdekten dat CFO's en investor relations dit onderwerp nauwelijks bespraken met de RvC. Het ontbreken van een discussie over deze onderwerpen kan zowel voor de RvC als voor beleggers een signaal zijn dat het management het strategisch belang en de financiële impact van deze onderwerpen niet voldoende onderkent.

Figuur 1: Hoe kan ESG dialoog tussen bedrijven en beleggers verbeterd worden?



Onderzoek<sup>3</sup> laat zien dat CFO's die beter gebruikmaken van ESG-data twee keer beter in staat zijn om voorspellingen te doen voorbij de twaalf maanden-tijdshorizon en tweeënhalf keer beter in staat zijn om te reageren op marktveranderingen.

Gezien het belang dat zowel beleggers als bedrijven hechten aan integrated thinking en reporting, zouden CFO's dit onderwerp op hun prioriteitenlijst moeten hebben.

### 5. Beleggers moeten proactief duurzaamheidsissues aan de orde stellen bij bestuurders.

Het is essentieel dat traditionele beleggers (portefeuillemanagers en analisten) kritische vragen (blijven) stellen over materiële ESG-zaken aan CEO's en CFO's van bedrijven waarin ze beleggen. Anders zullen bedrijven blijven claimen dat beleggers niet echt geïnteresseerd zijn in deze issues en zullen bedrijven deze onderwerpen ook niet proactief aan beleggers presenteren. Deze vicieuze cirkel moet doorbroken worden. Alleen dan zal ESG echt mainstream worden: volledig geïntegreerd in de bedrijfsvoering en in het beleggingsproces.

Onze roadmap 'in the making' heeft als doel de samenwerking tussen beleggers en commissarissen te bevorderen. In een tijd waarin bedrijven met

ongekende ESG-uitdagingen en -kansen te maken hebben, horen beide groepen hun verantwoordelijkheid te nemen om positieve impact te bewerkstelligen. «

1 Zie bijvoorbeeld een recente studie van Harvard University 'Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality' door Khan, Serafeim en Yoon (februari 2017) [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2575912](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2575912)  
 2 <https://www.pwc.com/us/en/services/governance-insights-center/library/annual-corporate-directors-survey.htm>  
 3 [http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2017/09/1440\\_IR\\_CreatingValue\\_IIRC.pdf](http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2017/09/1440_IR_CreatingValue_IIRC.pdf)

Dit artikel is geschreven door Nina Hodzic, lid adviesraad LeaderXXchange en Sophie L'Hélias, oprichter LeaderXXchange en tevens onafhankelijk commissaris bij Kering S.A. en bij Africa50.



Sophie L'Hélias

# WELKE IMPACT HEBBEN ESG-FACTOREN OP VASTGOEDRENDEMENTEN?

Door Dan Grandage

**Vastgoedspecialisten van Aberdeen Standard Investments analyseren aan de hand van een eigen database welke invloed duurzame factoren hebben op het financieel rendement.**

Binnen de vastgoedindustrie neemt de populariteit van ESG-strategieën snel toe. Beleggers krijgen steeds meer aandacht voor duurzame factoren, zoals de wijze waarop een fondsbeheerder omspringt met milieu- en sociale vraagstukken. Die interesse werd eind 2018 verder aangewakkerd door de

publicatie van een rapport van het Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) over de impact die de opwarming van de aarde heeft. Met het oog op de toekomst hebben vastgoedbeleggers sterke argumenten om duurzame factoren in het beleggingsbeleid te implementeren. Maar is het mogelijk om precies aan te tonen welke invloed deze factoren hebben op het financieel rendement?

Voordat we duurzame criteria een meer prominente plaats kunnen geven in het beleggingsproces, is het zaak om eerst scherp in beeld te krijgen wat het verband is tussen ESG-factoren en de onderliggende financiële prestaties. Met dit doel hebben we een database ontwikkeld. Daarin leggen we een groot aantal gebouwen in door ons beheerde vastgoedportefeuilles op allerlei manieren langs de duurzame meetlat. Dat levert allerlei interessante inzichten op.

Het eerste is dat er wel degelijk een relatie is tussen ESG-factoren en financieel rendement, ondanks dat sommige sceptici daar nog steeds vraagtekens bij zetten. In het onderzoek is tot nu toe op geen enkele manier een aanwijzing te vinden dat de integratie van duurzame criteria nadelige gevolgen heeft. Aan de andere kant zijn de positieve effecten in verschillende gevallen duidelijk aan te tonen. In onze

*Er is wel degelijk een relatie tussen ESG-factoren en financieel rendement.*

ogen kan degelijk beheer van ESG-risico's dan ook niet los gezien worden van goed vastgoedbeheer, aangezien die onlosmakelijk met elkaar verbonden zijn.

## **LASTIG VERGELIJKEN**

Analyseren hoe financiële en duurzame factoren in elkaar grijpen in de vastgoedwereld is een complexe aangelegenheid. Dat is deels het gevolg van het heterogene karakter van onroerend goed. Er zijn heel weinig vastgoedobjecten die zich goed met elkaar laten vergelijken, aangezien er bijna altijd verschillen zijn in bijvoorbeeld locatie, leeftijd of andere eigenschappen. De uitdaging wordt nog groter als je probeert in kaart te brengen welke invloed ESG op het rendement heeft.

ESG is namelijk geen eendimensionale indicator, maar een verzamelnaam voor



Dan Grandage

allerlei duurzame risico's en kansen die invloed hebben op de waardeontwikkeling van een vastgoedinvestering. Daarbij kan gedacht worden aan thema's zoals klimaatverandering, milieu, bevolkingsdynamiek en technologische verandering. Het is niet eenvoudig om al die zaken uit te filteren naar een overzichtelijk aantal ESG-criteria.

Aangezien het als gevolg van alle ruis heel lastig is om een directe link te leggen met het beleggingsrendement, hebben we ervoor gekozen om de invloed van duurzame factoren op de huuropbrengsten te analyseren. In theorie zouden deze opbrengsten hoger liggen naarmate een gebouw duurzamer is. Huurders hebben een voorkeur voor betere gebouwen en bovendien vertalen zaken zoals betere isolatie en lokale energiewinning zich naar lagere energiekosten. Hoewel er allerlei aanwijzingen zijn dat de praktijk dit beeld weerspiegelt, kan dat op basis van de huidige informatie nog niet onomstotelijk worden bewezen.

Voor het trekken van harde conclusies moeten eerst nog veel meer gegevens van vergelijkbare panden in dezelfde buurt worden verzameld. Bij voorkeur hebben die panden een vergelijkbare omvang, leeftijd en kwaliteit. Zelfs als grootste verhuurder in Groot-Brittannië beschikken wij nog altijd niet over een voldoende grote steekproef om die factoranalyse nauwkeurig te maken.

### TIJD OM TE METEN

Het leggen van een verband tussen verschillende ESG-factoren en het financieel rendement van vastgoedinvesteringen is extra lastig, omdat er nog maar over een vrij korte periode data zijn verzameld. Hierdoor kan vaak niet onomstotelijk aangetoond worden dat positieve effecten het gevolg zijn van ESG-eigenschappen, en niet van marktbevingen of andere zaken.

Daar komt bij dat het voordeel van een integratie van duurzame criteria zich waarschijnlijk pas op de lange termijn uitbetaalt. Het gaat bijvoorbeeld flink



wat jaren duren voordat belangrijke thema's, zoals klimaatverandering, grote impact krijgen op de financiële rendementen – hetzij door nieuwe regelgeving of door het fysieke effect. Deze periode is veel langer dan het tijdsframe waarover in de financiële wereld de beleggingsprestaties worden gemeten.

Onze eerste ervaringen met het analyseren van ESG-factoren zijn voor ons aanleiding om het initiatief flink uit te breiden. Een voorbeeld daarvan is het toevoegen van alle directe vastgoedactiva onder ons beheer. Het is een kwestie van tijd voordat we meer inzicht kunnen verschaffen in de relatie van ESG-factoren en financiële rendementen. Bovendien houden we bij eventuele aankopen en bij het opstellen van de jaarplanning al rekening met duurzame criteria. Ons ESG-scoresysteem wordt inmiddels ook gebruikt bij het voorspellen van toekomstige cashflows.

### SAMENWERKEN VOOR VERANDERING

Een van onze conclusies na het creëren van de ESG-database en het analyseren van informatie, is dat meer samenwerking noodzakelijk is voor het zetten van de volgende stap. Als gelijkgestemde vastgoedeigenaren hun informatie over beleggingsrendementen en duurzame factoren delen, kunnen we daar gezamenlijk de vruchten van plukken.

Voorlopig blijven wij ons inzetten voor het verweven van duurzame criteria in het beleggingsbeleid – zowel binnen de vastgoedindustrie als andere beleggings-

categorieën. Onze verwachting is dat onze initiatieven uiteindelijk aantonen dat een slimme integratie van ESG-factoren niet alleen leidt tot een hoger financieel rendement, maar ook tot een lager risicoprofiel op de lange termijn. In de kern is het goed, modern beleggingsbeleid met voordelen voor de samenleving, de huurders en onze klanten.

Graag willen we een open discussie opstarten over het linken van ESG-factoren naar financieel rendement. Maar als eerste stap zou u zich de volgende vraag moeten stellen: 'Als het mogelijk is om een marktconform rendement te halen en ook een positieve invloed te hebben op maatschappij of milieu, wat let u dan nog?' «

- Integratie van ESG-criteria heeft geen enkele negatieve impact op het rendement.
- Het meten van positieve effecten is echter een complexe aangelegenheid.
- Langere tijdsreeksen en betere samenwerking bieden straks nieuwe inzichten.

**Dit artikel is geschreven door Dan Grandage, Head of ESG, Real Estate bij Aberdeen Standard Investments.**



DOOR FRANK VAN BLOKLAND, DIRECTEUR VAN DE VERENIGING VAN INSTITUTIONELE BELEGGEREN IN VASTGOED NEDERLAND (IVBN)

# COLUMN

## Onderzoek vastgoedportefeuilles

Opnieuw blijken er grote verschillen te zijn in de samenstelling en daarmee ook het rendement van Nederlandse institutionele vastgoedportefeuilles. Het gemiddelde (gewogen) rendement over de periode 2010-2016 bedroeg 9,8%. Mooi!

In 2013 publiceerde IVBN een studie naar de samenstelling en rendementen van de vastgoedportefeuilles van institutionele beleggers (verzekeraars en pensioenfondsen). De 40 grootste fondsen zijn toen benaderd om data aan te leveren met betrekking tot de samenstelling en de rendementen van hun vastgoedportefeuilles voor de periode 2000-2012. IVBN en de Amsterdam School of Real Estate (ASRE) hebben dat onderzoek nu herhaald voor de periode 2010-2016.

De 40 benaderde institutionele beleggers hadden in 2016 gezamenlijk € 130 miljard belegd vermogen in vastgoed. Dit is goed voor ruim 60% van het totale vermogen dat in vastgoed wordt belegd door institutionele beleggers. Van 23 van de 40 benaderde partijen zijn gegevens ontvangen; deze partijen hadden in 2016 gezamenlijk bijna € 100 miljard vermogen in vastgoed belegd. Daarmee wordt in dit onderzoek circa 46% van het belegd vermogen in vastgoed door institutionele beleggers geanalyseerd.

Uit de resultaten blijkt dat de gemiddelde (gewogen) vastgoedportefeuille voor 18% uit direct vastgoed bestaat, voor 38% uit beursgenoteerd vastgoed en voor 44% uit indirect (niet-beursgenoteerd) vastgoed. Geografisch gezien bestaat de gemiddelde (gewogen) vastgoedportefeuille voor 23% uit Nederlands vastgoed,

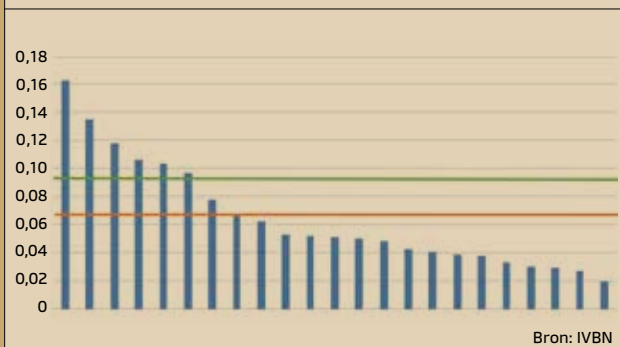
voor 28% uit Europees vastgoed, voor 27% uit vastgoed in Noord-Amerika en voor 21% uit vastgoed in Azië. Opvallend is dat de verzekeraars vrijwel hun gehele vastgoedportefeuille Europees hebben belegd. Het aandeel van het vastgoed dat belegd is in Azië is over de jaren heen gestegen, ten koste van het aandeel dat belegd is in Noord-Amerika.

Sectoraal gezien bestaat de gemiddelde (gewogen) vastgoedportefeuille voor 12% uit kantoren, voor 24% uit woningen, voor 31% uit retail, voor 21% uit industrieel en logistiek vastgoed en voor 12% uit overig of gemengd (multisector) vastgoed. Over de jaren heen is een verschuiving zichtbaar van kantoren naar woningen. Over het algemeen is een vrij grote sectorale diversificatie zichtbaar; bijna alle deelnemers beleggen in meerdere sectoren.

In 2010, 2012 en 2014 was er sprake van een grote verscheidenheid aan rendementen, met een range van 30 procentpunten. In 2011, 2013 en 2016 is zichtbaar dat de rendementen dichter bij elkaar liggen. Verder kan uit het onderzoek worden herleid dat het gemiddelde ongewogen rendement in de periode 2010-2016 gelijk is aan 6,5%, en het gemiddelde gewogen rendement gelijk is aan 9,8%. De grotere institutionele beleggers weten (per euro) een hoger rendement te behalen.

Figuur 1 gaat verder in op de verschillen tussen de rendementen die de deelnemers aan dit onderzoek hebben behaald. Figuur 1 laat het gemiddelde vastgoedrendement per deelnemer zien over de periode 2010-2016. De onderste lijn geeft het (ongewogen) gemiddelde rendement weer, de bovenste lijn het gewogen gemiddelde rendement. Hieruit is af te leiden dat deelnemers met een grotere portfolio een hoger rendement behalen, aangezien het gewogen gemiddelde rendement (bovenste lijn) hoger ligt dan het ongewogen gemiddelde rendement (onderste lijn). «

**Figuur 1: Gemiddelde rendementen deelnemers over de periode 2010 - 2016**



# SUSTAINABLE INVESTING IS IN THE PROCESS OF GROWING UP

By Jane Ambachtsheer

**While unparalleled progress to address the world's biggest sustainability challenges has been made, it has been tempered by political instability and populism. How can asset managers make a difference?**

Enlightened asset managers and asset owners have the potential to embrace their role as future makers. They can use their assets and influence to push for a sustainable world – one that facilitates their ability to generate long term returns for their clients, with the added benefit that we end up with a world into which people actually want to retire.

Growing up is a process of refining and further embedding the concepts and tools that leading investment professionals have been using for years. Part of our company's 'growing-up' process has been to provide more governance, structure and support to the sustainable investment practices. We are strengthening our acclaimed sustainable investment team, reflecting our commitment and ambition.

## **GOING FURTHER: THE CLOCK IS TICKING**

In addition to growing up, the field – out of necessity – must go further. In a Special

Report on Global Warming of 1.5°C (October 2018), the Intergovernmental Panel on Climate Change concluded that limiting the rise in average global temperatures to 1.5°C is still possible, but time is short. We have 12 years left at the current run rate for annual CO<sub>2</sub>-emissions for a 66% chance of achieving a 1.5°C outcome.

BNP Paribas Asset Management has launched a climate change strategy and more recently, together with 400 investors representing USD 32 trillion of assets, we supported the launch of The Investor Agenda, which commits us to accelerate and scale up actions that are critical to achieving the Paris Accord target in four areas: investment, corporate engagement, investor disclosure and policy advocacy.

Although these actions focus on climate, which clearly requires drastic, short term attention, we are also concerned about critical issues such as pollution, land-use and inclusivity, which are affecting our investments, our economy and our clients' quality of life.

## **RISING TO THE CHALLENGE**

A sustainable world requires sustainable financing and investment. To get there, the investment community must rise to the challenge and look more closely at what we do – and do not – invest in. We also need to allocate sufficient resources to engage with the companies in our portfolios and with the policymakers who create the rules of engagement.

We are scaling up our work to match the level of today's challenges. We believe it is important to have a strong voice in the markets in which we invest. We are involved in crucial initiatives such as the European Institutional Investors Group on Climate Change, the PRI, the EU Technical Expert Group and the FSB Task Force on Climate Related Financial Disclosure (TCFD).

## **FOR OUR CLIENTS, AND BEYOND**

Sustainable investing allows us to better manage the risks – and pursue the opportunities – associated with the energy transition, environmental sustainability and inclusive growth.

We are using our voice and our leverage to push for the appropriate management of sustainability issues such as climate change over the long term.

Investors should expect enhanced ESG portfolio-level reporting and portfolio-wide reports on our ambitious policy advocacy agenda and on how we have voted and engaged on their behalf.

We cannot be passive 'takers' of the future world – we must build the world we want, and need, for our investments and our clients, and for the generations that follow. «

.....  
**This article was written by Jane Ambachtsheer, Global Head of Sustainability at BNP Paribas Asset Management.**



Photo: Archive BNP Paribas Asset Management

Jane Ambachtsheer

# Tijd van grote klimaataakkoorden is voorbij

DOOR JOOST VAN MIERLO

Verstrekkende klimaataakkoorden behoren waarschijnlijk tot het verleden. Steeds meer landen hebben geen trek in de komst van de internationale VN-politie om hen op de vingers te tikken. Dat is jammer, maar geen onoverkomelijk probleem.

Dat stelt Louise van Schaik, specialist op het gebied van internationale betrekkingen met name wat betreft klimaatverandering en de 'groene' economie in het algemeen. Ze is werkzaam op Instituut Clingendael en volgt de ontwikkelingen rondom milieu op de voet. Nederland was ooit een gidsland

op dit gebied. Dat is niet langer het geval, aldus Van Schaik. Met name op het gebied van duurzame energie en het hergebruik van grondstoffen en andere artikelen, zijn andere landen ons land voorbijgeschoten.

**Het Klimaatakkoord van Parijs leek een doorbraak. Maar het was ook vaag. Na de Verenigde Staten overweegt nu ook Brazilië zich terug te trekken. Is het akkoord daardoor waardeloos geworden?**

'Het maakt in ieder geval duidelijk hoe complex dat soort internationale akkoorden zijn. De conclusies van Parijs waren vooral intenties. Er werden geen bindende afspraken gemaakt. Daarover kon niemand het eens worden. Alleen in de Europese Unie zijn de aanbevelingen omgezet in concrete wetgeving, die niet zomaar door een andere regering kan worden aangepast. Dat geeft te denken.

De positie van de Verenigde Staten is duidelijk. Onder een Democratische regering was er in ieder geval nog de bereidheid om samen om de tafel te gaan zitten. Nu waait daar een heel andere wind. De recente geluiden vanuit Brazilië zijn vergelijkbaar.'

**Kunnen we niet veel meer van dit soort akkoorden verwachten?**

'Het enige echt succesvolle multilaterale akkoord is het Ozon-protocol uit 1987. Maar dat was wellicht gemakkelijk omdat er slechts gewerkt hoefde te worden met een beperkt aantal producenten. Het belangrijkste verschil is echter dat de wereld er indertijd heel anders uitzag. De Verenigde Staten en de Europese Unie waren toen nog in staat om de rest van de wereld hun wil op te leggen. Dat is niet langer het geval.'

**Als het om de circulaire economie gaat en afvalscheiding en recycling in het bijzonder, dan zijn talloze andere landen veel verder.**



Foto: Studio Oostrum, Den Haag

## CV

- 1980 Geboren in Woerden
- 2003 Studie Bestuurskunde Leiden
- 2002 Werkzaam bij CEPS Brussel
- 2006 In dienst bij Clingendael
- 2010 Promotie aan KU Leuven
- 2014 Gastprofessor aan het Europa College in Brugge
- 2018 Gastdocent aan de Universiteit Leiden (Master International Relations & Diplomacy)



## **Nederland was ooit een gidslid op het gebied van klimaatverandering en de 'groene' economie in het algemeen. Dat is niet langer het geval.**

### **Hebben China en India met andere woorden geen zin om hun economische groei te laten stikken door milieumaatregelen die hen door het Westen worden opgelegd?**

'Dat was het geluid dat je in ieder geval vanuit India tot enkele jaren geleden hoorde. Maar die landen hebben ook hun eigen milieuproblematiek. De vieze lucht in Chinese steden is een serieus probleem. De bevolking begint te morren. Een volksoptocht is het laatste wat het communistische China zich kan veroorloven.'

Bovendien omarmt de Chinese regering de mogelijkheden die de groene economie biedt. Op sommige gebieden zijn Chinese fabrieken toonaangevend op dit gebied, kijk maar naar de batterijtechnologie.'

### **Wat is het alternatief voor verstrekkende akkoorden?**

'De EU heeft een belangrijke rol. Het is nog altijd het grootste economische blok ter wereld. Het kan producenten allerhande eisen opleggen, iets wat in de praktijk ook gebeurt.'

De rol van belangenorganisaties blijft wezenlijk. Het is cruciaal om te blijven hameren op het belang van duurzaamheid. Het gaat daarbij ook om het ter verantwoording roepen van bestuursvoorzitters. Vooral Westerse CEO's kloppen zichzelf op de borst als het gaat om het duurzame beleid. Maar hoe zit het met de carbon footprint en hoe ziet het waterbeheer eruit? Ik denk dat de groene boekhoudregels en de groene regels voor beursgenoteerde bedrijven nog verder aangescherpt kunnen worden. En het blijft van belang dat daar ook door externe partijen wordt getoetst. De 'naming en shaming' van bedrijven die zich niet aan hun beloftes of regels houden, is en blijft een krachtig drukmiddel. Het zou daarbij goed zijn als de aandacht niet alleen op Westerse bedrijven wordt gericht, maar ook op bijvoorbeeld Chinese bedrijven.'

### **De publieke opinie als pressiemiddel. Wat ziet u als de belangrijkste ontwikkelingen als het gaat om het bewustzijn rond de milieuproblematiek?**

'Ik denk echt dat mensen zich steeds bewuster worden van de problemen die gepaard gaan met klimaatverandering. Ik ben daar overigens niet naïef in. Mensen snappen wel dat biologisch vlees beter is voor het milieu dan gewoon vlees, maar als dat twee keer zo duur is, blijven ze wel gewoon vlees kopen. Het is dus een geleidelijk proces.'

Het meest bemoedigend acht ik de ontwikkelingen rond plastic en vooral het afval. Daar heeft de laatste jaren echt een grote verandering plaatsgevonden. Mensen realiseren zich dat je de aarde niet als een grote vuilnisbelt kunt behandelen. De gevolgen van vooral al het plastic in zee staan nu veel duidelijker op het netvlies.'

En dan heb je natuurlijk nog de Sustainable Development Goals van de Verenigde Naties. Ze betekenen niet dat er meteen een transformatie plaatsvindt, maar het is van groot belang dat alle overheden gevraagd wordt wat ze doen om de doelstellingen te verwezenlijken.'

### **De afgelopen tijd is in Nederland veel gesproken over de nieuwe Klimaatwet. Wat vindt u van de discussie?**

'Het is op zichzelf vrij ambitieus wat er wordt gevraagd, al is het maar de vraag of het kabinet de hele discussie overleeft. De ambitie is echter nodig. Het is allang niet meer zo dat Nederland een voorloper is op het gebied van duurzaamheid. Als het om de circulaire economie gaat en afvalscheiding en recycling in het bijzonder, dan zijn talloze andere landen veel verder.'

Andere landen hebben ook een koolstofheffing op industriële uitstoot ingevoerd, dat is in Nederland nog niet het geval. En wat betreft duurzame energie behoren we tot de achterhoede in Europa. Nee, het is zeker niet zo dat we nog als een gidslid kunnen worden gezien.'

### **Iets heel anders. U heeft zich in het verleden ook verdiept in de gevolgen van de klimaatverandering voor de vluchtelingenproblematiek in Noord-Afrika. Wat zijn daar de belangrijkste ontwikkelingen?**

'Dat is natuurlijk een heel complex vraagstuk. Maar het is steeds duidelijker dat er een direct verband bestaat tussen vluchtelingenstromen en de verandering van het klimaat, of het nu droogte is of overstromingen. Het is noodzakelijk om de grondoorzaken aan te pakken. Dat vergt aanzienlijke investeringen. Er gaat wel wat geld naar dit soort gebieden, maar als we bijvoorbeeld naar Mali kijken, dan is het geld dat via dit soort hulp binnenkomt, slechts een schijntje vergeleken met de bedragen die naar het Westen vertrokken Malinezen naar huis sturen. En zolang een beter perspectief in het Westen lokt, zal de drang om te vluchten, blijven bestaan.' «

VS en EU kunnen wereld niet langer wil opleggen.

Andere landen zijn Nederland voorbijgestreefd op milieugebied.

Steeds meer inzicht in rol klimaat voor vluchtelingenproblematiek.

# SBBS ALS REDDINGSBOEI VOOR DE EUROZONE?

Door Hans Hintzen

**De Europese Commissie heeft een voorstel gepubliceerd voor een verordening betreffende Sovereign Bond-Backed Securities (SBBS). SBBS worden gepresenteerd als een alternatief voor eurobonds. De vraag is of SBBS levensvatbaar zijn.**

## EUROBONDS

In november 2011 heeft de Europese Commissie (EC) een groenboek gepubliceerd over de financiering van overheidsschuld door middel van eurobonds. Met eurobonds zouden eurozone-lidstaten gezamenlijk hun binnenlandse overheidsschuld kunnen financieren. Eurobonds hadden de gewogen gemiddelde financieringskosten van de lidstaten van de eurozone kunnen verlagen. Daarnaast hadden eurobonds een bijdrage kunnen leveren aan de financiële stabiliteit in de

eurozone. Het besmettingsrisico zou met eurobonds verminderd worden. Eurobonds hadden ook een oplossing kunnen bieden voor de zogenoemde 'doom loop', de vicieuze cirkel tussen banken en staten. Banken in de eurozone zijn geneigd te beleggen in staatsobligaties uitgegeven door hun thuisstaat. Als gevolg hiervan heeft een vermindering van de kredietwaardigheid van de lidstaat waarin banken zich bevinden, een negatieve invloed op de kredietwaardigheid van die banken.

Het voorstel heeft het echter niet gehaald. Het inherente element van verliesdeling (loss mutualisation) bij eurobonds brengt met zich mee dat kredietwaardige lidstaten minder kredietwaardige lidstaten zouden subsidiëren, waarvoor onvoldoende politiek draagvlak aanwezig was. Eurobonds herbergen bovendien een hoog gehalte aan moral hazard risico. Minder kredietwaardige lidstaten zouden geen stimulans voelen om hun economieën te hervormen en hun begrotingsbeleid op orde te brengen. Het werd duidelijk dat het voorstel onuitvoerbaar was, ondanks de potentiële voordelen van eurobonds voor de eurozone als geheel.

## SOVEREIGN BOND-BACKED SECURITIES

Op 24 mei 2018 heeft de EC een voorstel voor een verordening betreffende SBBS gepubliceerd. De EC presenteert SBBS als een alternatief voor eurobonds. SBBS zijn in essentie securitisaties van

*Met SBBS kunnen beleggers exposure verkrijgen ten opzichte van de hele eurozone.*

door eurozone-lidstaten uitgegeven staatsobligaties. Met SBBS kunnen beleggers exposure verkrijgen ten opzichte van de hele eurozone. Daarnaast bieden SBBS eurozone-lidstaten een extra financieringsinstrument. Een Europees schuldinstrument kan volgens de EC bovendien bijdragen aan het verbreken van de nexus tussen banken en hun thuisstaat.

Het is de bedoeling dat SBBS worden gestructureerd door de private sector. Eurozone-lidstaten hebben zelf geen actieve bemoeienis met de uitgifte van SBBS. De onderliggende portefeuille van een uitgifte van SBBS bevat alleen staatsobligaties die zijn uitgegeven door staten die deel uitmaken van de eurozone. Het relatieve gewicht binnen de onderliggende portefeuille staatsobligaties is gekoppeld aan de ECB capital key, de mate waarin lidstaten bijdragen aan het kapitaal van de Europese Centrale Bank.



Hans Hintzen

**SBBS bieden eurozonelidstaten een extra financieringsinstrument.**

Een uitgifte van SBBS moet bestaan uit een senior tranche, die 70 procent van de nominale waarde van de uitgifte vertegenwoordigt, en een of meer achtergestelde tranches. Het aantal en de nominale waarde van de achtergestelde tranches worden overgelaten aan de Special Purpose Vehicle (SPV) die de SBBS uitgeeft, met dien verstande dat de meest achtergestelde tranche, de junior tranche, ten minste 2 procent van de nominale waarde van de uitgifte moet vertegenwoordigen. De achtergestelde tranches vangen de eerste verliezen op en verschaffen daarmee credit enhancement aan de senior tranche, waardoor het kredietrisico dat gepaard gaat met een belegging in de senior tranche relatief gering zou zijn.

### REGULATOIRE CONTEXT

De verdeling van verliezen wordt bij SBBS bepaald door de mate van achterstelling van de tranches. Dit betekent dat SBBS regulatorisch als securitisaties moeten worden behandeld. Voor banken die SBBS houden, zou de behandeling ervan als securitisaties gepaard gaan met hoge kapitaalvereisten, terwijl staatsobligaties van EU-lidstaten een risicoweging krijgen van nul procent. Als dit ongunstige element in de regulatorische behandeling van SBBS ongewijzigd zou blijven, dan zou de introductie van SBBS reeds bij voorbaat gedoemd zijn te mislukken. Voor de toepasselijke kapitaaleisen stelt de SBBS-verordening daarom voor om SBBS op dezelfde manier te behandelen als staatsobligaties van EU-lidstaten,

ongeacht de mate van achterstelling van de tranche waarin wordt belegd.

Vanwege hun regulatorische kwalificatie als securitisaties is ook de securitisatieverordening van toepassing op SBBS. De voorgestelde SBBS verordening gaat hier echter aan voorbij. Het zogenoemde risk retention vereiste is niet van toepassing bij een uitgifte van SBBS. De securitisatieverordening bepaalt namelijk dat het risk retention vereiste niet van toepassing is bij een securitisatie van exposures jegens overheden. Bepaalde andere vereisten op grond van de securitisatieverordening zijn echter wel van toepassing bij SBBS, zoals de due diligence-verplichtingen voor institutionele beleggers. Deze due diligence-vereisten voor institutionele beleggers zijn ontwikkeld met het oog op beleggingen in werkelijke securitisaties en zijn niet erg toepasbaar bij SBBS. De transparantieverplichtingen voor de bij een securitisatie betrokken partijen zijn een ander voorbeeld van een regel die niet goed werkt in de context van een uitgifte van SBBS. Ook de criteria voor kredietverlening van de securitisatieverordening zijn niet zinvol bij een uitgifte van SBBS.

Het is onduidelijk waarom de EC er niet voor heeft gekozen om de securitisatieverordening buiten toepassing te verklaren in de voorgestelde SBBS-verordening. Het beleggen in SBBS, evenals het structureren van een uitgifte van SBBS, wordt door toedoen van de toepasselijkheid van het regulatorische kader voor securitisaties een compliance-nachtmerrie. Terwijl de belangrijkste drijfveren voor de wettelijke vereisten voor securitisaties – informatieasymmetrie en het mogelijk ontbreken van alignment of interest – minder snel aanwezig zullen zijn bij een uitgifte van SBBS. Het was beter geweest om te bepalen dat SBBS niet moeten worden opgevat als securitisaties. De toepasselijkheid van de securitisatieverordening kan de private sector ontmoedigen om SBBS te structureren en kan beleggers ervan weerhouden om in SBBS te beleggen.

### DE LEVENSVATBAARHEID VAN SBBS

Een aantal van de problematische kenmerken van eurobonds, zoals loss mutualisation, doen zich niet voor bij SBBS. Desalniettemin is het voorstel om SBBS in te voeren overwegend met scepsis verwelkomd. Met name in Noord-Europa werd betoogd dat SBBS moral hazard risico met zich meebrengen. Het voorstel van de EC is daarmee controversieel. Het valt te bezien of het de eindstreep bereikt. Het valt ook te bezien of de private sector bereid zal zijn SBBS te structureren. Ook is het nog maar de vraag of beleggers belangstelling hebben voor dit nieuwe type activa. De toepasselijkheid van de securitisatieverordening kan beleggers afschrikken. De EC heeft het effect dat de toepasselijkheid van de securitisatieverordening kan hebben op de levensvatbaarheid van SBBS mogelijk onderschat. «

- De EC presenteert SBBS als een alternatief voor eurobonds.
- SBBS zijn in essentie securitisaties van door eurozone-lidstaten uitgegeven staatsobligaties.
- Voor de toepasselijke kapitaaleisen wordt voorgesteld om SBBS op dezelfde manier te behandelen als staatsobligaties van EU-lidstaten, ongeacht de mate van achterstelling van de tranche waarin wordt belegd.
- De EC heeft het effect dat de toepasselijkheid van de securitisatieverordening kan hebben op de levensvatbaarheid van SBBS mogelijk onderschat.

**Dit artikel is geschreven door Hans Hintzen, juridisch adviseur en interim jurist financieel recht bij Hintzen Legal Solutions te Amsterdam.**

# FINANCIAL INNOVATION: DIRECT LENDING PLATFORMS HAVE OPENED UP THE SME LOAN ASSET CLASS FOR THE FIRST TIME

By Sachin Patel

Ten years on from the financial crisis, small businesses (SMEs) around the world are still underserved by traditional lenders. Direct lending platforms have evolved to successfully address this problem; in doing so they have opened up the SME loan asset class to a variety of investors thereby ensuring that the engine of the real economy has access to much-needed finance.

## SMALL BUSINESSES ARE THE ENGINE OF THE REAL ECONOMY BUT STRUGGLE FOR FUEL

Small businesses are the driving force of our global economy, providing about 50-60% of economic value and around

60-70% of jobs.<sup>1</sup> Since the nadir of the financial crisis, the number of small businesses has continued to grow and has been responsible for a large proportion of job creation. Across Europe, the small business environment is also in a strong position: interest rates and unemployment remain low and SME insolvency rates are stable.

Despite all of this, SMEs continue to struggle to access finance through traditional lenders. The reasons are now well understood and widely accepted - banks have structural and regulatory constraints and therefore it no longer makes commercial sense for them to serve this part of the market. This is compounded by a lesser long-term strategy and focus on these customers as SMEs have never neatly fitted into either the retail or corporate divisions of a bank and are often moved from one division to another. This results in little expertise that is consistently dedicated to their needs.

In times of uncertainty, banks will typically retreat even further from small business lending in order to retain capital. A classic example of this is the UK after the EU Referendum in 2016. At this time,

*The number of small businesses has continued to grow and has been responsible for a large proportion of job creation.*

net lending (i.e. total lending minus repayments) by the entire UK banking system fell significantly, dropping to negative levels for the first time since the financial crisis in the last quarter of 2017.<sup>2</sup>

The Netherlands is no exception. According to Dutch central bank figures, year-on-year growth of net lending to small and medium sized businesses was 2.4% in the first two quarters of 2018. However, when we look at net lending to just small businesses in the same period (where the loans made are under € 1 million), we see that it has also fallen.<sup>3</sup>



Sachin Patel

## EFFICIENTLY CONNECTING THE SUPPLY OF CAPITAL TO BORROWER DEMAND

Where traditional lenders do serve SMEs, the process is still as burdensome now as it was ten years ago. Loan applications are typically made in person and it can take months to get a decision either way.

The advent of sophisticated data analytics over the past decade has catalysed the development of direct lending platforms to serve SMEs. Small business owners can now apply within a few minutes at any time of the day, receive a loan decision within hours and the funds within days.

Furthermore, direct lending platforms have developed strong underwriting processes by combining proprietary risk models and cutting-edge technology with a wealth of industry-leading credit assessment expertise. With lending commitments from the largest institutional investors<sup>4</sup>, these platforms undergo the same level of scrutiny and thorough due diligence as traditional financial institutions.

A key feature that sets the direct lending platforms apart from traditional lenders is the wide variety of investors lending to SMEs through the platforms. Many partnerships have been forged between these platforms and large institutional investors, including many traditional lenders themselves.

## OPENING UP THE SME LOAN ASSET CLASS TO A WIDE VARIETY OF INVESTORS

As the industry has matured, retail investors have been augmented by larger institutional investors such as asset managers, pension funds, local and regional governments, public investment banks and supranational entities.

Diversifying the sources of funding helps to mitigate the impact of potential problems in the banking sector on the SMEs and their access to finance.<sup>5</sup> Consequently, the European Commission has explored ways to accelerate this diversification of funding from the capital markets, venture capital,

*Institutional demand for securitised loans is expected to grow significantly over the coming years.*

crowdfunding and the asset management industry.

At the same time, investors suffering from a decade-long environment of low interest rates have been searching for yield in the private credit markets. SME loans answer this demand as they can provide attractive yields in a relatively short duration asset. Investors then receive the returns they need whilst also being provided some mitigation in the event of interest rates rising in the future.

The relatively small loan sizes allow granular and diverse portfolios to be built that naturally lend themselves to securitisation. In an earlier joint paper, the Bank of England and the European Central Bank explained that securitisation, when properly done, is an important funding tool for smaller borrowers to access the largest pools of institutional capital.<sup>6</sup> Investors can buy a tranche of risk and return that they prefer in a listed and rated bond format. It also allows asset-backed security (ABS) investors to further diversify their own portfolios, which are typically concentrated in mortgages, credit cards and auto loans.

Well-functioning securitisation markets enable non-bank financial institutions to raise funding for their real economy lending, thereby providing an important alternative to traditional bank lending. Institutional demand for securitised loans is expected to grow significantly over the coming years.

## A BETTER DEAL FOR EVERYONE

For the first time, direct lending platforms have opened up a traditional asset class previously only available to the banks who were able to originate the loans via their branch networks.

These platforms can now support the growth of small businesses, which in turn drives much-needed job creation and powers the economy. Research from Oxford Economics found that when a business accesses finance through a lending platform, a ripple effect is seen through supply chains further boosting local communities. In 2017 alone, this activity unlocked 75,000 jobs and boosted global GDP by € 4.4 billion.<sup>7</sup>

Direct lending platforms have demonstrated their relevance and the important role they can play in the broader financial ecosystem. As the industry develops, the initial mission has remained unchanged; to increase the supply of funds to small businesses across the world by allowing the widest variety of investors to lend to them.

Welcoming a diverse mix of investors will help in creating a sustainable sector for the long term, where small businesses have multiple sources of potential credit rather than relying solely on banks as they have done in the past. «

- 1 OECD. Enhancing the Contributions of SMEs in a Global and Digitalised Economy, 2017.
- 2 Data taken from Bank of England 'Bankstats (Monetary & Financial Statistics)' – Table A8.1 'Monetary financial institutions' loans to non-financial businesses, by size of business' under 'Net loans (exc overdrafts)'.  
3 De Nederlandsche Bank. Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten, Nummer 16, December 2018.
- 4 AltFi. New institutional investor to fund £1bn of UK loans through Funding Circle, December 2018.
- 5 European Commission. Capital Markets Union: an Action Plan to boost business funding and investment financing, September 2015.
- 6 Bank of England & European Central Bank. The case for a better functioning securitisation market in the European Union, May 2014.
- 7 Oxford Economics, The Economic Impact of Lending, June 2018.

**This article was written by Sachin Patel, Chief Capital Officer at Funding Circle.**

# PENSIOEN (EN VERMOGENSBEHEER) VOLGENS 12 JONGE PROFESSIONALS

Door Jolanda de Groot

Financial Investigator legde een aantal jonge professionals een drietal vragen voor. Hoe ben je in de sector terechtgekomen? Wat is de grootste misvatting over pensioen onder jongeren? En wat moet een werkgever doen om voor jou aantrekkelijk te zijn?



Sujan Lahiri, Pensioenfondsbestuurder, FNV

## Hoe ben je in de pensioensector terechtgekomen?



> Ik heb in 2012 meegedaan aan de eerste ronde van PensioenLab. Ik werd meteen voorzitter van een deelteam dat zich ontfermde over een casus. Op een goede dag in mei mocht ik ons advies presenteren aan een zaal vol met mensen die ertoe deden in pensioenland. Blijkbaar werd mijn naam toen op een lijstje gezet, want een paar jaar later kreeg ik out of the blue een telefoontje dat ze bij een pensioenfonds een plekje hadden gecreëerd voor een jonge aspirant-bestuurder. Ook werd ik op het idee gebracht dat je van bestuurswerk je fulltime baan zou kunnen maken. Dat leek me wel wat. Na wat kennismakingsgesprekken, wat overigens wel wat tijd en moeite kostte om die in te laten plannen, ben ik bij dat fonds van start gegaan. Ook ging ik de modules van SPO A & B volgen. Zo is het balletje echt gaan rollen. Om de sector beter te leren kennen, heb ik dat jaar ook aardig wat seminars bezocht en nieuwe mensen leren kennen. Uiteindelijk bood de FNV mij een kans om bij meerdere pensioenfondsen bestuurder te worden. Aangezien ik de organisatie goed heb leren kennen vanwege de bij hen gevolgde SPO A modules, ben ik na een uitgebreid sollicitatieproces in dienst getreden bij het pensioenteam. Momenteel ben ik officieel bestuurder bij drie pensioenfondsen.

## Hoe ben je in de pensioenwereld terechtgekomen?



> Alweer bijna tien jaar geleden kwam ik per toeval met het onderwerp 'pensioen' in aanraking. Als pas afgestudeerd jurist, 23 jaar oud, maakte ik deel uit van het wetenschappelijk onderzoeksteam van de Universiteit Utrecht voor commissie De Wit, die destijds in opdracht van de Tweede Kamer onderzoek verrichtte naar de kredietcrisis. Het was spannend om daaraan mee te werken. Ik kreeg het onderwerp 'pensioenfondsen' naar mij toegeschoven; iets waar ik toen nog helemaal niets van afwist. Tijdens mijn studie was het onderwerp niet of nauwelijks aan bod gekomen. Met open blik stapte ik erin en vanaf dat moment is pensioen mij blijven boeien. Ik kreeg de kans om aan de universiteit onderzoek te doen naar pensioenfondsen en hun beleggingsproces. In die periode verdiepte ik me ook in de governance van pensioenfondsen. Het geheel van checks and balances – de dynamiek tussen de verschillende fondsorganen en de beheersing van de verscheidene uitbestedingsrelaties – interesseerde me enorm. Het besturen van een pensioenfonds leek me een mooie uitdaging.

In 2016 werd ik door FNV benaderd om te solliciteren naar de functie van pensioenbestuurder. Dat was een mooie kans, die ik niet voorbij heb laten gaan. Sindsdien ben ik benoemd tot bestuurder bij vier pensioenfondsen. Afgelopen november ben ik tevens voorzitter geworden van Stichting Pensioenlab, die tot doel heeft om de deelname en zichtbaarheid van jongeren in pensioenfondsen en pensioendiscussies te bevorderen. Opnieuw een mooie uitdaging.

## Hoe ben je in de pensioensector terechtgekomen?



> Van oorsprong ben ik fysio- en manueel therapeut. Daarna heb ik een studie bestuurskunde aan het instituut Beleid en Management van de Gezondheidszorg (Erasmus Universiteit) gedaan, 'bestuurskunde binnen de gezondheidszorg', zeg maar. Na deze opleiding wist ik niet direct wat ik wilde gaan doen. Ik ging terug in de praktijk als fysiotherapeut en daarmee bleef ik pensioen opbouwen bij ons beroepspensioenfonds, Stichting Pensioenfonds voor Fysiotherapeuten.

Op een druilerige zondagochtend eind 2011 besloot ik eens het folie van het pensioenmagazine te halen. Ik stuitte op een vacature die mij dermate prikkelde dat ik besloot te reageren. Ik wist eigenlijk helemaal niets van pensioenen en al helemaal niets van de sector. Het toenmalig bestuur had destijds al veel oog voor diversiteit (zowel in leeftijd, geslacht als profiel) en het versterken van de deskundigheid binnen het bestuur. Met name ten aanzien van het eerste punt paste ik goed in het plaatje (ik was destijds 29 jaar). Ik werd gevraagd voor het bestuur, in eerste instantie als aspirant. In het aspirant-jaar draaide ik volledig mee als bestuurslid, bezocht menige bijeenkomst om de sector te leren kennen en volgde scholing om concrete kennis op te doen.

Nu, 7 jaar later, heb ik geen seconde spijt gehad dat ik op die bewuste zondagochtend besloot te reageren. Binnen ons fonds ben ik ondertussen een van de meer ervaren bestuurders, plaatsvervangend voorzitter en, als voorzitter van de risicocommissie, sleutelfunctiehouder risicobeheer. Daarnaast ben ik sinds twee jaar bestuurslid bij SPO. In de sector zijn het roerige maar enerverende en leerzame tijden. Het is vaak hard werken, maar ik beleef er enorm veel plezier aan.

Tim Sterk, Multi Asset Portfolio Manager, Aegon Asset Management

## Hoe ben je in het institutioneel vermogensbeheer terechtgekomen?



> Na mijn studie econometrie en quantitative finance, ben ik eerst aan de slag gegaan bij NIBC als portfoliomanager hypotheek. Drie jaar geleden heb ik de overstap gemaakt naar Aegon Asset Management. Hier ben ik als portfoliomanager werkzaam binnen het Multi Asset Team. Kerntaken van het team zijn het bepalen van de optimale strategische asset allocatie binnen verschillende fondsen op basis van een uitvoerige economische studie. Daarnaast sturen wij fondsen tactisch bij op basis van onder andere geopolitieke of financiële ontwikkelingen.

Zowel de dynamiek als de maatschappelijke relevantie van vermogensbeheer maken het een boeiend vakgebied, onafhankelijk van leeftijd of ervaring. De dynamiek blijkt uit de continue wisselwerking tussen politiek, maatschappij en financiële markten. De huidige onrust inzake brexit of het beleid van de Europese Centrale Bank die het opkoopprogramma aan het begin van dit jaar heeft beëindigd, worden gewikt en gewogen. Een tendens van de afgelopen jaren is de expliciete 'search for yield' van institutionele beleggers als gevolg van de lage marktrente. De politieke pensioendiscussie benadrukt het maatschappelijk belang van beleggen doordat het direct gaat over het veiligstellen van iemands financiële toekomst. Tot slot komen velerlei maatschappelijke wensen en eisen binnen vermogensbeheer tot uiting via Europese richtlijnen en verordeningen, zoals MiFID en EMIR.

Het werken voor een vermogensbeheerder die onderdeel is van een beursgenoteerd bedrijf leidt tot slot tot veel interne en internationale samenwerking. Zo werk ik bijvoorbeeld met de verzekeraar, Aegon Nederland. Daarbij gaat het niet alleen om beleggingsinhoudelijke aspecten maar ook om de verplichtingen van de verzekeraar.

Jochem Dijkmeester, Plaatsvervangend Voorzitter, Pensioenfonds PGB

## Wat is de grootste misvatting over pensioen onder jongeren?



> 'Pensioen is een tombola', 'waarom je pensioen daalt in 500 woorden' en '5 tips om je pensioen te redden'. Een greep uit de resultaten op pagina 1 als ik via Google Nieuws op 'pensioen' zoek.

Nederland heeft een van de beste pensioensystemen ter wereld (in 2018 waren we zelfs eerste), maar dat nieuws stond in de zoekresultaten pas op pagina 12...

Als ik uitleg wil geven over negatief pensioennieuws of wil vertellen dat we een mooi pensioensysteem hebben, lukt mij dit meestal niet in 160 tekens. Het vraagt best wat toelichting. Je verdiepen in achtergrondinformatie is al lastig als het gaat om financiële beslissingen die op korte termijn genomen moeten worden, laat staan pas over 40 jaar. Dan begrijp ik heel goed dat de koppen van pagina 1 beter blijven hangen.

Terug naar de vraag. De meest gehoorde misvatting onder jongeren die ik spreek is 'dat er voor mij niks over blijft'. Ook merk ik dat jongeren eigenlijk geen opvatting hebben. Een jonge deelnemer die wij laatst interviewden, verwoordde dit treffend als 'gelatenheid'. Dat raakt mij, hoe begrijpelijk die gelatenheid ook is als pensioen zo vaak negatief in het nieuws is. Daarom wil ik mijn energie vooral richten op laagdrempelig contact met jonge deelnemers. Want één ding merk ik wel: zodra ik met jongeren op een persoonlijke manier spreek over pensioen blijkt het vaak een boeiend onderwerp.

Misschien is de grootste misvatting dus wel dat pensioen geen leuk gespreksonderwerp is...



## Wat is de grootste misvatting over pensioen onder jongeren?



> De grootste misvatting is dat jongeren denken dat er geen pensioen meer voor hen is. En geef ik ze heel erg ongelijk? Nee!

Als je kijkt naar de soort pensioenregelingen van de afgelopen jaren, dan is het duidelijk alleen maar slechter geworden. De generatie die nu met pensioen is, of bijna met pensioen gaat, had eindloonregelingen, premievrije jaren, torenhoge rendementen, VUT-regelingen, (schijn-)zekerheid, vrijwel nooit kortingen, bijna altijd indexatie en een vaste, lage AOW-leeftijd. Hier geldt het adagium dat vroeger alles beter was, zeker. Al deze positieve punten zijn tegenwoordig erg versoberd. Dus ik snap de gedachte van mijn mede-jongeren wel. Helemaal omdat bepaalde politieke partijen wetsvoorstellen indienen om het korten op pensioenen uit te stellen en roepen dat ouderen het zo slecht hebben. Tegelijkertijd komen ze er samen met sociale partners (al tien jaar) niet uit om een pensioenakkoord te realiseren.

Tot zover het emotionele aspect. Want die emotie moet natuurlijk wel ergens op gebaseerd zijn. Het feit dat er niets meer in de pot zit, zodra de jongeren van vandaag met pensioen gaan, is niet waar. In het tweedepijler pensioen bouw je pensioen op middels kapitaaldekking. Het bedrag dat je inlegt, wordt belegd en wordt daardoor (als het goed is) vergroot. Het is niet dat de werkenden van vandaag betalen voor het pensioen van de gepensioneerden van vandaag. Het door jezelf ingelegde geld wordt dus echt wel teruggegeven na pensionering. Het totaalbedrag zal weliswaar niet meer zo hoog zijn als vroeger en jongeren zullen steeds meer risico's moeten dragen. Maar dat er niets meer over is zodra zij met pensioen gaan, dat is een grote misvatting.

## Wat is de grootste misvatting over pensioen onder jongeren?



> Dat pensioen voor hen nu niet relevant is, en ook nog eens heel ingewikkeld.

Pensioen is in de basis een simpele formule: tijd x geld. Hoe meer tijd en hoe meer geld, hoe hoger je pensioen. Als je weinig spaart, heb je meer tijd nodig. Als je heel veel spaart, heb je aan minder tijd misschien genoeg. Je spaart vandaag, voor een bepaald tijdstip in de toekomst. De grote kracht van pensioen is dat het wordt belegd en dat de waarde daardoor kan toenemen. Samen sparen voor later levert extra geld op in de tijd die we hebben. Dat gebeurt door samengesteld rendement. Hoe hoger je inleg, hoe meer je rendement waard is in euro's. Daarom leggen we samen in, en niet ieder voor zich. Hoe we in Nederland het geld samenbrengen, en hoe we het weer uit de pot halen en verdelen om iedereen genoeg te geven voor later, is ingewikkeld. Daar is iets aan te doen. Mijn filosofie is: tijd kun je niet terugkrijgen, van geld kun je altijd meer proberen te verdienen. Door te werken, te sparen, slim te ondernemen en bijvoorbeeld zelf extra te beleggen.

Ramon van Steekelenburg, Client Manager Vermogensbeheer en Voorzitter, Ondernemingsraad van MN

## Wat is de grootste misvatting over pensioen onder jongeren?



> Dat jongeren pensioenen als complex ervaren, wordt enorm beïnvloed door de vaak negatief gekleurde berichten in het nieuws. Aan ons als pensioenprofessionals de schone taak om licht in die duisternis te werpen.

Wanneer ik op een verjaardag ben en onverhoopt het onderwerp pensioenen ter sprake komt, brengt dit meestal weinig enthousiasme teweeg. Jongeren hebben veelal het idee dat de pensioenpot de afgelopen jaren drastisch is geslonken en dat er voor hen niets overblijft. Dit komt volgens hen voornamelijk doordat de gepensioneerden van nu genieten van te royale pensioenuitkeringen, en de vermogensbeheerders onzorgvuldig omgaan met hun pensioengeld en niet presteren. Deze informatie hebben ze doorgaans van vrienden of in het nieuws gehoord.

Plichtsgetrouw probeer ik als 'pensioendeskundige' deze overtuigingen te ontcrachten door de feiten tegenover de misvattingen te plaatsen. Ik vertel dat de pensioenpot in Nederland sinds 2008 is gestegen met ruim 600 miljard en dat het rendement dat onze grote klanten de afgelopen tien jaar hebben behaald gemiddeld meer dan 5% per jaar bedroeg. Vaak zorgt dit ervoor dat er een stilte valt, die mij de ruimte geeft om uit te leggen wat voor effect de lage rente heeft op de dekkingsgraad.

Het uiteindelijke resultaat van zo'n discussie is over algemeen echter hetzelfde. Mijn publiek gaat snel door naar een ander onderwerp, maar ik hoop stiekem dat ze door mijn toelichting iets positiever tegen de pensioensector aankijken. Een beetje hulp vanuit Den Haag en Hilversum zou daarbij mijns inziens zeer welkom zijn.

Auryn Bokma, Associate, Simmons & Simmons LLP

## Wat moet een werkgever doen om voor jou aantrekkelijk te zijn?



> Gedurende je studententijd en de bijbehorende voorbereiding op de arbeidsmarkt worden je diverse mogelijkheden geboden om erachter te komen wat jij belangrijk vindt in je toekomstige werkgever, en wat deze dus moet doen om voor jou aantrekkelijk te zijn. Wat voor mij persoonlijk belangrijk is, werd mij duidelijk na verschillende stages, business courses en inhouse dagen bij zowel commerciële als niet-commerciële organisaties.

Zo kwam ik erachter dat een werkgever om voor mij aantrekkelijk te zijn, haar werknemers een omgeving moet bieden waarin zij kunnen excelleren. Door werknemers snel verantwoordelijkheid te geven en aandacht voor persoonlijke ontwikkeling te bieden, creëer je een steile leercurve waarvan ambitieuze werknemers kunnen profiteren. Ik denk dat door deze omgeving aan een diverse groep mensen aan te bieden, variatie en veelzijdigheid worden gewaarborgd binnen een organisatie.

Daarnaast is het voor mij belangrijk dat mijn werkgever mij de kans geeft het juridische vak op hoog niveau te beoefenen. Daarbij wil ik niet alleen de tijdens de studie opgedane kennis toepassen in de praktijk, maar vooral de mogelijkheid krijgen deze kennis te verbreden en verder te ontwikkelen. Iets waarvoor de advocatuur, en in het bijzonder de financieelrechtelijke praktijk, bij uitstek geschikt is nu deze altijd aan verandering onderhevig is.

## Wat moet een werkgever doen om voor jou aantrekkelijk te zijn?



> Mijn antwoord op deze vraag is eenvoudig: door goed werkgeverschap. Zonder goed werkgeverschap kan een werkgever niet aantrekkelijk zijn voor werknemers. In het burgerlijk wetboek staat omschreven wat onder het begrip goed werkgeverschap wordt verstaan. Goed werkgeverschap gaat erover dat een werkgever niet alleen handelt in eigenbelang, maar ook het belang van de werknemer meeweegt. Dit is belangrijk voor een fatsoenlijk functionerende arbeidsmarkt. Voor mij betekent goed werkgeverschap dat het menselijk kapitaal boven het financieel kapitaal staat in een onderneming. Een onderneming met veel geld maar weinig gemotiveerde mensen kan op de lange termijn niet succesvol zijn. Maatschappelijk verantwoord ondernemen begint naar mijn mening daarom bij maatschappelijk verantwoord aannemen van mensen. Gelukkig zijn er meer voorbeelden te noemen van goed werkgeverschap dan slecht werkgeverschap in Nederland. Toch maak ik mij zorgen dat de belangen van werknemers, vooral starters op de arbeidsmarkt, niet altijd voldoende in de keuzes van werkgevers worden meegewogen. Jongeren zijn helaas oververtegenwoordigd in tijdelijke arbeidscontracten, hebben relatief vaak last van werkstress en burn-out klachten en bouwen niet altijd voldoende pensioen op voor later. Om een aantrekkelijke werkgever te zijn en blijven, zou het daarom goed zijn om niet te concurreren op kosten, maar juist te investeren in mensen. Het bieden van zekerheid over werk en inkomen, investeren in scholing en ontwikkeling, zorgen voor een goede pensioenopbouw, het faciliteren van inspraak en het geven van ruimte om door te groeien in een organisatie, maakt naar mijn mening een werkgever een aantrekkelijke werkgever voor starters op de arbeidsmarkt.

## Wat moet een werkgever doen om voor jou aantrekkelijk te zijn?



> VCP Young Professionals: Geef jonge professionals meer ruimte om hun vak uit te oefenen.

Professionals kenmerken zich door vakmanschap en richten zich op de inhoud. Jonge professionals die aan het begin van hun carrière staan, willen zich kunnen ontwikkelen. Daarvoor is meer professionele ruimte nodig, met goede begeleiding en ondersteuning. Dit zorgt ervoor dat je je kwaliteiten kunt ontdekken en kunt groeien in je vak. Bovendien vergroot dit het werkplezier. Een veilige werkomgeving is hiervoor noodzakelijk, met het vertrouwen om het vak naar eigen inzicht uit te oefenen.

Scholing is een ander belangrijk element voor de ontwikkeling. Werkgevers moeten jonge professionals meer in staat stellen om naar eigen inzicht scholing te kunnen volgen en ervoor zorgen dat zij voldoende tijd hebben voor de scholing.

Volgens VCP Young Professionals zou daarnaast de regeldruk flink omlaag moeten. Jonge professionals hebben soms te maken met een hoge regeldruk. Veel tijd gaat dan verloren aan administratieve taken, in plaats van de uitoefening van het vak. Dit vergroot de werkdruk, terwijl er van jonge professionals al veel wordt verwacht.

Naast de uitoefening van het vak, spelen arbeidsvoorwaarden een belangrijke rol om als werkgever aantrekkelijk te zijn. De arbeidsvoorwaarden moeten recht doen aan het werk dat jonge professionals verzetten. Belangrijke elementen zijn het salaris, contract, scholing, pensioen en de mogelijkheid van flexibel werken, zodat werk en privé gemakkelijker gecombineerd kunnen worden. Flexibel werken kan bovendien bijdragen aan het verminderen van de druk op jonge professionals. De arbeidsovereenkomst en het salaris moeten zorgen voor zekerheid op het gebied van werk en inkomen, ook voor later in de vorm van pensioen. Veel jongeren hebben behoefte aan zekerheid.

Ellen te Paske-Lievestro, Pensioenbestuurder, FNV en FNV Horecabond

## Wat moet een werkgever doen om voor jou aantrekkelijk te zijn?



> Allereerst is het voor mij enorm van belang om 100% achter de visie, ambitie en strategie van de werkgever te staan. Daarnaast is het van essentieel belang om het takenpakket en de collega's leuk te vinden. Een goede sfeer op de werkvloer en samenwerken met je collega's om een doel te bereiken, staan voorop. Zodra je merkt dat dit niet meer het geval is, kan je maar één ding doen: weggaan! Autonomie in het werk is tevens een belangrijk onderdeel als het gaat om aantrekkelijk te blijven als werkgever. Als werknemer vind ik het enorm vervelend en werkt het zelfs belemmerend voor je eigen ontwikkeling als je werkgever alles zelf wil bepalen. Geeft een werkgever geen vrijheid aan zijn werknemers om met nieuwe initiatieven te komen of word je als werknemer na het inbrengen van een idee afgeserveerd met woorden als; 'wij nemen het mee', 'het is nog niet helemaal fijn geslepen', 'wij zullen er even over nadenken', of de allerergste: 'je bevoegenheid typeert onze organisatie, maar....' Dan weet je dat het in ieder geval niet aan jou ligt, maar dat de organisatie een probleem heeft. Dus werkgevers: geef je werknemers autonomie, laat ze af en toe op hun bek gaan, laat ideeën bloeien en zorg daarnaast voor een fatsoenlijk loon, dan blijven we wel.

# CONCLUSIE

Jongeren komen op de meest uiteenlopende manieren in de pensioen- en vermogensbeheersector terecht. Sommigen worden al tijdens hun studie ontdekt door pensioenfondsen, anderen rollen vanuit een geheel andere sector de institutionele wereld binnen. Duidelijk is dat de groep jongeren die nu binnen de pensioensector werkt erg divers is.

De belangrijkste misvatting die onder jongeren leeft over pensioen, is dat een goed pensioen voor de huidige generatie niet meer is weggelegd. De versobering van het pensioenstelsel in de afgelopen decennia heeft onder jongeren geleid tot een pessimistisch beeld van hun eigen pensioen en ze zijn vaak moeilijk van het tegendeel te overtuigen. Veel jongeren houden zich niet met hun pensioen bezig omdat ze vinden dat het te ingewikkeld is en voor nu niet relevant. De jongeren die wij spraken, benadrukken dat het nog altijd mogelijk is om een goed pensioen op te bouwen en dat jongeren hier niet vroeg genoeg mee kunnen beginnen.

Wat de verwachtingen van de jongeren tegenover hun werkgever betreft, valt op dat ze vooral behoefte hebben aan ruimte om het werk naar eigen inzicht in te vullen en te excelleren in hun vakgebied. Daarnaast hechten ze veel waarde aan een goede sfeer op de werkvloer en waardering voor hun persoonlijke inbreng. Al met al weten de jongeren van nu heel goed wat ze te bieden hebben en vragen ze vooral om de kans om hun talenten optimaal tot uiting te brengen.



DOOR PROF. MR. W.A.K. RANK, ADVOCaat BIJ NAUTADUTILH TE AMSTERDAM  
EN HOGLERAAR FINANCIËEL RECHT AAN DE UNIVERSITEIT LEIDEN

# COLUMN

## Naar digitaal centralebankgeld en een risicovrije betaalspaarbank?

Op 17 januari 2019 presenteerde de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (WRR) een advies aan de regering getiteld 'Geld en schuld: de publieke rol van banken'. De WRR pleit daarin voor aanpassingen in het geldstelsel. De vraag is of deze voorstellen realistisch zijn.

Het advies van de WRR is terug te voeren op een burgerinitiatief van een aantal jaren geleden. Een groep burgers, geïnspireerd door de stichting Ons Geld, wist toen het geldstelsel en met name de geldschepping door commerciële banken op de politieke agenda te krijgen. Volgens Ons Geld is geldschepping door commerciële banken uit den boze en zou alleen de overheid geld mogen scheppen. Na een debat hierover werd in de Tweede Kamer een motie aangenomen met het verzoek aan de regering om de WRR te vragen het geldstelsel en de verschillende vormen van geldschepping te onderzoeken.

Volgens de WRR zitten er te weinig remmen op geldschepping en kredietverlening, met als gevolg een hoog schuldniveau en risico's voor de stabiliteit van het financiële stelsel. De WRR verbindt daaraan gelukkig niet de conclusie dat we zouden moeten overstappen naar een publiek geldsysteem waarin geldschepping is voorbehouden aan de overheid. Dat zou enorme negatieve consequenties hebben voor de economie en ook betekenen dat Nederland de euro zou moeten verlaten. Wel vindt de WRR dat het publieke karakter van het geldwezen een sterkere verankering zou moeten krijgen. Dit zou volgens de WRR onder meer kunnen worden bereikt door de introductie van digitaal centralebankgeld en de oprichting van een nieuwe bank, al dan niet door de overheid opgezet, die zich alleen met betalen en sparen zou bezighouden en geen geld zou scheppen.

Ongetwijfeld is het theoretisch mogelijk om het publiek rechtstreeks digitale geldtegoeden te laten aanhouden bij de centrale bank. De operationele consequenties daarvan zijn echter enorm. Bovendien is het de vraag of het veel

oplost. Er zullen naast deze tegoeden bij de centrale bank immers ook nog tegoeden bij commerciële banken worden aangehouden.

Bij de oprichting van een risicovrije betaalspaarbank heb ik eveneens mijn twijfels. Bij een commerciële bank wordt het verlenen van betaaldiensten voor een deel gefinancierd door andere vormen van dienstverlening. Dat betekent dat een cliënt niet de werkelijke kosten van de betaaldienstverlening zal hoeven te betalen. Bij een betaalspaarbank zoals de WRR voor ogen staat, zal de cliënt dat wel moeten of zal de overheid de bank permanent financieel moeten ondersteunen. Te betwijfelen valt of cliënten bereid zullen zijn meer te betalen voor een niet te kwantificeren stukje extra zekerheid. Te betwijfelen valt ook of de overheid een dergelijke bank zal willen en mogen subsidiëren. Daarbij komt nog dat de rente die een dergelijke bank over de bij haar aangehouden tegoeden zal vergoeden lager zal zijn dan bij een commerciële bank, omdat een dergelijke betaalspaarbank deze gelden zo risicovrij mogelijk zal moeten uitzetten en dus zelf ook maar weinig inkomsten zal genereren. Volstrekt risicovrij uitzetten bestaat natuurlijk niet. Ook bij een dergelijke bank zullen cliënten een restitutie-risico lopen. Dit alles maakt het alternatief van een risicovrije betaalspaarbank bij voorbaat niet levensvatbaar.

De WRR verdient zeker een compliment omdat hij zich niet heeft laten meeslepen door de radicale opvattingen van Ons Geld. De voorstellen van de WRR zijn wat mij betreft echter weinig realistisch. Gewoon doorgaan met het robuuster maken van onze banken lijkt mij een betere oplossing.

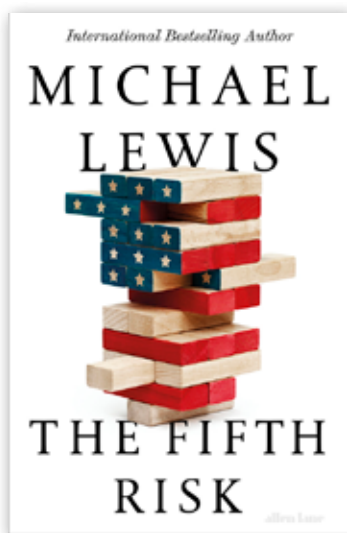


Titel: Over de dijken  
Auteur: Coen Teulings  
Uitgever: Prometheus  
ISBN: 9789044638127

## Over de dijken

Door Hans Amesz

Op 15 september 2008 ging de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers failliet. In de dagen daarna brak er chaos uit op de financiële markten zoals nog nooit eerder was vertoond. Het was het startpunt van de grootste financiële crisis die de wereld sinds de Grote Depressie uit de jaren dertig van de vorige eeuw had meegemaakt. De gevolgen waren overal in de samenleving voelbaar. De economie raakte wereldwijd in een diepe recessie, niet zonder reden de Grote Recessie genoemd. Het systeem van internationale handelskredieten kraakte in zijn voegen, waardoor de wereldhandel in enkele maanden tijd met dertig procent afnam. In Europa ging de financiële crisis naadloos over in de eurocrisis, toen Griekenland een jaar later aankondigde niet meer aan zijn financiële verplichtingen te kunnen voldoen. Volgens Teulings, die tijdens beide crises Directeur van het Centraal Planbureau was en nadien hoogleraar aan de Universiteit van Cambridge en aan de Universiteit Utrecht, heeft de financiële crisis ons wereldbeeld voorgoed veranderd. Net zoals in de jaren dertig daalde het vertrouwen in de politiek tot een dieptepunt. Engeland koos voor de Brexit en Amerika koos Trump. In deze nieuwe, risicovolle wereld moet Nederland over de eigen dijken kijken om zijn positie opnieuw te bepalen, schrijft Teulings. Nederland heeft volgens hem belang bij een goed functionerende en actieve Europese Unie (EU) die de grenzen bewaakt, die zorgt voor een open interne markt en voor goede handelsverdragen met andere landen, die de Nederlandse belangen bij multilaterale organisaties als de Verenigde Naties en de World Trade Organisation adequaat behartigt, die de territoriale veiligheid van de EU verdedigt, zowel op het land als op het internet, en die zorg draagt voor een soepele energietransitie en een open onderzoeksruimte. Bevoegdheden gaan niet terug van Brussel naar Den Haag. Het is eerder omgekeerd: Brussel moet voor Nederland aan de slag.



Titel: The Fifth Risk  
Auteur: Michael Lewis  
Uitgever: Allen Lane  
ISBN: 9780241373545

## The Fifth Risk

Door Joost van Mierlo

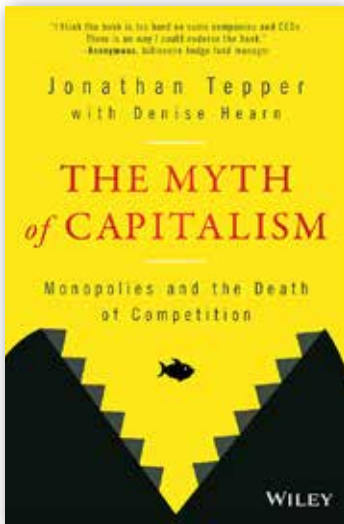
Michael Lewis is het soort journalist dat vrijwel ieder onderwerp pakkend weet te beschrijven. Niet voor niets is hij de eerste schrijver die een exclusief contract heeft gesloten met Amazon-onderdeel Audible. De gelukkig nog altijd verschijnende boeken zijn het eerst te horen als luisterboekversie.

De eerste versies van *The Fifth Risk*, verwijzend naar het risico van slecht projectmanagement op het Amerikaanse ministerie van Energie, verschenen nog in *Vanity Fair*; de oude thuisbasis van Lewis. Het was voor het eerst dat Lewis zich serieus bezighield met de Amerikaanse overheid. Deze overheid zit in zekere zin in het verdomhoekje met de huidige president Donald Trump. Volledig onterecht, zo maakt Lewis duidelijk.

Lewis beschrijft in dit boek de activiteiten van dit cruciale departement. Dit ministerie waakt niet alleen over de kernenergiecentrales, maar houdt ook de gang van zaken rondom bijvoorbeeld plutonium wereldwijd in de gaten. Vertegenwoordigers van dit ministerie waren cruciaal bij het inmiddels door Trump op de vuilnishoop gegooid nucleaire akkoord met Iran.

De veronachtzaming van het ministerie door de trawanten van Trump is Lewis een doorn in het oog. Bij het beschrijven van de excessen van zakenbanken, in bijvoorbeeld *Liar's Poker*, legde Lewis de vinger op een gevoelige plek van de financiële sector. In de niets ontziende obsessie met geld verdienen werden alle normen en waarden met voeten getreden.

In de aversie tegen overheidsingrijpen van de huidige generatie Republikeinen dreigt echter iets te gebeuren dat mogelijk veel ernstiger is. De controle over kernenergie dreigt verloren te gaan. Dat geldt ook voor de controle op en de beschikbaarheid van cruciale grondstoffen als plutonium. De veiligheid van het land, en daarmee van de hele wereld, is in het geding. Met deze onderwerpkeuze heeft Michael Lewis zijn meest ambitieuze boek tot nu toe geschreven.



Titel: The Myth of Capitalism  
Auteur: Jonathan Tepper  
Uitgever: Wiley  
ISBN: 9781119548195

## The Myth of Capitalism

Door Joost van Mierlo

**H**et kapitalisme dreigt aan het eigen succes ten onder te gaan. Bedrijven zijn zo succesvol in het vergroten van het marktaandeel dat het ten koste gaat van de concurrentie. En kapitalisme zonder concurrentie is een farce, schrijft Jonathan Tepper, een luis in de pels van grote machtige Amerikaanse ondernemingen.

Op de kaft van het boek wordt een anonieme hedge fund manager geciteerd. Deze schrijft dat het boek te hardvochtig is voor sommige bedrijven en de bestuursvoorzitters van die bedrijven. De hedge fund manager kan het boek 'op geen enkele manier aanbevelen'.

Een boek dat een dergelijke opmerking als aanbeveling op de kaft zet, is alleen daarom al bijzonder. Dat geldt ook voor de manier waarop Tepper Warren Buffett aanpakt. Deze lieveling van Amerikaanse beleggers doet er volgens Tepper alles aan om te investeren in bedrijven die vanwege de dominante positie in hun markt een 'concurrentievoordeel' bezitten. Dit mag dan op korte termijn aantrekkelijk zijn voor aandeelhouders, maar voor consumenten leidt het tot hogere prijzen en voor de markt als geheel is het op de langere termijn funest.

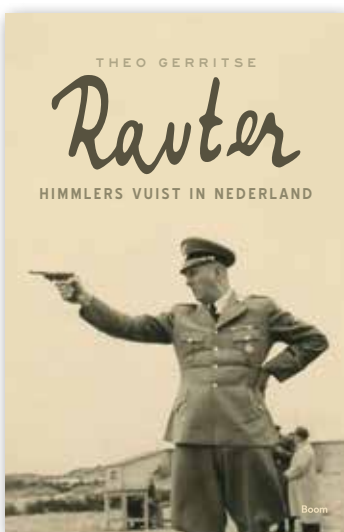
Ondanks de grote hoeveelheid statistieken en grafieken is dit een zeldzaam aantrekkelijk geschreven boek met tal van overtuigende voorbeelden. Het is ook goed om te zien dat Tepper, die het boek schreef met Denise Hearn, niet schroomt om adviezen te geven.

Zo moeten de meeste fusies en overnames volgens hen worden afgeblazen door toezicht-houders. Sterker nog; veel overnames zouden met terugwerkende kracht ongedaan moeten worden gemaakt. Het is de enige manier om te voorkomen dat bedrijven een te grote machtspositie verkrijgen.

De grote held van Tepper is de Amerikaanse president Theodore Roosevelt. Deze baarde begin vorige eeuw opzien door de belangrijkste bedrijven van dat moment open te breken. De kans dat de huidige president Donald Trump zijn voorbeeld zal volgen, is vrijwel nihil.

## Rauter: Himmlers vuist in Nederland

Door Hans Amesz



Titel: Rauter: Himmlers  
vuist in Nederland  
Auteur: Theo Gerritse  
Uitgever: Boom  
ISBN: 9789461055286

**I**n een interview met het Amsterdamse Universiteitsblad Folia Civitatis zegt oud-journalist en historicus Theo Gerritse: 'Ik heb geen moment sympathie gekregen voor deze man. Er waren louter slechte namen beschikbaar om deze man te duiden.' Deze man is Hanns Albin Rauter (1895 – 1949), de höhere SS- und Polizeiführer die in het bezette Nederland rust en orde moest bewaren en als zodanig verantwoordelijk was voor het met zeer harde hand de kop indrukken van het verzet en vooral ook het oppakken en deporteren van joden. Eindelijk is er een complete biografie verschenen over de hoogste man van de SS in Nederland tijdens de Duitse bezetting. Theo Gerritse heeft tien jaar aan de biografie van Rauter gewerkt en is daar eind vorig jaar op gepromoveerd. De Oostenrijker Rauter was binnen het bezettingsbestuur de aanjager, de man die vaak voor de extreemste maatregel koos. Volgens Gerritse was Rauter echter geen brutoot, maar een slimme man met grote organisatorische capaciteiten. Rauter heeft de laatste twee maanden van de oorlog niet meer bewust meegemaakt. Bij een aanslag van het verzet op de Veluwe (Woeste Hoeve), die niet speciaal op hem was gericht, raakte hij zwaargewond. Als represaille werden meer dan 260 gevangenen geëxecuteerd. Rauter werd in Nederland ter dood veroordeeld en op 25 maart 1949 in de duinen bij Scheveningen geëxecuteerd. Voor het vuurpeloton staand weigerde hij de blinddoek, riep 'Deutschland' en daarna, in het Nederlands: 'vuur'.



DOOR ANDY LANGENKAMP, SENIOR POLITICAL ANALYST BIJ ECR RESEARCH

# COLUMN

## Westen in KBO-modus

*'We must just keep KBO' - Winston Churchill*

Een van de meest gevleugelde uitspraken van de Britse oorlogspremier werd door een conservatief parlementslid gebruikt om de geplaagde Britse premier May een hart onder de riem te steken. KBO staat voor 'Keep Buggering On'.

KBO is wat veel Westerse landen de jaren na de financiële crisis deden. Dat ging niet onverdienstelijk: de werkloosheid daalde sterk en de groei bleef veelal op een behoorlijk tot goed peil. Toch wrong voortdurend iets. Het was alsof de groei plaatsvond met tijd die geleend werd. Dat kwam mede doordat velen het idee hebben dat ze de afgelopen jaren niet (voldoende) mee profiteerden van de hosannastemming op de financiële markten. Populisten aan linker- en rechterzijde gingen met deze onvrede aan de haal en maakten een opmars. Al lijkt er een plafond te zitten aan de steun die ze kunnen verkrijgen, toch voeren populistische partijen van diverse pluimage de boventoon in een breed scala aan landen. Dit jaar lijken deze politici bovendien hun posities te consolideren of zelfs uit te breiden.

We zitten in een tussenfase. Hierin is het onzeker of de na de Tweede Wereldoorlog vormgegeven Westerse kapitalistische democratie en internationale orde met de nodige aanpassingen standhouden of dat de Xi Jinpings, Poetins en Orbans van deze wereld het systeem kraken.

De wereld van internationale orde, macht en veiligheid schuift, trilt en schuurt. Niemand weet precies wat de uitkomst wordt. Wel dat de huidige situatie niet stabiel is en voelt als stilte voor de storm. In een stuk over de – overigens aan te bevelen – filmhit van 2018 'Bohemian Rhapsody' schrijft Stephanie Zacharek het volgende, dat ook opgaat voor de internationale politieke, economische en veiligheidssituatie:

'These days I don't feel comfortable with anything, frankly, except the word uncomfortable. But the wrestling comes with the territory; stasis is death.'

Veel probleemdossiers lijken op het Brexit-probleem: er is geen enkele meerderheid voor wat voor deal dan ook om politiek en economie stormbestendig te maken; een positieve, haalbare uitweg is niet in zicht. We zien dit bij de versterking van de eurozone, spanningen tussen west en oost en noord en zuid in de muntunie en in de EU, de wedijver tussen China en de VS en op een abstracter niveau bij de inherente spanning tussen globalisering, democratie en soevereiniteit.

Vooralsnog zijn Westerse leiders erin geslaagd om Churchills adagium verrassend goed in praktijk te brengen: keep buggering on. Maar nu de economische wind keert, komen ze hier waarschijnlijk niet heel lang meer mee weg. Dit betekent dat de vooruitzichten voor de werelddeconomie niet heel rooskleurig zijn. De ineenstorting die de grootste doemdenkers voorspellen, is onwaarschijnlijk, maar er zitten te veel zorgen- en crisisingrediënten in de politieke hogedrukpan om uit te gaan van een net zo'n relatief goed jaar als de afgelopen paar jaren. Dit gaat op voor alle drie de grote economieën: de VS, eurozone/EU en China. Daarbij blijft de eurozone extra kwetsbaar, mede omdat in geval van een crisis toch weer de zorgen over de houdbaarheid van de muntunie zullen opspelen en omdat de monetaire ruimte om een crisis op te vangen erg beperkt is. «





## EDITH SIERMANN

VAN DE NEDERLANDSCHE BANK  
NAAR NN INVESTMENT PARTNERS



Foto: Archief NN Investment Partners

### Proficiat met uw nieuwe baan. Hoe bevalt uw nieuwe functie?

In mijn nieuwe rol als Head of Fixed Income Solutions and Responsible Investing ben ik verantwoordelijk voor het Fixed Income Solutions team, dat op maat gemaakte oplossingen biedt aan zowel interne als externe klanten. Daarbij kun je denken aan LDI, gestructureerde oplossingen en cash en collateral management. Maar ook aan beleggingen in leningen en het beheer van fondsen die in geldmarkten en wereldwijde staatsobligaties beleggen. Daarnaast heb ik het geluk de activiteiten op het gebied van duurzaam beleggen binnen Fixed Income te mogen coördineren. Dit biedt mij de mogelijkheid financiële rendementen en duurzaamheid te combineren. Een veelzijdige rol en een mooie uitdaging om met mijn kennis en kunde bij te dragen aan de ontwikkeling en successen op deze gebieden die binnen NN IP centraal staan in de strategie.

### U begon uw carrière bij Robeco. Wat was uw oorspronkelijke functie daar?

Bij Robeco was ik CIO Fixed Income en coördinator op het gebied van duurzaam beleggen voor alle producten binnen Robeco. De kennis en ervaring die ik daar heb opgedaan, sluiten erg mooi aan bij de rol die ik nu bij NN IP heb gekregen.

### U heeft binnen Robeco – en later bij De Nederlandsche Bank – veel verschillende bestuursfuncties bekleed. Kunt u kort aangeven welke kennis u daar heeft opgedaan?

Mijn belangrijkste les: – klinkt logisch, maar is in de praktijk niet vanzelfsprekend – met goede communicatie en een goed gesprek bereik je veel. Als je vertrouwt op ieders expertise en eigen inzichten, en een goede relatie en open communicatielijnen hebt met stakeholders, is de welwillendheid groter, hetgeen het besluitvormingsproces verbetert.

### Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met NN IP?

Via mijn netwerk, medio vorig jaar.

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

Op vele vlakken. Mijn 30 jaar ervaring in vastrentende markten, 10 jaar ervaring met duurzaam beleggen, kwantitatieve kennis en vooral ook mijn leidinggevende c.q. bestuurlijke ervaring en ervaring met het leiden en uitbouwen van een fixed income business, kan ik één op één toepassen in mijn nieuwe rol.

### Vindt u het een uitdaging om opnieuw te beginnen?

NN IP is een open organisatie en ik heb al ervaren dat ik hier omringd ben met veel kennis en met gedreven, slimme, en gemotiveerde mensen. Gecombineerd met het feit dat het werkterrein voor mij zeer bekend is, ben ik mij hier al snel thuis gaan voelen.

### Wat verwacht u bij NN IP te bewerkstelligen?

NN IP heeft experts en goede producten en daarnaast ook een fantastische infrastructuur. Dat maakt dat je als organisatie heel onderscheidend kunt zijn en mooie beleggingsoplossingen kunt bieden voor klanten. Wat ik wil bereiken, is dat we onze kennis en kunde blijven ontwikkelen door onderzoek en het gebruik van nieuwe databronnen, zowel binnen Fixed Income Solutions als binnen het duurzaam beleggen. Daarnaast hebben we een sterk aanbod en wil ik bereiken dat waar we voor staan proactiever naar buiten uitgedragen wordt door met potentiële klanten in gesprek te gaan. Wij hebben veel te bieden, maar zijn soms nog te bescheiden in onze communicatie naar buiten.

### Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

Ik ben positief maar ook competitief ingesteld. Als belegger word je voortdurend op de proef gesteld en dat blijf ik leuk vinden in mijn baan. Ik ben ook een teamplayer. Het allerleukste vind ik om samen met collega's een resultaat te leveren of een product te maken dat echt onderscheidend is. Om dat te kunnen bereiken, heb je ook vrijheid en vertrouwen van de organisatie nodig. Mijn baan bij NN IP combineert al deze elementen en past dus heel goed bij mijn ambitie.

» **MERIJN VEGTER**

is door Aberdeen Standard Investments aangesteld als Director Business Developments. Hij komt over van Robeco.

» **PAUL VAN AALST**

is begonnen als voorzitter van de beleggingscommissie van pensioenfonds Xerox. Van Aalst is oprichter van en partner bij Strategeon Investment Consultancy. Van Aalst is verder bestuurder en voorzitter van de beleggingscommissie bij de pensioenfondsen Grontmij en Wolters Kluwer.

» **BRONKA RZEPKOWSKI**

is benoemd tot Head of Investment Strategy van het Multi-Asset team van NN Investment Partners. Eerder was ze werkzaam bij verschillende banken en bij Robeco.

» **ARNE MULDER**

is namens TMG voorgedragen als nieuw aspirant-bestuurslid voor het pensioenfonds Telegraaf. Mulder is business procesmanager bij TMG. DNB moet nog instemmen met deze benoeming.

» **MARCEL KRUSE**

is in dienst getreden bij Milliman Pensioenen en zal leiding geven aan de nieuwe Pension & Investment Risk-praktijk. Voorheen werkte hij bij onder andere Rabobank International en Achmea Investment Management en meest recentelijk bij KAS BANK.

» **JAGS WALIA**

is aangesteld als Senior Portfoliomanager Infrastructuur bij Kempen Capital Management. Eerder was Walia werkzaam bij APG, Delta Lloyd en Morgan Stanley.

» **JACK BUCKENS**

is benoemd tot werkgeversvoorzitter bij BPL Pensioen (Landbouw). Buckens is tevens voorzitter van de Raad van Toezicht van PFZW.

» **VINCENT VAN BIJLEVELD**

versterkt het ESG-team van Finance Ideas als Directeur Duurzaam Beleggen. Van Bijleveld was eerder werkzaam bij Willis Towers Watson en Actiam.

» **MAURITS BERENDSCHOT**

is aangesteld als Senior Portfolio Manager bij CapitalatWork. Hij werkte eerder voor Schretlen & Co en Rabobank.

» **JEROEN VAN DER PUT**

is benoemd tot bestuurslid Beleggingen en Klantrelaties voor Centraal Beheer Algemeen Pensioen Fonds (APF). Daarnaast is hij ook bestuurder bij andere pensioenfondsen en is hij actief bij de Risicomanagementcommissie.

» **BARBARA KOS**

is gestart als Hoofd Marketing van BlackRock Nederland. Hiervoor werkte zij bij Pictet Asset Management, Delta Lloyd, Fidelity International en ABN AMRO.

» **ALBERTO JACK**

is aan de slag gegaan als Commercieel Directeur bij Centric. Eerder werkte hij bij onder meer Interpolis, Kempen & Co en Allshare.

» **ARD JANSEN EN EDWIN HELWERDA**

worden bestuurder bij pensioenfonds Metro. Jansen namens de werknemers en Helwerda namens de werkgever. Jansen is Risicomanager en Hoofd van de afdeling Controlling van Makro Nederland en Helwerda is specialist Compensation & Benefits bij Makro.

» **RENÉ DE WIT**

is aangesteld als Senior Sales Manager bij Pictet Asset Management. De Wit komt over van NN Investment Partners.

» **GILES ANDREWS OBE**

is toegetreden als voorzitter van de Supervisory Board van Dynamic Credit. Andrews is co-founder van Zopa.

» **KEVIN PIJPER**

is gestart als beleggingsanalist bij Privium Fund Management. Hij werkte hiervoor bij Deloitte.

» **INGMAR SCHAEFER**

is aangesteld als Senior Portfoliomanager Europese small-caps bij Kempen Capital Management. Eerder was Schaefer werkzaam bij APG en Delta Lloyd.

» **RALF RIKZE**

treedt toe tot de directie (Executive Committee) van MN. Hij start op 1 maart als directeur Pensioenen & Verzekeringen. Rikze was tot oktober 2017 directeur Pensioenuitvoering bij APG en had daarvoor directierollen bij onder andere FBTO, Interpolis en Centraal Beheer Achmea.

» **TOM JONGBLOED EN MAIKO VAN GURP**

zijn bij Oyens & Van Eeghen gestart als Senior Relatiebeheerder. Zij komen van InsingerGilissen Bankiers.

» **ETIENNE VAN DAM**

is aangesteld als Managing Director bij Wealthon Asset Management. Van Dam komt over van CapitalatWork en was daarvoor werkzaam bij Theodoor Gilissen.

» **WALTER JANS**

is gestart als private banker bij InsingerGilissen Bankiers. Jans werkte hiervoor bij Fisher Investments.

» **ERIK ELDERMAN**

is de nieuwe voorzitter van pensioenfonds Avebe. Hij volgt Hans Miedema op. Hiervoor werkte Elderman bij PwC.

» **SHAKTIE RAMBARAN MISHRE (FOTO)**

is gestart als bestuursvoorzitter van de Pensioenfederatie. Sinds 2015 is ze actief als zelfstandig bestuursadviseur en daarvoor zat ze bij KPMG in de Raad voor openbaar bestuur.



Foto: Archief Pensioenfederatie

Shaktie Rambaran Mishre



Attendees to the CFA Charter Award Ceremony December 2018

Rutger H. A. Alberink, CFA  
 Marcel A. van Alphen, CFA  
 Menno Altena, CFA, CIPM  
 Christopher A. H. America, CFA  
 Hamasa Amir, CFA  
 Mattheus E. Arkesteijn, CFA  
 Stefanus F. M. Beijer, CFA  
 Richard J. E. Benson, CFA  
 Ronnie Bloemberg, CFA  
 Joris Blonk, CFA  
 Arthur J. Boelman, CFA  
 Andries de Boer, CFA  
 Suzanne van de Bor, CFA  
 Frank B. Borggreve, CFA  
 Robert-Jan Boudewijn, CFA  
 Roger R. Boxman, CFA  
 Leonardine Y. de Brabander, CFA  
 Roy Braem, CFA  
 Peter M. Brochard, CFA  
 Jochem J. Van den broek, CFA  
 Daniël M. Broekhuijsen, CFA  
 Ioan A. Bufeata, CFA  
 Herman A. Crielaars, CFA  
 Ralph van Daalen, CFA  
 Ronny Daamen, CFA  
 Hendrik J. Davids, CFA  
 Ita P. T. Demyttenaere, CFA  
 Niccolo' Diarena, CFA

Willem van Dijk, CFA  
 Jarno Dijkstra, CFA  
 Yordan R. Dimitrov, CFA  
 Andreas G. N. Distelblom, CFA  
 Jan Dobiáš, CFA  
 Barend R. K. van Drooge, CFA  
 Jens C. van Egmond, CFA, RMFI  
 Laurens H. D. Eijking, CFA  
 Jolien van den Ende, CFA  
 Tim M. Epskamp, CFA  
 Herbert L. E. Fikkers, CFA  
 Jan P. Fortuin, CFA  
 Jacopo Gadani, CFA  
 Jing Gan, CFA  
 Eleni M. Gavriotti, CFA  
 Sylvia Giezeman, CFA  
 Bas Godijn, CFA  
 Joey Grashuis, CFA  
 Alexander J. L. Groen, CFA  
 Sam Groenewold, CFA  
 Piotr J. Grzegorzek, CFA  
 Aart B. Hatzmann Sr., CFA  
 Lars J. R. Heijnen, CFA  
 Jordy Hermanns, CFA  
 Auke M. Hoevenberg, CFA  
 Christiaan Hoiting, CFA  
 Pepijn P. Holst, CFA

LeRoy S. House IV, CFA  
 Li-Zhe L. Hu, CFA  
 Rong Hu, CFA  
 Michiel L. Huisman, CFA  
 Amresh H. Jagessar, CFA  
 Lamin Jaiteh, CFA  
 Ifrah Jameel, CFA  
 Sander R. Jansen, CFA  
 Ole S. Jense, CFA  
 Erik W. P. de Jong, CFA  
 Meindert M. A. de Jong, CFA  
 Jan T. Kalsbeek, CFA  
 Rudolf H. Kemper, CFA  
 Warren R. Kemper, CFA  
 Cornelis A. van der Kleij, CFA  
 Timotheus E. Klifman, CFA  
 Joram L. Kok, CFA  
 Joost J. A. Korse, CFA  
 Jeroen Kreuk, CFA  
 Jeroen J. van der Kruk, CFA  
 Aleksandar V. Kushev, CFA  
 Aleksei Lanchenko, CFA  
 Quentin M. D. Le Noach, CFA  
 Erwin F. van Leerdam, CFA  
 Wei Li, CFA  
 Jing Liu, CFA  
 Xiang Liu, CFA

Chi-Wai Lui, CFA  
 Erwin Lusse, CFA  
 Jonathan Maes, CFA  
 Wouter A. J. van Marle, CFA  
 Mikko S. Mattila, CFA  
 Thomas C. Meijer, CFA  
 Menne C. Mennes, CFA  
 Alessandro Morgagni, CFA  
 Roel Van Noten, CFA  
 Vlad Olteanu, CFA  
 Jan M. van Osch, CFA  
 Daniël Overduijn, CFA  
 Ilias Papapoulos, CFA  
 Tim van Pelt, CFA  
 Hendrik Petersen, CFA  
 Diederick Plasmans, CFA  
 Matthijs B. Polstra, CFA  
 Tim I. M. Rauws, CFA  
 Charlotte N. Robinson, CFA  
 Tom de Roos, CFA  
 Thomas A. Ruijter, CFA  
 Willem van der Scheer, CFA  
 Biondi L. A. Schermers, CFA  
 Dirk R. J. van de Scheur, CFA  
 Joris J. Schoenmakers, CFA  
 Leon J. Scholte Albers, CFA  
 Atish K. Singh, CFA

Youri Sleutel, CFA  
 Fabian M. H. Smeets, CFA  
 Albert F. Smit, CFA  
 Mark A. Snijder, CFA  
 Edgar D. van der Staak, CFA  
 Wouter A. A. van der Stee, CFA  
 Johan Stegehuis, CFA  
 Robert C. Stenger, CFA  
 Christian Stoll, CFA  
 Stefano G. Toffano, CFA  
 Periklis Tsoulos, CFA  
 Vaclav Vacikar, CFA  
 Frederike Veenstra, CFA  
 Stephen P. Verheul, CFA  
 Alain G. Vessaz, CFA  
 Wouter Vlag, CFA  
 Frederik J. R. de Vogel, CFA  
 Romée C. van Wachem, CFA  
 Christopher J. Waclawik, CFA  
 Xiaoli Wang, CFA  
 Hans W. van Westrienen, CFA  
 Benjamin D. Woesthoff, CFA  
 Martin E. Yanev, CFA  
 Yuanyuan Yang, CFA  
 Jan S. Zagema, CFA  
 Yanfei Zhou, CFA  
 Casper P. Zomerdijk, CFA

## WE'RE PROUD TO WELCOME OUR NEW CFA CHARTERHOLDERS.

CFA Society VBA Netherlands salutes the remarkable professionals joining the ranks of CFA charterholders in 2018. They have worked in the financial industry for at least four years, and successfully completed the rigorous CFA Program. But their value isn't measured in experience and test results alone. It's reflected in their commitment to the highest standards of ethical conduct in the financial community.

For information, visit [www.cfavba.nl](http://www.cfavba.nl)





# SHAPING THE FUTURE OF QUANT.

Incorporating sustainable management

▶ Technological innovator in active asset management

▶ 20 years of expertise in multi-factor investing

▶ >40% of assets are managed in line with sustainable criteria

[www.quoniam.com/quantumleap](http://www.quoniam.com/quantumleap)

**Quoniam**  
QUANTITATIVE INVESTMENT ENGINEERING