

ONAFHANKELIJK MAGAZINE OVER VERMOGENSBEHEER EN SECURITIES SERVICES

FINANCIAL INVESTIGATOR

A portrait of Martijn Scholten, MN, a man with short brown hair, wearing a dark blue suit jacket over a light blue shirt. He is smiling slightly and looking directly at the camera. The background is a dark, textured maroon color.

SLIM IS DE SLEUTEL MARTIJN SCHOLTEN, MN

*Dreigende economische crisis door toenemende
ongelijkheid en hogere schuldenlast*
Erik Norland, CME Group

Ronde Tafel
Klimaatverandering
en Energietransitie

Vooruitzichten 2020
Waar liggen de grootste kansen
en bedreigingen?

Waar liggen de grenzen van onze planeet?

Pictet Asset Management deelt 9 duurzame inzichten in een leefbare wereld

Ontdek de raakvlakken tussen beleggen en de bandbreedte van ons milieu



Stikstof- en fosforkringloop

Kunnen onmisbare voedingsstoffen een milieuramp ontketenen?



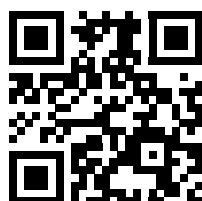
Biodiversiteit

Spreads is van levensbelang – op de beurs en ook in de natuur.



Zoetwater

Waterverbruik: zo weet je wanneer een bedrijf over de grens gaat.



Meer weten over de grenzen van een leefbare planeet?

Lees alle artikelen op bit.ly/pictet-am of scan de QR-code.



PICTET
1805
Asset Management

Pictet-Global Environmental Opportunities is een compartiment van de Luxemburgse SICAV Pictet. De laatste versie van het fondsprospectus, de Essentiële Beleggersinformatie, de reglementen, jaar- en halfjaarsverslagen zijn kosteloos verkrijgbaar op assetmanagement.pictet of bij de fondsbeheermaatschappij, Pictet Asset Management (Europe) S.A., 15, avenue J. F. Kennedy, L-1855 Luxemburg. Alvorens een beleggingsbeslissing te nemen, moeten beleggers deze documenten lezen. Beleggers wordt aanbevolen om na te gaan of dit voor hen een geschikte belegging is, rekening houdend met hun eigen financiële kennis en ervaring, beleggingsdoelen en financiële situatie, of om bij een sectordeskundige specifiek advies in te winnen. Beleggingen gaan altijd gepaard met risico's, waaronder het risico van kapitaalverlies. Details over alle risicofactoren staan beschreven in het prospectus.

HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

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

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

Gosse Alserda, Nathalie Benatia, Frank van Blokland, Jeroen Blokland, Guy de Blonay, Jeroen Bos, Karin Bouwmeester, Marië van Boven, Todd Bridges, Roland van den Brink, Linda Broekhuizen, André Broijl, Gerald Cartigny, Jim Cielinski, Francis Condon, Steeph Custers, Anna Czylok, Iancu Daramus, Rob Dekker, Han Dieperink, Esther Duflo, Neil Dwane, Tjonne Dijkma, Martin Ewald, Mark Fitzgerald, Stephen Freedman, Sébastien Galy, Tommy Garvey, Jaap van der Geest, Paul van Gent, Maurice Geraets, Jordy Hermans, Wilco van Heteren, Olaf van den Heuvel, Cord Hinrichs, Nina Hodzic, Martyn Hole, Bob Homan, Jonathan Hsu, Frank Huitema, Jeroen Jansen, Liza Jansen, Marcel Jeuckens, Thijs Jochems, Thomas Kieselstein, Marèn Klap, Caroline Kors-Prins, Peter Korteweg, Andy Langenkamp, April LaRusse, Sonja Laud, Jim Leaviss, Joost van Leenders, Walter Leering, Jason Lejonvarn, Nathan Levy, Sebastiaan Masselin, Gertjan Medendorp, Menno Meekel, Matthew Michael, Martin Mlynár, Rishma Moennasing, Emma Mogford, Daniel Morris, Annemarie Munnik, Erik Norland, Daan Nijssen, Thierry Oeljee, Mary Pieterse-Bloem, Jeroen van der Put, Pim Rank, Ewout van Schaick, Manfred Schepers, Erik Schmahl, David Schofield, Martijn Scholten, Matthew Smith, Srinivasan Sridhar, Jeroen Tielman, Marthe Tuinstra, Oskar Tijs, Arnold Veilbrief, Kees Verbaas, Jeroen Verleun, Peter Verleun, Martijn Vijver, Esther Waal, Sylvia van Waveren, Erik Wilders en Jeroen Wolfs.

FOTOGRAFIE

Ruben Eshuis Photography
 Kees Rijken Fotografie

OPMAAK

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

DRUK EN DISTRIBUTIE

Srouce Business Media in samenwerking met PreVision

ADVERTENTIES

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

UITGEVER

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

ABONNEMENTEN

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

DISCLAIMER

De inhoud van Financial Investigator dient enkel ter informatie en is geen voorstel of aanbod tot het aankopen of verhandelen van de financiële instrumenten die hierin beschreven worden en is geen beleggingsadvies. Uitgever en auteurs verklaren dat deze uitgave op zorgvuldige wijze en naar beste weten is samengesteld, evenwel kunnen uitgever en auteurs op geen enkele wijze instaan voor de juistheid en volledigheid van de informatie. Uitgever en auteurs aanvaarden dan ook geen enkele aansprakelijkheid voor schade, van welke aard dan ook, die het gevolg is van handelingen en/of beslissingen die gebaseerd zijn op bedoelde informatie. Evenmin aanvaarden uitgever en auteurs aansprakelijkheid voor materiaal zoals foto's en afbeeldingen die door derden zijn aangeleverd. Niets uit deze uitgave mag worden vervoelvuldigd, 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 meest recente uitgave van de World Energy Outlook, de jaarlijkse scenariostudie van het Internationaal Energieagentschap, stemt niet bepaald tot optimisme. We liggen niet op koers voor het klimaatakkoord van Parijs: de CO₂-uitstoot daalt niet en het aandeel van schone energie in de totale energiemix groeit hard, maar niet hard genoeg. Een van de deelnemers aan de Ronde Tafel over klimaatverandering en energietransitie vreest dat de markt te weinig doet om de veranderingen te brengen die het Akkoord van Parijs vereist en vindt dat overheden het voortouw moeten nemen bij het invoeren van CO₂-belastingen en soortgelijke maatregelen. 'Op dit moment zijn de pogingen te versnipperd en proberen landen alleen maar de last naar elkaar door te schuiven. Als die mentaliteit aanhoudt, komen we er nooit.'

Wat kan en moet je hiermee als belegger?

Beleggen in klimaatverandering en energietransitie is complex. Nieuwe technologieën schieten als paddenstoelen uit de grond. Welke technologieën gaan werken en welke niet? Tussen nu en 2050 zal er zo'n 120 biljoen dollar aan investeringen nodig zijn om de klimaatverandering tot twee graden te beperken. Dat stelt beleggers voor grote uitdagingen, maar levert ook kansen op. Een van de uitdagingen is het verzamelen van data en betrouwbare informatie over de effectiviteit van alle inspanningen. Daar is grote behoefte aan.

De onderwerpen klimaatverandering en energietransitie komen in deze editie uitgebreid aan bod. Lees bijvoorbeeld het verslag van de paneldiscussie van 31 oktober, toen Karin Bouwmeester (ABN AMRO Bank), Francis Condon (UBS), Liza Jansen (PGGM) en Rishma Moennasing (Rabobank) gingen op de vraag hoe je meetbare standaarden kunt ontwikkelen voor klimaatverandering en energietransitie. Ook de weergave van de paneldiscussie met Linda Broekhuizen (FMO), Olaf van den Heuvel (Aegon Asset Management), Manfred Schepers (ILX Fund) en Kees Verbaas (Altis Investment Management) is de moeite waard. Zij discussieerden onder leiding van Martin Mlynár (Corestone Investment Managers) over de vraag of klimaatverandering een kans of een bedreiging is.

In het coververhaal staat Martijn Scholten centraal, de kersverse Directeur Vermogensbeheer van MN. 'De vermogensbeheerder van de toekomst is een slimme dataspecialist met kennis van internationale markten, een goed gevoel voor kansen en risico's, een scherpe antenne voor ontwikkelingen al voordat ze zichtbaar zijn en een oprecht maatschappelijk verantwoordelijkheidsgevoel. Daarmee beweegt hij of zij zich met comfort in de bedrijfstak, waarin het steeds meer draait om transparantie, integriteit en uitlegbaarheid.'

In deze eindejaarseditie is er zoals ieder jaar ook veel aandacht voor de vooruitzichten voor 2020. Over de economische groei zijn de door ons geraadpleegde vermogensbeheerders dit keer redelijk eensgezind: we krijgen ook volgend jaar te maken met een bescheiden groei. Maar waar de één nog vrij optimistisch is gestemd en een stabilisatie van de groeivertraging of zelfs een voorzichtig herstel voorziet, neemt de ander toch voorzichtig het woord recessie in de mond, mede als gevolg van de politieke spanningen in de wereld.

Ik wens u veel leesplezier, fijne feestdagen en een gelukkig, gezond en voorspoedig 2020!


SAVE THE DATE

**Educatieve bijeenkomst voor pensioenfondsbestuurders en bestuursbureaus
 of Fiduciair Management en Uitbesteding van de Externe Manager Selectie**

23 maart 2020 van 12.00 tot 17.00 uur bij Achmea Investment Management in Zeist

**Dagvoorzitter is Anton van Nunen, Directeur Van Nunen & Partners, lid van de
 beleggingscomités van diverse pensioenfondsen.**

Kijk voor meer informatie op: www.financialinvestigator.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

 **Quoniam**
QUANTITATIVE INVESTMENT ENGINEERING

Coververhaal

12 **Slim is de sleutel**, Interview met Martijn Scholten, MN

Thema Factor Investing

46 **Verslag paneldiscussie: Binnen Factor Investing werkt ESG alleen als algemeen principe**

Thema Vooruitzichten 2020

8 **Dreigende economische crisis door toenemende ongelijkheid en hogere schuldenlast**, Interview met Erik Norland, CME Group

116 **Vooruitzichten voor 2020**

Thema Klimaatverandering en Energietransitie

66 **Ronde Tafel Klimaatverandering en Energietransitie**

90 **Verslag paneldiscussie: Begin nú met de data die je al hebt!**

110 **Verslag paneldiscussie: Optimisme over rol financiële sector bij klimaatverandering en energietransitie**

Wetenschap en praktijk

16 **Het goede verhaal vertellen**, Interview met Steeph Custers, FNV

20 **Ronde Tafel Fixed Income**

50 **Mensen worden minder geleid door financiële prikkels dan economen denken**, Interview met Prof. Esther Duflou, winnaar van de Nobelprijs voor de Economie

53 **The increasing pursuit of SDGs represents sound investment opportunities in India**, Interview met Srinivasan Sridhar, former Chairman of the Central Bank of India

56 **Vastgoed in Azië-Pacific komt tot wasdom**, M&G Real Estate

58 **Nederlandse winkelmarkt zoekt nieuw evenwicht**, Interview met Jeroen Jansen, Bouwinvest

Gesponsord

34 **Portfolio effects can be substantial, but are often neglected**, Interview met David Schofield, Intech Investment Management (Janus Henderson)

38 **Factoren zijn niet dood, ze slapen**, Interview met Mark Fitzgerald, Vanguard

42 **Trumponomics has taken its toll on factors**, Interview met Thomas Kieselstein, Quoniam Asset Management



Slim is de sleutel
12



Ronde Tafel Fixed Income
20



Ronde Tafel Klimaatverandering en Energietransitie 66



Vooruitzichten 2020 116

RONDE TAFELS 2020

- RONDE TAFEL FIXED INCOME ETFs: 16 JANUARI
- RONDE TAFEL ESG MEASUREMENT: 23 JANUARI

SEMINARS 2020

- SEMINAR VOOR PENSIOENFONDSBESTUURDERS OVER FIDUCIAIR MANAGEMENT EN UITBESTEDING VAN DE EXTERNE MANAGER SELECTIE: 23 MAART

- 62 Beleggen met een langetermijnfocus creëert waarde**, TKP Investments
- 64 Invloed Millennials wordt almaar groter**, Interview met Martyn Hole, Capital Group
- 78 Alleen concrete resultaten tellen bij impact investing**, Interview met Martin Ewald, Allianz Global Investors
- 82 Hoe klimaatrisico een klimaatkans kan worden**, Interview met Matthew Smith, Storebrand Asset Management
- 86 NN Investment Partners zoekt alleen maar winnaars**, Interview met Oskar Tijs en Jeroen Bos, NN Investment Partners
- 94 Energietransitie gaat sneller dan beleggers denken**, Interview met Sebastiaan Masselink, ACTIAM
- 98 Het beleggingsuniversum in de energietransitie wordt groter en interessanter**, Interview met Stephen Freedman, Pictet Asset Management
- 102 Energietransitie: kans en noodzaak**, Interview met Matthew Michael, Schroders
- 106 Olieconcerns zullen een enorme invloed hebben op de energietransitie**, Interview met Emma Mogford, Newton Investment Management (BNY Mellon Investment Management)
- 114 Investing in times of global uncertainties**, Aegon Asset Management

Columns

- 11 Andy Langenkamp:** Mondiale instabiliteit en lage groei blijven elkaar aanwakkeren
- 19 IVBN:** Zekerheid bieden aan zittende huurders vrije sector
- 37 DMFCO:** Het nieuwe hypotheeklandschap
- 41 CFA Society VBA Netherlands:** Carrière als beleggingsprofessional: 5 tips voor succes
- 45 Pim Rank:** Close-out netting en solvabiliteitsbeslag: de ECB haalt stilletjes de teugels aan
- 85 Thijs Jochems:** Toezichtkader pensioenfondsen: wat is er 'mis' mee? (2)
- 97 Jeroen van der Put:** Andere propositie als sluitstuk voor de pensioendiscussie
- 105 Erik Wilders:** Institutionele beleggers en woningcorporaties: a match made in heaven
- 109 Han Dieperink:** Beleggen op het kantelpunt

Rubrieken

- 60** Boeken
- 127** On the move special: **Gerald Cartigny**
- 128** On the move kort

Financial Investigator in 2020 zonder kosten (blijven) ontvangen?
Meld u dan nu aan op onze website: www.financialinvestigator.nl



ACTIVE
THINKING

DIVERSE PERSPECTIVES SHAPE ORIGINAL THINKING

DNCA¹
INVESTMENTS

H2O
Asset Management

HARRIS ASSOCIATES

LOOMIS | SAYLES®

mirova
Investing in sustainability

Ostrum¹
ASSET MANAGEMENT

SEEYOND

VAUGHAN
NELSON INVESTMENT
MANAGEMENT

At Natixis Investment Managers, we practice Active Thinking®. 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

 **NATIXIS**
INVESTMENT MANAGERS

1. A brand of DNCA Finance. • Copyright © 2019 Natixis Investment Managers S.A. - All Rights Reserved.

FOR PROFESSIONAL CLIENTS ONLY. All investing involves risk, including the risk of capital loss.

The above referenced entities are affiliates of Natixis Investment Managers, the holding company of a diverse line-up of specialized investment management and distribution entities worldwide. Their services and the products they manage are not available to all investors in all jurisdictions. Provided by Natixis Investment Managers, Netherlands (Registration number 50774670). Registered office: Stadsplateau 7, 3521AZ Utrecht, the Netherlands.. • ADINT141-0819

LGIM: Niet importtarieven VS, maar Chinese consument oorzaak van groeivertraging China

Niet de Amerikaanse importtarieven, maar de Chinese consument is de belangrijkste oorzaak van de economische groeivertraging in China. Dat concludeert Global Emerging Market-econoom Erik Lueth van Legal & General Investment Management (LGIM).

Sinds Trump medio 2018 begon met het invoeren van tarieven, heeft de handel in feite een positieve bijdrage geleverd aan de groei van het bbp van China. 'De Chinese export is verzwakt, maar niet meer dan die van andere landen die geen importtarieven kregen opgelegd', schetst Lueth. 'Met andere woorden: er was een wereldwijde vertraging. En wat nog belangrijker is voor China: de import van het land verzwakte in grotere mate dan de export, wat leidde tot een positieve groei-bijdrage van de netto-export (export min import).'

Volgens Lueth liggen de niet-aflatende inspanningen van de Chinese autoriteiten om het financiële systeem van risico's te ontdoen ten grondslag aan de krimp in kredietverstrekking. Die heeft ook de Chinese consument hard geraakt. Bovendien liepen enkele stimuleringsregelingen af en werden emissiestandaarden aangescherpt, waardoor ook het aantal autoverkopen met 16% daalde.

De importtarieven die de VS heeft opgetrokken voor producten uit China, zijn lang niet zo schadelijk voor de Chinese economie als gedacht, concludeert de LGIM-econoom. De Chinese export lijdt slechts beperkt onder de Amerikaanse importtarieven, omdat een deel ervan wordt verlegd naar andere landen, zoals Vietnam en Taiwan, waarvandaan de goederen alsnog naar de VS worden verzonden.



Haar drive voor het communicatievak is groot, ze raakte erin bedreven door haar ervaring in uiteenlopende werkomgevingen als Arcade Music Group, NOB Interactive, SNS Reaal, Nuon, Econcern/Evelop, Mazars Paardekooper Hoffman, Hilverzorg, Achmea en PGGM. Sinds 2014 is ze Adviseur Corporate Communicatie en Pensioenwoordvoerder bij Pensioenfonds Zorg en Welzijn.

De agenda van Ellen Habermehl

ZAKELIJKE PRIORITEITEN

- Voorbereid zijn op vragen van journalisten, op dit moment natuurlijk vaak over het 'korten' en de financiële situatie bij pensioenfondsen.
- De presentaties en interviews van onze voorzitter Joanne Kellermann en directeur Peter Borgdorff voorbereiden. Met alle aandacht die er nu voor pensioen is, zijn dat er behoorlijk wat.
- Ons bestuur werkt aan een ambitieus nieuw beleggingsbeleid. Daarbij hoort een communicatieboodschap waaraan ik mede bijdraag.
- Samen met collega's voortdurend onderzoeken hoe we pensioen simpeler en laagdrempeliger bij onze deelnemers onder de aandacht kunnen brengen.

PERSOONLIJKE PRIORITEITEN

- Ook oudere kinderen blijven tijdvreter: meegaan naar voetbalwedstrijden, naar open dagen voor studies, helpen bij huiswerk, altijd is er wel iets dat mijn aandacht vraagt.
- Onze zomervakantie regelen. We willen de komende zomer heel graag op zeilvakantie in een lekker warm land met mooie baaitjes waar we met de (huur) boot voor anker kunnen gaan.
- Gezellige etentjes met leuke mensen, zo vaak mogelijk!
- Met mijn neus de boeken in, ik ben begonnen met de studie HBO-Verpleegkunde. Het boeit mij om te leren over de materie waar een deel van onze deelnemers dagelijks mee bezig is.
- Meer leuke activiteiten met mijn lieve moeder ondernemen.
- Naar leuke concertjes in bijvoorbeeld Tivoli Vredenburg. Dat doe ik veel te weinig.

Syntrus Achmea ontvangt voor 345 miljoen euro aan nieuwe mandaten in woninghypotheken

Vijf Nederlandse pensioenfondsen gaan via Syntrus Achmea Real Estate & Finance in totaal 345 miljoen euro extra investeren in het Particuliere Hypothekenfonds. De extra mandaten van de klanten zorgen voor een versnelde groei van het hypotheekbedrijf. Eerder maakte Syntrus Achmea al bekend dit jaar voor 2,5 miljard euro aan nieuwe hypotheken te verstrekken: 1,4 miljard euro uit nieuwe mandaten en 1,1 miljard euro uit aflossingen van bestaande hypotheken.

Psf. Notariaat kiest NN IP als fiduciair adviseur

Het bestuur van Pensioenfonds Notariaat heeft NN Investment Partners aangesteld als fiduciair adviseur. De aanleiding voor het selectietraject was de herinrichting van de interne vermogensbeheerfunctie van Pensioenfonds Notariaat. In de rol als fiduciair adviseur zal NN IP het pensioenfonds ondersteunen op het gebied van strategische beleggingsvraagstukken, advisering over balansbeheer, monitoring van vermogensbeheerders en ondersteuning bij een aantal operationele activiteiten.

Twee NL pensioenfondsen bundelen krachten in Dutch Engagement Network

Pensioenfonds Horeca & Catering en Pensioenfonds Detailhandel hebben gezamenlijk het Dutch Engagement Network opgericht. Doel van het initiatief is om bedrijven in de portefeuille direct te stimuleren tot een duurzamere bedrijfsvoering.

Uit onderzoek van Universiteit Maastricht onder deelnemers van Pensioenfonds Detailhandel is gebleken dat zij een duurzamere beleggingskoers verlangen. Voor de organisatie was dit aanleiding om de beleggingsportefeuille duurzamer te organiseren. Zo zijn Pensioenfonds Detailhandel en Pensioenfonds Horeca & Catering met elkaar in gesprek geraakt.

Beide pensioenfondsen ervoeren dat ze een beperkte invloed hadden op het duurzame karakter van de bedrijven in hun aandelenportefeuille, doordat ze voor de uitvoering van een duurzame beleggingsstrategie hoofdzakelijk gebruikmaken van gespecialiseerde toeleveranciers. Met het initiatief willen de pensioenfondsen thematisch bedrijven engagen op specifieke ESG-doelstellingen. Bovendien verwachten ze door de samenwerking de engagement-activiteiten kostenefficiënter te organiseren.

Psf. Loodsen stelt BlackRock aan als fiduciair manager

BlackRock is aangesteld als fiduciair manager van Stichting Beroepspensioenfonds Loodsen. In deze rol gaat BlackRock het ruim EUR 1 miljard grote pensioenfonds adviseren over hoe het fonds haar beleggingsportefeuille het beste kan inrichten, rekening houdend met de toekomstige pensioenuitkeringen en de actuele marktomstandigheden. Naast de strategische advisering, zal BlackRock ook het selecteren en monitoren van managers en het balans- en risicomanagement, inclusief het beheer van de rente- en valuta afdekking, verzorgen.

Invesco: Aandelenrally kan nog even doorgaan

De huidige aandelenrally zet zich de komende weken vermoedelijk voort. Dat verwacht Chief Global Market Strategist Kristina Hooper van vermogensbeheerder Invesco.

Hooper baseert zich onder andere op recente uitspraken van Jerome Powell, voorzitter van de Fed, tijdens een persconferentie. Aanvankelijk stelde Powell nog dat de Fed 'overeenkomstig zou handelen om het huidige klimaat voort te zetten'. Tijdens de persconferentie deed Powell echter iets opmerkelijks. Hij sprak daar de belofte uit dat de Fed 'geen renteverhoging doorvoert totdat de inflatie substantieel stijgt'. Resultaat: een rally op aandelenbeurzen.

De Invesco-strategie stelde eerder dat het monetaire beleid een positiever effect heeft op de aandelenprijzen dan op de algemene economie.

Mogelijke oorzaken waardoor de huidige aandelenrally zou kunnen ontsporen, zijn er ook, stelt de strateeg. Zo is de kans aanwezig dat de eerste fase van de onderhandelingen over een handelsovereenkomst tussen de VS en China mislukt door tegenstrijdige belangen van beide partijen. En hoewel het Amerikaanse banenrapport positief was, klokte de Chicago Purchasing Managers Index in op een teleurstellende 43,2. Dat cijfer was niet alleen beneden verwachting, maar ook nog eens het laagste in vier jaar. Bovendien blijft de productie-industrie zwakke cijfers bekendmaken.

Powells woorden mogen dan opmerkelijk zijn geweest, constateert Hooper, het blijven slechts woorden. De grootste dreiging voor een door de Fed geïnitieerde aandelenrally vormt een toespraak door Jerome Powell of vice-voorzitter Richard Clarida waarvan de inhoud niet overeenkomt met eerdere uitspraken. In de eerste twee genoemde scenario's kan de Fed de oplossing bieden. In het laatste zou de Fed het probleem zijn, aldus Hooper.

Dreigende economische crisis door toenemende ongelijkheid en hogere schuldenlast

DOOR JOOST VAN MIERLO

De wereld stevent af op een nieuwe crisis. Niet zo ernstig als in 2008, maar toch. Het zal lastig worden deze te bestrijden. Veel van het kruit daarvoor is in de afgelopen jaren verschoten. Dit zijn de niet al te optimistische woorden van Erik Norland. Als econoom in dienst van de Amerikaanse beursfirma CME (Chicago Mercantile Exchange) is hij gespitst op de informatie die vooral de optiebeurzen verstrekken.

De volatiliteit in de markt is groot. Doet dat denken aan de situaties in 2000 en 2008?

'De piek in de onzekerheid was indertijd een voorbode voor een wereldwijde crisis. Dat kan ook nu zomaar gebeuren.

De situatie is vooral in de Verenigde Staten en Europa precair.

Het grote probleem is de verbroken relatie tussen productiviteitsgroei en het gemiddelde inkomen. Daardoor zijn mensen niet langer meer in staat om te consumeren wat ze produceren. Ze moeten zich in de schulden steken. De oplossing daarvoor is niet zo eenvoudig. Lonen moeten gelijke tred gaan houden met productiviteitsgroei. Het zou nog beter zijn als de lonen sterker zouden stijgen dan de productiviteit. Dan komt er ook weer iets van normale inflatie terug. En daarmee kan de schuldenberg worden verminderd.'

U refereert aan 2008. Maar dat was een bankencrisis. Banken staan er nu toch beter voor?

'Dat klopt. De crisis werd echt veroorzaakt door de chaos op de Amerikaanse huizenmarkt. Daar is op dit moment geen sprake van. En banken hebben de afgelopen jaren duidelijk hun best gedaan om hun balans op te schonen. Nee, de huidige situatie is veel meer vergelijkbaar met die rond het millennium. Dat was een periode van strenge monetaire politiek. De rente werd voortdurend verhoogd.

Het grote probleem is de verbroken relatie tussen productiviteitsgroei en het gemiddelde inkomen. Daardoor zijn mensen niet langer meer in staat om te consumeren wat ze produceren.

Dat is de afgelopen jaren ook in de Verenigde Staten gebeurd. Goed, er waren recent wat verlagingen, maar de Fed heeft aangegeven dat het alert blijft op noodzakelijke verhogingen.'

Het was toch ook een crisis die werd veroorzaakt door absurde waarderingen voor internetbedrijven? Toen die bubbel werd doorgeprikt stortten de koersen in elkaar.

'De huidige situatie is inderdaad anders. Zelfs Amazon maakt nu winst. Maar je ziet toch extreme waarderingen op aandelenbeurzen. Die bereiken record na record, maar als je goed kijkt, is het een kleine groep bedrijven die voor deze records zorgt. Het gaat om technologiebedrijven, bedrijven in de gezondheidszorg en producenten van luxeartikelen. Er zijn talloze bedrijven waar het heel matig mee gaat, vooral in de retailsector. Energie, consumentengoederen, industrie, de financiële sector, ze staan allemaal onder druk. Dat is weer vergelijkbaar met de situatie rond 2000.'

Maar dat was een periode van globalisering. China trad toe tot de WHO, de Amerikanen hadden hun eerste NAFTA-akkoord. Nu is het protectionisme dat de klok slaat.

'Dat is een zorgelijke ontwikkeling. Er lijkt sprake van dooi in de spanningen tussen de Verenigde Staten en China. Maar dat hebben we eerder gezien. De situatie kan letterlijk met één Twitter-bericht oplaaien. Het draagt bij aan de onzekerheid waar ondernemingen wereldwijd mee te maken hebben.

In Europa lijkt de integratie tot stilstand gekomen. Met Brexit is er waarschijnlijk zelfs sprake van een teruggang, hoewel je ook kunt zeggen dat verdere integratie binnen de EU zonder de Britten gemakkelijker wordt.

Het zijn zorgelijke ontwikkelingen. Er is sprake van een

opkomst van ultrarechtse partijen. Dat is geen klimaat waarin het aantrekkelijk is om te investeren.'

Hoe kijkt u aan tegen het stimuleringsbeleid van centrale banken?

'We hebben te maken met een enorm stimuleringsbeleid, maar het wakkert de groei niet aan. De oorzaak is dat monetair stimuleringsbeleid heel goed kan werken in een situatie waarin sprake is van lage schulden. Maar dat is nu niet aan de orde. Wat je daardoor ziet, is dat er sprake is van substitutie van schuld. Het verschuift van de private sector naar de publieke sector. Maar de schuldenberg blijft enorm.

We hebben feitelijk te maken met de situatie van Japan in de jaren negentig. Er werd indertijd wat verwonderd gekeken naar dat land. 'Wat raar dat ze niet in staat zijn om de groei te stimuleren', zeiden we tegen elkaar. Maar het hele Westen is wat meer op Japan gaan lijken.

We hebben er ook wel wat van geleerd, trouwens. We hebben in het Westen in ieder geval weten te voorkomen dat we in het drijfzand van deflatie terecht zijn gekomen. Dan zou de situatie nog erger zijn.'

De Verenigde Staten heeft de economische groei toch gestimuleerd de afgelopen jaren?

'Ja. Er was sprake van een procyclisch stimuleringsbeleid. Door belastingverlagingen voor de rijken en door hogere overheidsuitgaven is het begrotingstekort opgelopen van 2% toen Obama vertrok naar 5% nu.

Maar dat is in een situatie waarin de werkloosheid op een historisch dieptepunt is beland. De groeiramingen voor de Verenigde Staten worden nu neerwaarts bijgesteld. Afgelopen jaar was het nog 3,5%, nu wordt voor volgend jaar rekening gehouden met een groei van 1%. Dat gaat zijn weerslag hebben op de werkloosheid. En dan zitten we met een geweldig probleem. Want met het omhoogschietende overheidstekort is er geen ruimte voor de overheid om uitgaven te verhogen. En de Fed heeft nauwelijks ruimte om de rente verder te verlagen. Er is 1,5 procentpunt aan ruimte voor verlagingen, maar dat is historisch gezien niet veel. Ondanks de reeks van negen renteverhogingen bevindt die rente zich nog altijd op een uitzonderlijk laag niveau.'

Hoe kijkt u naar de situatie in Europa?

'De situatie is in zekere zin vergelijkbaar. De ECB is feitelijk vrij machteloos. Het geeft te denken dat de nieuwe ECB-president net voor haar officiële aantreden landen als Duitsland en Nederland opriep om meer te investeren. Ze gaat over het monetaire beleid, maar ze begint met opmerkingen te maken over overheidsuitgaven. Dat is geen goed teken.

Niet dat ze geen gelijk heeft. Het probleem is dat de landen die de hand op de knip zouden moeten houden, zoals Italië, hun uitgaven verhogen, terwijl landen als Duitsland en

Nederland, die er de ruimte voor hebben, het niet willen. De situatie in Duitsland krijgt brede steun. Ik was er recent op een congres en vroeg aan de aanwezigen of ze niet vonden dat Duitsland meer moest investeren. Maar ze vonden de schuld te hoog. Die bevindt zich inderdaad nog net boven de officiële ECB-grens van 60%. Maar de schuld is er veel lager dan elders.



CV

Erik Norland is Executive Director en Senior Economist bij CME Group en gevestigd in Londen. Hij is een van de woordvoerders van CME Group als het gaat om het analyseren van wereldwijde economische, financiële en politieke ontwikkelingen. Voordat hij bij CME Group aan de slag ging, werkte Norland 15 jaar bij diverse hedge funds en zakenbanken, onder andere in Parijs. Hij studeerde economie aan St. Mary's College in Maryland en behaalde een masters degree in Statistics aan Columbia University.

Het andere probleem is dat Duitsland andere landen geen excuus wil geven om de uitgaven ook te gaan verhogen. De situatie binnen de eurozone is nu eenmaal heel fragiel.'

Wat kunnen de komende grootmachten op het wereldtoneel, China en India, doen?

'In beide landen is meer ruimte. De overheidsschuld van China is de laatste jaren gestegen maar met een percentage van net iets minder dan 50% nog altijd relatief laag. De groei in China vertraagt, maar je weet dat de Chinese overheid op zal treden als er sprake is van een serieuze recessie. Dat hebben ze in 2008/2009 ook gedaan en dat is heel succesvol geweest. Ook op monetair gebied is er nog ruimte in China.

De situatie in India is anders. De tekorten van centrale en regionale overheden zijn hoog. Daar staat tegenover dat de schuld in de private sector niet te vergelijken is met China of met bedrijven in het Westen.

Het betekent dat er wat dat betreft ruimte zit. Bedrijven zijn ook eindelijk op grotere schaal gebruik gaan maken van banken als intermediair. Het verzet daartegen zat diep, maar het verbod op het gebruik van bankbiljetten met een hoge waarde heeft ervoor gezorgd dat bedrijven nu meer gebruikmaken van banken. Dat heeft voor een aanzienlijke verbetering van de efficiency gezorgd.'

Maar het blijft geen zonnig vooruitzicht. Wat moet er veranderen?

'Je moet naar de oorzaken van de huidige problemen gaan. Waar komt de enorme toename van de schuld vandaan? De wezenlijke oorzaak is dat de loonstijging is achtergebleven bij de productiviteitsgroei. Dat is overal zo, maar de situatie is vooral in de Verenigde Staten duidelijk. Het heeft voor een toenemende ongelijkheid gezorgd, wat ook haar weerslag heeft op de politieke keuzes die zijn gemaakt. Het is een proces dat al lang geleden in gang is gezet. In de Verenigde Staten is het in de jaren zeventig begonnen. Door

Het is noodzakelijk dat inkomens weer gelijke tred gaan houden met de productiviteit. Het zou ideaal zijn als we in staat zouden zijn om de lonen een tijd lang meer te laten stijgen dan de productiviteit.

het achterblijven van de lonen kunnen werknemers niet consumeren wat ze produceren. Of ze kunnen dat in ieder geval niet doen zonder zich in de schulden te steken. Daardoor vindt er een verschuiving plaats van consumenten naar de aanbieders van kapitaal.

Het heeft diverse gevolgen gehad. Met de achterblijvende vraag van consumenten liep de inflatie terug. Centrale banken hebben nog steeds een doelstelling van 2% inflatie, maar die wordt al decennia niet gehaald. Iedere keer wordt de voorspelling dat de inflatie terug zal keren, een paar maanden vooruitgeschoven.

De andere gevolgen zijn een toenemende ongelijkheid en hogere schuld, precies de situatie waar we nu mee te maken hebben.'

Hoe los je dat op?

'Het is noodzakelijk dat inkomens weer gelijke tred gaan houden met de productiviteit. Het zou ideaal zijn als we in staat zouden zijn om de lonen een tijd lang meer te laten stijgen dan de productiviteit. Dat zou ervoor zorgen dat er weer sprake zou zijn van een normale inflatie, eentje die weer in de buurt komt van de doelstellingen van centrale banken. Dat is voor iedereen beter.

De beste manier om dit voor elkaar te krijgen, is het verlagen van belastingen voor lagere inkomens. In de Verenigde Staten gebeurt precies het omgekeerde, vanuit de gedachte dat de lagere belastingen voor superrijken uiteindelijk zullen leiden tot positieve effecten voor iedereen. Dit 'trickle down' effect werkt echter niet in de praktijk. Het is veel beter om de ondergrens waarbij inkomstenbelasting moet worden betaald, te verhogen. Dan zijn hele groepen mensen met lagere inkomens geen inkomstenbelasting meer verschuldigd. Het kan ook door bijvoorbeeld sociale zekerheidsbelastingen te verlagen. Dat heeft president Obama indertijd gedaan. Het werkt heel stimulerend.' «



Te veel schuld is schuld aan nieuwe crisis;

Weinig ruimte voor nieuw stimuleringsbeleid;

Loongroei moet stijging productiviteit volgen;

Belastingverlaging voor lagere inkomens veel effectiever.



DOOR ANDY LANGENKAMP, SENIOR POLITICAL ANALYST BIJ ECR RESEARCH

COLUMN

Mondiale instabiliteit en lage groei blijven elkaar aanwakkeren

De politieke onrust in de wereld houdt waarschijnlijk aan en de wereldeconomie wordt daardoor almaar kwetsbaarder.

Het wordt snel onrustiger in de wereld. Zowel in ontwikkelingslanden als in rijke landen gaan mensen massaal de straat op. De demonstraties en diepgewortelde onvrede zijn mede te herleiden naar de crisis van het neoliberalisme en de populistische reactie hierop.

In wezen is HET hedendaagse politiek-economische vraagstuk hoe de volgende drie doelen verenigd kunnen worden: redelijke tot hoge groei, evenrediger welvaartsverdeling en bescherming van de aarde voor volgende generaties. Hierbij kan populisme iets goeds betekenen door de elite wakker te schudden en aan te zetten tot hervormingen voordat het hele systeem instort.

Amerika levert een goed voorbeeld. Eind negentiende eeuw was de ongelijkheid doorgeslagen. Door de overgang van een agrarische naar een industriële samenleving en door een langdurige depressie zaten boeren aan de grond. De overheid kon en deed weinig. Het borrelend populisme vond zijn weg in de vorm van de People's Party, ook bekend als de Populist Party.

De gevestigde orde was als de dood. De Populist Party leek op weg naar de macht, maar viel uit elkaar. Wel bereidde het de weg voor hervormingen door opeenvolgende presidenten om de kapitalistische democratie meer lonend te maken voor de massa en zo te voorkomen dat het systeem zou klappen.

Je zou dus kunnen stellen dat populisme is ingebakken in de democratie als een noodzakelijk correctiemechanisme, waarbij de massa aan de populistische bel trekt als de elite te veel macht heeft opgeslurpt en te ver van het verantwoordelijk pad is afgedwaald. Een middenweg is nodig, waarbij de elite voldoende zeker in haar zetel zit om de instituties van de kapitalistische democratie goed te laten werken, maar niet zo vastgeroest dat vriendjespolitiek en corruptie overheersen. Tegelijk moet de bredere samenleving voldoende meeprofiteren van de welvaartsgroei en ervan overtuigd zijn dat het de elite tot de orde kan roepen.

Van die middenweg is te veel afgedwaald. Aan de ene kant heb je het kamp met een TINA-houding tegenover de liberale democratie: *there is no alternative*. Dit kamp is regelmatig blind voor schaduwkanten van de liberale democratie, wat leidt tot doorgeslagen technocratie. Nationalisten die op menig plek doorslaan richting autoritarisme, zijn het antwoord op het TINA-kamp.

Veel van de wereldwijde onrust is dus het gevolg van gemankeerde politieke systemen die onvoldoende antwoord bieden op de uitwassen en bijwerkingen van globalisering, de vrije markt en verstikkende bureaucratieën.

Naarstig wordt gezocht naar antwoord op de vraag hoe groei, meer gelijkheid en duurzaamheid te verenigen zijn in een tijdperk van mondialisering, gigantische macht van multinationals en door internet en andere moderne technologie duidelijk zichtbaardere vormen van corruptie en tegelijk zich makkelijker verspreidende protesten.

Een negatieve wisselwerking dreigt tussen onrust en laag blijvende groei. Groeivoorspellingen worden steeds verder naar beneden bijgesteld. Hierdoor wordt de dollar op middellange termijn sterker, gezien de status van veilige haven die de munt (nog) bezit. Ook blijven grondstofprijzen onder druk staan. Dit pakt slecht uit voor veel opkomende landen, waar het al onrustig is: zij zijn vaak afhankelijk van grondstoffenexporten en hebben veel dollarleningen, waardoor schulden steeds moeilijker te dragen zijn. Zo ontstaat nog meer onvrede.

Wereldwijde instabiliteit zorgt ook voor meer onzekerheid bij Westerse multinationals over onder meer internationale productieketens. Zij zullen investeringen terugschroeven en minder personeel aannemen.

Kortom, mondiale politieke ontwikkelingen wijzen eerder op meer neerwaartse druk op de economische groei dan op de adressering van oorzaken van die zwakke groei. «



Slim is de sleutel

DOOR JOLANDA DE GROOT

De vermogensbeheerder van de toekomst is een slimme dataspecialist met kennis van internationale markten, een goed gevoel voor kansen en risico's, een scherpe antenne voor ontwikkelingen al voordat ze zichtbaar zijn en een oprecht maatschappelijk verantwoordelijkheidsgevoel. Daarmee beweegt hij of zij zich met comfort in de bedrijfstak, waarin het steeds meer draait om transparantie, integriteit en uitlegbaarheid.

Dat zegt Martijn Scholten, Directeur Vermogensbeheer van pensioenuitvoerder MN in Den Haag: 'Ons vakgebied ontwikkelt zich continu en steeds sneller. De moderne professional evolueert razendsnel mee en kijkt holistisch en intelligent naar mogelijkheden voor synergie tussen tech, data, geld en maatschappij.'

Atypisch

Martijn Scholten is een atypische vermogensbeheerder, een generalist in het vakgebied. 'Ik weet van veel dingen in dit vakgebied een beetje. Dat profiel komt mij goed van pas: boven de materie hangen en opties tegen elkaar afwegen.'

Scholten is opgeleid tot bouwkundige en belandde bij toeval op de onroerend goed-afdeling van de pensioenuitvoerder, inmiddels ruim achttien jaar geleden. 'Tijdens mijn studie Bouwkunde merkte ik dat er niet echt een talentvolle architect in mij huist. Hoewel ik heel erg van mooie ontwerpen houd, heb ik niet de briljante creatieve blik die sommige architecten kenmerkt. Omdat ik een vak wilde leren waar ik wél goed in zou kunnen zijn, koos ik voor de richting Real Estate & Housing. Ik kwam voor een stage bij de vastgoedbeleggers van MN en mocht daar uiteindelijk blijven.'

Tot op de dag van vandaag is hij aan boord. 'En vol overtuiging', voegt Scholten er lachend aan toe. 'Dat schijnt heel bijzonder te zijn in de hedendaagse arbeidsmarkt, maar dit bedrijf biedt een omgeving die mij goed past. Het sluit ook goed aan bij mijn persoonlijke profiel om al bijna twintig jaar bij dezelfde organisatie te werken. Mijn omgeving kent mij als loyaal, stabiel en toegewijd. Ik ben gericht op samenwerking.'

Scholten doorliep verschillende functies in en dicht bij de vermogensbeheerpraktijk, van vastgoedbeleggingsspecialist tot account en client portfolio manager, van asset manager-selectie en -monitoring tot het beheer van uiteenlopende beleggingsproducten en -fondsen. Hij verbreedde zijn theoretische basis met de opleiding Leiderschap bij IMD in Lausanne, volgde een programma van INSEAD, studeerde

Veranderkunde aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam en haalde de CFA-certificaten. In de afgelopen jaren was hij Directeur Fiduciair Beheer en sinds afgelopen oktober is hij eindverantwoordelijk voor de gehele vermogensbeheerpraktijk van MN. In deze rol is hij de opvolger van voormalig CIO Gerald Cartigny, die na zeven jaar naar Goldman Sachs vertrok om daar de Benelux-operatie te gaan leiden.

Fiduciair

Scholten begon rond de afsplitsing van PMT, kort na de eeuwwisseling. Hij maakte de uitbreidingen van de klantenportefeuille van dichtbij mee, met de komst van onder andere PME en Bpf Koopvaardij in 2008 als grote klanten – naast PMT – voor de integrale dienstverlening (pensioenadministratie en communicatie plus vermogensbeheer). MN verzorgt daarnaast het vermogensbeheer voor een aantal kleinere pensioenfondsen. Sinds hij begon, is het belegd vermogen meer dan vervijfvoudigd, naar inmiddels ruim € 160 miljard. 'Hoewel daar niet per se een causaal verband mag worden gelegd', voegt hij er lachend aan toe.

'Wij zijn altijd een pionier geweest in de ontwikkeling van het fiduciaire gedachtengoed', meent Scholten. 'Asset managers en consultants hebben het concept natuurlijk ook in belangrijke mate gevoed, maar als uitvoerder zonder commerciële doelstelling staan wij zo dicht bij het pensioenfonds en haar achterban dat we die fundamentele 'vertrouwensrol' echt in de kern kunnen vervullen. Dat zie je terug in de keuzes in governance, de positie dicht bij de bestuursstaf en de plek voor in de keten. Je merkt die sterke verbinding in deze tijden, waarin historisch hoge rendementen worden gerealiseerd, maar waarin de fondsen zich tegelijkertijd moeten voorbereiden op mogelijke verlagingen.'

Het past bij mijn persoonlijke profiel om al bijna twintig jaar voor dezelfde organisatie te werken.

‘Onze mensen voelen de binding met de deelnemers van de fondsen. Dit zijn de mensen voor wie we het doen. Onze professionals kiezen er heel bewust voor om hun kennis in te zetten in een omgeving met een directe maatschappelijke impact, in plaats van zich te verbinden aan de commerciële partijen op de Zuidas of in de City. Ze worden bij ons niet afgeleid door doelstellingen voor winstmaximalisatie of het optimaliseren van aandeelhouderswaarde. In plaats daarvan kunnen zij als adviseur en uitvoerder echt als verlengstuk van het fonds opereren. Samen met en namens onze klanten toetsen we wat de beste focus is binnen de ESG- en SDG-thematiek, bepalen we daarin met elkaar de doelen en stappen en toetsen we het beleid in de deelnemerspanels. Die intensieve samenwerking tussen pensioenfondsen en uitvoerder van het vermogensbeheer is uniek. In essentie is dát de fiduciaire positie.’



CV

Geboren in 1977 in Rotterdam;
Opgegroeid in Papendrecht;
Opleiding Bouwkunde/ Real Estate & Housing (TU Delft);
Hele loopbaan (sinds 2001) bij MN;
Directeur Fiduciair Beheer, sinds 2016;
Directeur Vermogensbeheerpraktijk, sinds november 2019 «

Onze mensen kiezen heel bewust voor een omgeving met een directe maatschappelijke impact, en niet voor een commerciële partij op de Zuidas of in de City.

Bewuste belegger

In de loop der jaren zijn de mores in de vermogensbeheerpraktijk veranderd, heeft Martijn Scholten ervaren. Betrokkenheid, bewuste keuzes en een actieve uitvoering van het aandeelhouderschap zijn belangrijke ijkpunten geworden in de beleggingskeuzes. ‘Het pensioenfonds wordt gedreven door een oprecht maatschappelijk verantwoordelijkheidsbesef. In die lijn richt ook de pensioenuitvoerder zich op de balans tussen rendement, risico, verplichtingen en impact. De identiteit en overtuigingen van het pensioenfonds – de ‘investment beliefs’ – vormen het kompas voor de uitvoering van het beleggingsbeleid. Daar worden samen met de opdrachtgevers beleggingsprofielen en strategische kaders bij ontwikkeld. Dan gaat het niet alleen meer om een goed pensioen, maar ook om de bijdrage aan een betere wereld.’

Bewuste keuzes voor beleggingscategorieën, een reële kostencomponent in relatie tot impact op de langere termijn, inzichtelijke rapportages en een goede uitleg aan deelnemers. Dat alles in combinatie met een goed rendement. Met die aanpak willen de fondsen én wij een voorbeeldfunctie vervullen: laten zien dat een toonaangevend maatschappelijk en duurzaam beleggingsbeleid prima samen kan gaan met goede rendementen.’

Duurzaamheid en maatschappelijk bewustzijn hebben zich in de afgelopen vijftien jaar enorm ontwikkeld en steeds verder verankerd in de vermogensbeheerpraktijk, zegt Scholten. ‘Maatschappelijk verantwoord beleggen was nog niet zo lang geleden een noviteit. Daar werd met enige scepsis naar gekeken. Maar inmiddels is het besef verankerd dat we als institutionele partijen écht kunnen bijdragen aan een betere planeet, zonder dat dit ten koste hoeft te gaan van het rendement. Die overtuiging heeft zich razendsnel ontwikkeld van trend naar norm en vervolgens naar standaard. Vandaag de dag past - in elk geval bij ons - vrijwel de gehele portefeuille langs de ESG-meetlat. Namens onze opdrachtgevers toetsen we beleggingen aan SDG-criteria, praten we in PRI-verband over klimaatconvenanten of de implementatie van een wereldwijd leefbaar loon, gebruiken we spreektijd tijdens AvA's en zijn we samen zichtbaar met publieke stellingnames tegen ongewenste overnames, zoals bijvoorbeeld vorig jaar in het geval van Kraft Heinz en Unilever. Dat is een enorme transitie van

Het beeld van de pensioensector als een gesloten bastion met een ingewikkeld jargon past niet meer in de huidige tijd.

houding en impact van de institutionele belegger, als je daar vanuit recent historisch perspectief naar kijkt. Je ziet daarin terug dat de fondsen hun identiteit als 'hoeder' van de lange termijn heel serieus nemen.'

Bastion

Er zijn nog veel meer significante ontwikkelingen, zegt Scholten. 'Vroeger werd bijna alles actief belegd, tegenwoordig vooral passief. Klimaat en milieu, sociale en arbeidsomstandigheden over de hele wereld, geopolitieke spanningen, monetaire maatregelen, informatisering en digitalisering; er gelden nu op het wereldtoneel hele andere impulsen en invloeden voor institutioneel vermogensbeheer dan pakweg vijftien jaar geleden. De maatschappelijke druk op openheid, uitlegbaarheid en verantwoording is veel groter dan voorheen. En onomkeerbaar bovendien. Dat is een 'fact of life', maar ik vind die ontwikkelingen ook positief. We hebben als pensioensector lang in een eigen universum geopereerd, maar het beeld van een gesloten bastion met een ingewikkeld jargon past niet meer in de huidige tijd van betrokkenheid, sociale media en economische turbulentie.'

Meer openheid en inlevingsvermogen dus. Begrijpelijker uitleg, inzicht bieden en verantwoording afleggen. Scholten voelt zich comfortabel in dat moderne tijdsbeeld. 'We verwachten dat de interacties met de mensen voor wie we het doen steeds frequenter, sneller en directer zullen zijn. Hoe wij ons eigen werk inrichten, zal steeds kritischer worden bekeken. De lat komt hoger te liggen om kosten-efficiënter te opereren en sneller te schakelen, met een beter voorspelbaar resultaat.'

Onlangs legde MN haar strategische agenda voor de komende jaren vast, samen met haar aandeelhouders, onder wie de grote opdrachtgevers PME, PMT en Bpf Koopvaardij. Gezamenlijk hebben ze benoemd welke route de pensioenuitvoerder in de komende jaren zal volgen als het gaat om de verdere ontwikkeling van bijvoorbeeld nieuwe en bestaande dienstverlening, innovatie of ICT-vernieuwing. 'In de kern draait het om wendbaarheid en goed gebruik van de schaal', zegt Scholten. 'Een van onze uitdagingen is om zo slim mogelijk een selectie te maken van wat we zelf moeten doen, wat we beter kunnen uitbesteden en wat we samen met anderen doen, waarbij we onze kennis bundelen. Onze bestaande schaal is een belangrijk ijkpunt in die keuzes, maar een realistische inschatting van onze eigen



schaalbaarheid – de potentie om de bestaande schaal te verbreden en verdiepen – is minstens zo belangrijk.'

Data

'Je moet een scherp beeld hebben van waar je al goed in bent en waar je nog verder wilt verbeteren, maar ook van waar anderen altijd beter in zullen zijn. Wij digitaliseren zelf bijvoorbeeld ook in hoog tempo. We beseffen goed dat data steeds waardevoller en beter beschikbaar zullen worden. We beschikken over enorm veel ruwe data, maar je moet die ruwe data wel efficiënt en doeltreffend kunnen ontsluiten en integreren in processen, rapportages en onderzoek. Dat vraagt om specifieke en nieuwe skill-sets die zijn geïntegreerd in de vermogensbeheerpraktijk. De tijd dat ICT een aparte afdeling was op een andere verdieping, is wel voorbij. Tech wordt steeds meer ingebed en de invloed ervan wordt alleen maar groter. De vraag is in welke mate en op welke onderdelen je jezelf dan ontwikkelt, of waarin je vooral de markt volgt. Dat is geen unieke vraag voor onze organisatie en onze opdrachtgevers, de hele sector is hier al volop mee bezig.'

'De sleutelterm is 'slim'', zegt Scholten. 'Slim opereren betekent, doen waar je goed in bent en samenwerken op onderdelen waar andere partijen beter in zijn. Voorwaarde is dat je goed bij de andere partij past in schaal, stijl en identiteit, dat je over en weer openstaat voor nieuwe ideeën en perspectieven en bovenal: dat we nooit vergeten voor wie we het allemaal doen...' «

Slim opereren betekent, doen waar je goed in bent en samenwerken op onderdelen waar andere partijen beter in zijn.

Het goede verhaal vertellen

DOOR LIES VAN RIJSSEN

Net terug uit Indonesië speelt de jetlag hem nog parten, maar moeiteloos maakt hij duidelijk waar zijn drive ligt: het gaat altijd en helemaal om de pensioendeelnemer! Financial Investigator sprak met Steeph Custers, pensioenbestuurder namens FNV.



Foto's: Archief Steeph Custers

CV

- 2019 - nu FNV, Pensioenbestuurder; BPF-Meubel, Toezichthouder;
- 2019 - nu Eigen praktijk als Coach Mindfulness;
- 2011 - nu Bestuurder Pensioenen namens FNV in: SPF, Uitvoerend Bestuurder tot 2019; PHJ, Voorzitter tot 2019; BPF Houthandel, Bestuurder tot 2017;
- 2006 - 2010 FNV Bouw, Regiobestuurder Bouw- en Toeleveringssectoren;
- 2004 - 2006 FNV Bouw, Unitmanager Collectieve Belangenbehartiging;
- 1996 - 2004 FNV KIEM, Bestuurder Kunstensector en Unitmanager;
- 1995 - 2005 Bestuurder van diverse VUT- en pensioenfondsen;
- 1990 - 1997 Dienstenbond FNV, Sectorbestuurder Uitkeringsgerechtigden & Groothandel.

Omdat ik graag van mensen en groeperingen in de samenleving leer, ging ik antropologie studeren. Daarnaast verdiepte ik me in rechten. Het was de eerste helft van de jaren tachtig, een tijd van grote crisis. Ik had al wat vrijwilligerswerk gedaan bij de rechtswinkel en solliciteerde naar een functie als sociaal raadsman in Amsterdam. Ik werd het en bleef het zes jaar doen.

Rode draad in mijn leven is de verbinding zoeken. Mensen die minder geld en kansen hebben, wil ik van dienst kunnen zijn. Mijn werk als sociaal raadsman was nogal individuericht; op een zeker moment voelde ik me een soort politieagent richting de overheid. Begin jaren negentig ging ik daarom werken bij de FNV. Honderden cao's en sociale plannen heb ik afgesloten, in allerlei sectoren, van ANWB tot groothandel, IT en uitgeverij, maar ook voor het Muziektheater, de danssector en zelfs de bouw. Ik koos niet altijd de makkelijkste weg. Ik vind het namelijk belangrijk om af en toe met mijn poten in de klei te staan. Ik was ook jarenlang regiobestuurder bij FNV Bouw. Acht jaar geleden - ik had al enige ervaring met pensioenfondsen - werd ik ineens fulltime pensioenfondsbestuurder bij de FNV, een prachtige uitdaging.

Pensioen is complex, je raakt er nooit op uitgekeken. Deelnemers en leden, het zit dicht bij elkaar. En doordat je met veel stakeholders te maken hebt - onder andere met DNB en werkgevers - kun je wat voor deelnemers bereiken. Ook in de pensioensector zoek ik dus verbinding met mensen. Maar aan deelnemers moet je ook verantwoording kunnen afleggen. Je moet altijd kunnen uitleggen waarom je iets doet, anders ben je geen knip voor de neus waard. Bedenk wel dat je een vermogen beheert dat niet van jou is; je beheert de portemonnee van deelnemers. Zij vertrouwen jou hun pensioenpot toe! Momenteel richt veel protest zich direct op de overheid en het kabinet. Het is niet uit te

Rode draad in mijn leven is de verbinding zoeken. Mensen die minder geld en kansen hebben, wil ik van dienst kunnen zijn.

Pensioen is complex, je raakt er nooit op uitgekeken. Deelnemers en leden, het zit dicht bij elkaar. En doordat je met veel stakeholders te maken hebt, kun je wat voor deelnemers bereiken.

leggen dat het vermogen van fondsen in tien jaar verdubbeld is en er toch gekort zou moeten worden. Deze dagen gaat de FNV van Goes tot Groningen en van Akersloot tot Urmond uitleggen waarom minister Koolmees van Sociale Zaken en Werkgelegenheid maatregelen moet nemen en waarom we een freeze kunnen inlassen. Ik leg ook uit waarom we 'ja' hebben gezegd tegen het pensioenakkoord. Ik krijg er energie van mijn leden weer te zien, de plussen en de minnen te verklaren. Kom niet met vage verhalen, laat berekeningen zien waar nodig. Mensen willen weten: 'what's in it for me?' Als wij ons werk goed doen en complexe zaken uit kunnen leggen, kunnen we ver komen met elkaar. Ja, soms zijn er acties nodig, want mensen zijn juist betrokken en bereid om collectief te sparen. Ook maatschappelijk verantwoord beleggen met vrije vakbondsrechten zonder kinderarbeid hoort bij onze leden. Het milieu houdt hen bezig, al valt het soms terecht verkeerd als ineens honderden banen op de tocht staan, zoals bij de stikstofcrisis in de bouw.

Besturen is mensenwerk en het eerlijke verhaal vertellen is mijn vak. Niet alles wordt je in dank afgenomen. Dat betekent dus een rechte rug houden, ook tegenover werkgevers en tegenover bestuurders die niet volgens het boekje handelen. De andere kant opkijken kan niet: je moet je deelnemers recht in de ogen kunnen kijken. Met het rekenwerk heb ik minder, er zijn genoeg anderen die dat beter doen. Rekeninzicht is wel onmisbaar. Weten hoe pensioen werkt, hoe een beleggingsportefeuille zich verhoudt tot de pensioenverplichting, wat de risico's zijn, hoe je kunt diversificeren. Je moet een countervailing partner kunnen zijn voor je uitvoerend bestuurder en vermogensbeheerder. Het is goed dat de eisen voor geschiktheid van bestuurders de laatste jaren zijn aangescherpt.

Waar ik me zorgen om maak, is de ongebreidelde regelgeving rond risico's. Risicobeheersing binnen pensioenbesturen, hun pensioenuitvoerders en vermogensbeheerders is vanzelfsprekend noodzaak. Maar ik vraag me af of we hierin niet doorslaan. Natuurlijk is het zaak om de risico's

Waar ik me zorgen om maak, is de ongebreidelde regelgeving rond risico's. Ik vraag me af of we hierin niet doorslaan.



Afbeelding: Woordwolkn.nl

te beheersen en is het de taak van DNB om daarop toe te zien. Maar de verplichting om alle sub-sub-categorieën te onderscheiden in drie lagen van bestuursondersteuning en uitvoering en ook nog eens de sleutelfuncties onafhankelijk in te richten? Dat is zeker voor kleine fondsen onnodig belastend en kostenverhogend. Als we zo vijf-dimensionaal gedetailleerd gaan kijken, zijn we dan nog in staat om de echte risico's te zien? Zonnevlammen lijken nog steeds lastig voorspelbaar, maar eentje van klasse X kan hier elektromagnetische velden op grote schaal verstoren, zoals in het pre-IT-tijdperk in Canada. Overzien wij de gevolgen? Zijn we ons er voldoende van bewust dat bepaalde risico's helemaal niet worden beheerst?

In zekere mate speelt dat nu ook met de extreem lage rente. Die is niet voorzien en de impact van deze rente voor het huidige stelsel met de nu geldende regels al helemaal niet. Kortten is echter onnodig. Daar zijn we bij de FNV van overtuigd. En de wet geeft de mogelijkheid om korten even achterwege te laten. De minister heeft daar de bevoegdheid toe. Dat is geregeld in artikel 142 Pensioenwet. Vandaar onze oproep om de komende anderhalf jaar pas op de plaats te maken gezien de uitzonderlijke situatie. Het is niet meer te verkopen om premies te verhogen, de opbouw te verlagen en daarbovenop uitkeringen te verlagen. Dat er de afgelopen 10 jaar nauwelijks is geïndexeerd, betekent zo'n 15% koopkrachtverlies. Hoezo nominaal en zeker?

Ik ben ervan overtuigd dat wij met het nieuwe stelsel de problemen waar we tegenaan zijn gelopen, kunnen



oplossen. Ook al is dat nieuwe stelsel minder zeker, want je gaat ook eerder indexeren en korten. Berekend is dat de verwachte indexatie-kortingsverhouding 3 op 1 is. Indexeren wil niet alleen zeggen koopkrachtbehoud, maar ook welvaartsvastheid. Nog een reden waarom de FNV blij is met het akkoord. Het stukje buffer dat je nu hebt, een reserve van 5 tot 25%, wordt straks meteen ingezet voor indexatie als de dekkingsgraad hoger is dan 100%. Ook vinden we het een grote verbetering dat eerder stoppen met werken weer mogelijk wordt en dat we dat via de cao's kunnen afspreken. Voor deelnemers met zware beroepen is dat heel hard nodig.

Te belastend en te emotionerend werk moet je vóór zijn en het eist een zware tol als dat niet is gelukt. Ik kreeg een burn-out en leerde mindfulness kennen als een levenshouding die mij erdoorheen trok. De acht levenskwaliteiten, die ik 'mintraas' noem, staan voor mildheid, in het moment blijven, niet oordelen, trouw zijn aan jezelf, rustig afwachten, accepteren, achter je laten en stil kunnen zijn zonder iets na te streven. Het werkt zo goed bij mij, dat ik die levenshouding en de methode om dat aan te leren aan anderen wil overdragen.

Ik ben ervan overtuigd dat wij met het nieuwe stelsel de problemen waar we tegenaan zijn gelopen, kunnen oplossen.

Van de nood een deugd maken, zit in mij. Mijn burn-out greep diep in. Wars als ik ben van direct naar medicijnen grijpen, ging ik op zoek naar ondersteunende therapieën die ik zelf kon toepassen. Na een training in stressreductie drong het tot me door dat ik bepaalde dingen van mezelf niet wilde zien, die ik maar beter wel kon accepteren. Ik wil altijd bezig zijn, met de muziek, mijn werk, sport, sociale contacten, opa zijn van twee prachtige kleinkinderen. Om dat in balans te brengen, kost en levert veel energie. Prachtig, maar als het lijntje breekt, heb je verbazingwekkend veel moeite om toe te geven dat je niet alles kan. Van het een kwam het ander.

Er is een training tegen werkgerelateerde stress van John Kabat Zin, een van de grondleggers van mindfulness. Hij liet wetenschappelijk onderzoek doen en begon decennia geleden met een polikliniek voor mensen met burn-out-klachten, in Massachusetts in de Verenigde Staten. Een burn-out en andere werkgerelateerde klachten blij je te kunnen overwinnen via een strak achtweeks trainingsprogramma. Ik heb dat op mezelf toegepast en de opleiding gevolgd. Ik bedacht dat het zonde zou zijn om wat mij zo geholpen heeft niet door te geven aan lotgenoten. Inmiddels heb ik mijn eigen praktijk. Die loopt lekker en daardoor kan ik nu wat minder werken. Ik houd het klein en vind het mooi om te doen. Dankzij een tamelijk emotionerende periode in mijn werk is mij dit toegefallen.

En muziek blijft mijn passie: van klassiek tussen de schuifdeuren tot covers van popnummers voor het goede doel. Binnenkort zing ik en speel ik weer viool met mijn band, de Pensioengasten. Repeteren is er totaal bij ingeschoten, doordat ik de afgelopen weken in Indonesië zat. Maar dat komt goed. De Pensioengasten leren elkaar, door samen muziek te maken, anders kennen. Het enthousiasme van onze band is hartverwarmend. Ook muziek maken is verbindend. Net als bij mindfulness gaat het er altijd om dat mensen elkaar de ruimte geven om zichzelf te zijn. «

Rode draad in mijn leven is de verbinding met elkaar te zoeken;

Als bestuurder moet je af en toe met je poten in de klei staan;

Verantwoorden en uitleggen waarom ik iets doe: zo wil ik het;

Korten is onnodig en een slechte start voor het nieuwe stelsel;

Mindfulness werkt!



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

COLUMN

Zekerheid bieden aan zittende huurders vrije sector

IVBN-leden willen de reële huurstijging van zittende huurders beperken tot maximaal 2,5% boven inflatie per jaar en maximaal 7,5% in vijf jaar. IVBN-leden willen die maatregel zelfs wettelijk vastleggen.

Praktisch gezien zou het voorstel neerkomen op gemiddeld maximaal 1,5% huurstijging per jaar boven inflatie óf drie jaar 2,5% boven inflatie en dan twee jaar géén reële huurstijging. Jaarlijks mag niet meer dan 2,5% boven inflatie worden gevraagd; dus ook niet in één jaar 7,5%. Dit betreft de reguliere jaarlijkse huurstijging. Als er met de huurder investeringen zijn overeengekomen, bijvoorbeeld voor verduurzaming, geldt daarvoor een aparte afspraak.

Het is bijzonder dat belangrijke spelers in de vrije markt dit voorstel doen. Het kenmerk van de vrije huursector is immers dat zowel de aanvangshuur als de jaarlijkse huurverhoging contractueel tussen verhuurder en huurder worden overeengekomen. Contractueel kan die reële huurverhoging (dus boven inflatie) 3%, 4% of zelfs 5% bedragen. In plaats daarvan stelt IVBN nu een wettelijke maatregel voor. Dat doet IVBN omdat er te veel andere spelers in de vrije markt actief zijn, die met hogere huurverhogingen zouden kunnen doorgaan. Zij laten dan het (politieke) beeld intact dat de huurders in de vrije markt vogelvrij zijn. IVBN bestrijdt die (hardnekkige) beeldvorming en laat aan de hand van eigen cijfers zien dat de leden van IVBN over de laatste zeven jaar gemiddeld slechts 1% boven inflatie hebben gevraagd.

Het enige echt 'vrije' element in de vrije sector huur is dan nog de aanvangshuur voor een nieuwe huurder. Die aanvangshuur blijft gebaseerd op de kwaliteit, de voorzieningen en de ligging van de huurwoning. IVBN gaat de sector wel voorstellen om de aspirant-huurder meer informatie te geven over de markthuur

(bijvoorbeeld de huur per m²), zodat er een betere vergelijking kan worden gemaakt en excessieve huren zichtbaar worden.

De wettelijke beperking van de huurverhoging voor zittende huurders stelt IVBN voor om twee redenen. Ten eerste vindt zij dat huurders in de vrije sector meer zekerheid moeten hebben, omdat hogere huurstijgingen dan inflatie plus 2,5% eigenlijk niet meer aanvaardbaar zijn in de huidige tijd, waarin inkomensstijging bij veel groepen niet meer vanzelfsprekend is. Ten tweede speelt de voortdurende politieke onzekerheid over dreigende regulering van de aanvangshuren in de vrije sector. En dat wil IVBN echt voorkomen. Die onzekerheid leidt tot verstarring om investeringsbeslissingen te kunnen nemen. Ik vind dat de politiek op korte termijn duidelijkheid moet verschaffen over de toekomst van dit toch al veel te kleine marktsegment. Reguleren of stimuleren, dát is de politieke keuze.

In veel gevallen wordt er na mutatie van een huurder weer fors geïnvesteerd in een opnieuw te verhuren woning. Ook als er géén investeringen plaatsvinden, wordt een nieuwe markthuur gevraagd voor die woning. Die zal in veel situaties iets hoger liggen dan eerder. Bij een zeer langdurige verhuurperiode voorafgaand aan de mutatie, zal het voorkomen dat er wél een stevige verhoging van de nieuwe huur plaatsvindt. Dat leidt meestal tot onrust bij de overige zittende huurders, die vrezen met jaarlijks achterelkaar volgehouden forse huurverhogingen de huur niet meer te kunnen opbrengen. Met het voorstel van IVBN wordt zittende huurders daarom meer zekerheid geboden. «

VOORZITTER:

Jeroen Verleun, PGGM

DEELNEMERS:

Andre Broijl, *DSM Pension Services*

Rob Dekker, *Achmea Investment Management*

Tjomme Dijkma, *TKP Investments*

Marèn Klap, *a.s.r. vermogensbeheer*

April LaRusse, *Insight Investment Management*

(*a BNY Mellon boutique*)

Walter Leering, *InsingerGilissen Bankiers*

Jason Lejonvarn, *Mellon Capital (a BNY Mellon boutique)*

Nathan Levy, *ING*

Menno Meekel, *Altis Investment Management*

Erik Schmahl, *Rabobank*

Marthe Tuinstra, *PGB Pensioendiensten*

Martijn Vijver, *MN*

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met BNY Mellon.



NEGATIEVE RENTES VORMEN EEN GROOT PROBLEEM

Door Hans Amesz

Met name institutionele beleggers worden door wet- en regelgeving gedwongen om in vastrentende instrumenten te beleggen. Solide staatsobligaties en cash renderen negatief en om dat te compenseren zijn alternatieve fixed income-beleggingen nodig. Hoe lang zal de Europese Centrale Bank zijn huidige ruime monetaire beleid nog voortzetten? Welke gevolgen hebben de Chinees-Amerikaanse handelsoorlog en de Brexit op de fixed income-markten? En welke rol spelen demografische factoren?



Wat is het effect van de handelsoorlog tussen China en de Verenigde Staten op de fixed income-markten?

April LaRusse: 'De handelsoorlog zorgt voor veel volatiliteit in de markten.'

Rob Dekker: 'Door de handelsoorlog nemen de risico's toe. Die komen nog boven op de Brexit-risico's.'

Walter Leering: 'Door hogere onzekerheid zullen kapitaalsuitgaven door bedrijven afnemen. Dit is negatief voor de economische groei en zorgt uiteindelijk voor druk op de rentetarieven.'

Nathan Levy: 'De handelsoorlog zorgt voor lagere rentes, minder economische groei en minder inflatie. Maar een kleine

deal tussen de Verenigde Staten en China – en misschien hebben we daar al een deel van gezien – zal weer soelaas bieden.'

Marthe Tuinstra: 'De onzekerheid neemt toe en de economische groei vertraagt. De centrale banken zullen daarop moeten reageren met een ruimer monetair beleid. Renteverlagingen en Quantitative Easing (QE) leiden tot het inkomen van credit spreads. Als er een handelsschok ontstaat door iets dat we niet voorzien hebben, kan dat mogelijk leiden tot een vlucht naar kwaliteit, wat erop neerkomt dat beleggers weer meer Amerikaans staatspapier gaan kopen en credit spreads uitlopen.'

LaRusse: 'Omdat president Trump nu al bezig is met zijn herverkiezingscampagne, denk ik dat hij wil laten zien dat er vooruitgang wordt geboekt bij het oplossen van het

> **Jeroen Verleun** is sinds 2017 werkzaam bij PGGM als Senior Investment Manager in het External Management team, waar hij zich richt op Emerging Market Debt Local Currency en EM Corporate Debt. Hiervoor was Verleun werkzaam bij Aviva Investors en Barclays Capital in fixed income research-gerelateerde rollen. Daarnaast heeft hij werkervaring als Research Associate bij Harvard Business School. Verleun heeft Finance en Economie gestudeerd aan respectievelijk de Vrije Universiteit Amsterdam en Universiteit Utrecht en is tevens CFA- en CAIA-charterholder.





> **André Broijl** is Investment Manager bij DSM Pension Services. Broijl heeft 25 jaar ervaring in financiële markten, met een specialisme in vastrentende waarden. Voordat hij bij DSM Pension Services in dienst trad, werkte hij bij Mirabaud in Londen en gaf daar leiding aan het Investment Grade Credit-team. Daarvoor vervulde Broijl diverse functies bij Achmea, ING Investment Management en Robeco. Hij begon zijn carrière bij Royal Netherlands Levensverzekeringen. Broijl is CFA-charterholder en heeft een diploma Bedrijfseconomie van de Rijksuniversiteit Groningen.

Amerikaans-Chinese handelsconflict. Het risico voor de markten kan zijn dat er proefballonnen worden opgelaten en er een uitverkoop van obligaties komt.'

Tjomme Dijkma: 'Ik verwacht geen majeure deal. De huidige toestand kan nog zeer lang aanhouden, omdat het feitelijk een gevecht is om economische macht.'

Jason Lejonvarn: 'Ondanks de toegenomen volatiliteit en onzekerheid, lijkt het erop dat er in de meeste asset classes sprake is van een gebrek aan geopolitieke premies. Je denkt dat er een zogenoemde oliepremie moet zijn, maar die is er niet. Dat is ook het geval bij credits. Aziatische aandelen kennen geen extra premie voor onzekerheid. Het voelt alsof de markt het potentieel voor een schok onderschat of dat zij rekt op QE, met zelfs nog lagere rentes en minder volatiliteit.'

Menno Meekel: 'De impact is al zichtbaar in bijvoorbeeld de markt voor bedrijfsobligaties. Veel managers zijn bezig de portefeuillekwaliteit op te hogen, met als gevolg dat de risico-opslagen van bedrijven met een A- en BBB-rating inkomen.'

Waarom investeren we nog steeds in negatieve rendementen?

Marèn Klap: 'Het gemakkelijkste antwoord is dat we geen keus hebben. Veel partijen moeten immers een groot deel van hun portefeuille beleggen in liquide, minder kapitaalintensieve assets. Bovendien kun je wel profiteren van, laten we zeggen, steile rentecurves. Zelfs als je geen carry return hebt, kun je nog steeds wel een roll-down return ontvangen. In Japan is al heel lang sprake van zeer lage rentes, maar dankzij de roll-down hebben Japanse vastrentende beleggers een redelijk goed totaalrendement gemaakt, zeker gecorrigeerd voor inflatie.'

Andre Broijl: 'Met name institutionele beleggers worden door wet- en regelgeving gedwongen om in vastrentende instrumenten te beleggen, ook tegen negatieve yields. Maar ook beleggers die niet of minder gebonden zijn aan beperkingen, kunnen in negatieve rendementen beleggen.'

Martijn Vijver: 'Daar ben ik het mee eens. Als er een vlucht naar kwaliteit ontstaat, hebben we natuurlijk nog steeds assets nodig die bescherming bieden, want aandelen kunnen veel meer dalen dan vastrentende waarden, zoals we in het laatste kwartaal van 2018 hebben gezien.'

LaRusse: 'Vastrentende beleggingen kunnen ook nuttig zijn in termen van diversificatie, met name voor multi-assetportefeuilles. Rendementen zien er niet onaantrekkelijk uit als je denkt dat de inflatie nul of negatief zal zijn.'

Tuinstra: 'Als liability-driven belegger moeten wij het renterisico afdekken. Daarvoor kom je al snel terecht bij langjarige staatsobligaties van hoge kwaliteit, bijvoorbeeld Duitse en Nederlandse. Die renderen negatief en dat compenseren we met swaps, wat nog steeds interessante instrumenten zijn om het renterisico mee af te dekken.'

Dijkma: 'Ik vraag me af of een pensioenfonds negatieve rente zou moeten willen ontvangen in lange swaps, maar ik ben het ermee eens dat de alternatieven vrij beperkt zijn.'



Lejonvarn: 'Negatieve rentetarieven vormen een groot probleem. Ze zijn alom tegenwoordig, met name in Europa, en ze bestaan al bijna vijf jaar. Het gevolg van negatieve rentes is dat het rendement op kapitaal en/of het rendement op arbeid negatief is. Dat is vanuit economisch oogpunt contraproductief.'

Het is duidelijk dat de Europese Centrale Bank (ECB) door haar obligatieaankopen de markt verstoort. Hoe lang kan het nog duren tot beleggers het vertrouwen in de centrale banken verliezen?

Tuinstra: 'We hebben gezien dat het effect van QE in de loop van de tijd afneemt. De ECB wil dat de lokale overheden economische stimuleringsmaatregelen gaan nemen door te investeren of hun fiscaal beleid te versoepelen. Dat gaat gebeuren, denk ik.'

Levy: 'Als dat gebeurt, heeft dat effect op de rentetarieven. Aan de andere kant denk ik dat de centrale banken lang door kunnen gaan met monetaire verruiming. Misschien is het Japan-scenario onze toekomst.'

Dekker: 'Ik denk niet dat beleggers hun vertrouwen in de centrale banken zullen verliezen, want negatieve rentes zijn een wereldwijd probleem, waar op dit moment geen alternatief voor is.'

Leering: 'De vraag is of bijvoorbeeld landen als Duitsland en Nederland wel in staat zijn om krachtige stimuleringsmaatregelen te nemen. Wat dat betreft zijn de verwachtingen misschien te hoog gespannen.'

Levy: 'Demografische factoren, waardoor de wereldwijde besparingen blijven toenemen, hebben volgens mij meer invloed op de rentestanden dan het beleid van de centrale banken.'

LaRusse: 'Als je onmiddellijk economische groei wilt realiseren, zou je aan helikoptergeld kunnen denken of mensen een belastingverlaging kunnen geven. Het duurt zeer lang eer bijvoorbeeld langetermijnprojecten op infrastructureel gebied effectief zijn.'

Ondanks de toegenomen volatiliteit en onzekerheid, lijkt het erop dat in de meeste asset classes sprake is van een gebrek aan geopolitieke premies.

Erik Schmahl: 'Als de belastingtarieven echt worden verlaagd en er in Duitsland en andere kernlanden van Europa stimuleringsmaatregelen worden genomen, zal dat een duidelijk positief effect hebben op de uitgaven en de economische groei in Europa.'

Dekker: 'Een economische impuls door een fiscale stimulans of een belastingverlaging is altijd tijdelijk. Dat houdt in dat je steeds meer moet stimuleren om dezelfde groei te houden. Dat is niet echt duurzaam.'

LaRusse: 'Een andere manier om monetair beleid effectiever te maken, is banken te dwingen om de negatieve rentetarieven door te berekenen aan mensen die geld lenen.'

Dekker: 'Zelfs als de rente negatief is, gaan mensen geen nieuwe dingen kopen als ze die niet nodig hebben. Ze gaan gewoon meer sparen.'

Is twee procent inflatie nog steeds een realistisch doel in de eurozone? Denken jullie dat de ECB een lagere doelstelling gaat kiezen?

Vijver: 'Iedereen heeft bij wijze van spreken zijn eigen inflatie, afhankelijk van zijn uitgaven. Als je met grote uitgaven te maken hebt voor bijvoorbeeld kinderopvang of de universiteit, is jouw persoonlijke inflatie hoger dan het macro-inflatiecijfer. Uiteindelijk denk ik dat een streefcijfer van twee procent realistisch was. Misschien zou het nu lager kunnen zijn.'

Klap: 'Het QE- en rentebeleid van de ECB zijn volgens mij niet zozeer gericht op een inflatie van twee procent, maar op het in

> **Rob Dekker** is sinds december 2014 in dienst bij Achmea Investment Management als Senior Portfolio Manager Fixed Income. Dekker is werkzaam in de financiële sector sinds 2000. Na zijn studie bedrijfseconomie aan de Hogeschool Alkmaar heeft hij van 2000 tot 2014 gewerkt als Analist en Portefeuillemanager voor F&C Netherlands. Dekker heeft ruime ervaring in institutioneel vermogensbeheer, met name op het gebied van staatsobligaties en overheid-gerelateerde obligaties. In 2008 heeft hij het Chartered Financial Analyst programma afgerond.





> **Tjomme Dijkma** is sinds 2009 in dienst bij TKP Investments (TKPI). TKPI is een handelsnaam van Aegon Investment Management B.V. In zijn huidige rol als Senior Portfoliomanager Fixed Income beheert Dijkma diverse vastrentende fondsen. Voordat hij naar TKPI kwam, werkte hij bij F&C als hoofd van Global Investment Grade Credits. Van 1994 tot 2004 was Dijkma werkzaam als Senior Portefeuillebeheerder Vastrentend bij Centraal Beheer en Achmea Asset Management.

stand houden van de euro. Ik denk niet dat de inflatie-doelstelling verlaagd zal worden, want dan is er maar heel weinig nodig om deflatie te krijgen, met als gevolg dat schulden onhoudbaar worden. De ECB zal de inflatiedoelstelling waarschijnlijk eerder verhogen dan verlagen, al is het maar om de boodschap af te geven dat zij streeft naar een hogere in plaats van een lagere inflatie.'

Levy: 'Een lagere inflatiedoelstelling zal leiden tot lagere inflatieverwachtingen en improductief worden. Aan de andere kant denk ik niet dat een lagere inflatie of een beetje deflatie in de huidige wereld grote problemen zal veroorzaken. In Japan is al heel lang sprake van deflatie of een zeer lage inflatie en dat is meer een probleem voor economen en de centrale bank dan voor de burgers.'

Dekker: 'De belangrijkste factor in dit verband is de demografische ontwikkeling die tot lage groei en minder inflatie leidt. Japan is nooit hersteld van de crisis in de late jaren tachtig van de vorige eeuw, omdat de beroepsbevolking begon te krimpen evenals de totale vraag. In Europa zitten we nu in dezelfde situatie en die zal zich de komende jaren ook in de Verenigde Staten manifesteren.'

Vijver: 'Lagere groei en lagere inflatieverwachtingen zijn een wereldwijd fenomeen. Zelfs in een land als Brazilië is de kapitaalmarktrente dit jaar gedaald, van negen tot iets boven de zes procent. Vroeger ging de centrale bank daar uit van een inflatie van 4,5 procent (met een bandbreedte van ongeveer 1,5 procent), nu wil men die doelstelling verlagen tot 3,75 procent in 2021.'

Lejonvarn: 'De ECB moet geen Bank of Japan worden. Europa wil geen permanente deflatie en bevrozing van de kapitaalmarkten. Wat Europa in ieder geval nodig heeft, is een sterke fiscale stimulering en minder vertrouwen in de botte instrumenten van QE.'

LaRusse: 'Enige inflatie is gezond voor de economie en maakt relatieve loonsveranderingen mogelijk zonder een daling van de nominale lonen.'

Schmahl: 'In landen met een groot overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans, zoals Duitsland en Nederland, zou meer groei moeten zijn. Daarom is het belangrijk dat de ECB blijft aangeven te streven naar een hogere inflatie. Ik ben er niet zo zeker van dat de inflatie lange tijd niet boven de één procent zal uitkomen.'

Tuinstra: 'The proof of the pudding is in the eating. De ECB zal in 2020 een beleidsherziening ondergaan, dus we moeten afwachten waar ze mee komt.'

De reële rentevoeten in Europa zijn historisch gezien buitengewoon laag tot negatief. Wat zou op de langere termijn een redelijk en fundamenteel gezond niveau van reële rentetarieven zijn en hoe zou dat van land tot land – bijvoorbeeld in de eurozone – verschillen?

Dekker: 'De reële rentevoet is geen vaststaand stabiel getal. Een krimpende bevolking, lagere productiviteit en minder inflatie maken lagere reële rentetarieven noodzakelijk.'

Klap: 'Het huidige beleid van de ECB is niet specifiek gericht op een inflatie van zo'n twee procent. Het gaat er vooral om



Hoe meer idiosyncratisch risico er in een markt is, des te meer het loont om voor een actieve aanpak te kiezen.

de schulden van de eurolanden betaalbaar te houden. Ik denk dat de ECB de reële rentetarieven laag zal houden totdat de schuld/BBP ratio gaat dalen. In Europa is de verhouding van schuld tot BBP nu gemiddeld iets omlaag gegaan, maar in Italië is nog steeds sprake van een zijwaartse of iets opwaartse beweging.'

Dekker: 'Als er begonnen wordt met fiscale uitgaven, gaat de staatsschuld omhoog. Dan bereik je nooit een situatie waarin de rente kan stijgen, omdat het schuldniveau dan onhoudbaar wordt.'

We zitten nu in een soort catch-22 situatie, waarin de ECB altijd koopt. Maar wat gebeurt er als de ECB opeens zegt: 'Genoeg is genoeg?'

Dijkma: 'Er wordt veel geklaagd over het beleid van de ECB, met name over het QE-programma. Het is echter de vraag of rentes veel hoger zouden zijn zonder QE.'

Klap: 'Dat is waar. De ECB is eind 2018 gestopt met QE en vervolgens gingen de rentetarieven met één procent omlaag.'

Heeft de ECB invloed op jullie vastrentende beleggingen?

Leering: 'Ja, want door haar opkoopprogramma vermindert de ECB de volatiliteit op de kredietmarkten.'

LaRusse: 'De ECB is een prijs-ongevoelige koper, wat de euromarkt duurder maakt. Daarom zullen er andere wereldwijde vastrentende markten in beeld komen; er zullen kansen ontstaan voor niet-euromarkten.'



Meekel: 'De tweede versie van het ECB-opkoopprogramma heeft naar verwachting minder impact op de kredietmarkten dan het oorspronkelijke programma, vanwege de kleinere omvang en het lagere tempo van het tweede opkoopprogramma. Maar het zal voor actieve managers een uitdagende tijd worden om hun outperformance-doelstellingen te halen.'

Lejonvarn: 'In plaats van na te denken over waarderingen en risicopremies, kijkt iedereen naar wat de centrale banken gaan doen. Dat moet veranderen, want de centrale bank zou niet moeten dicteren wat de reële waarde van een tienjarige obligatie is.'

Heeft iemand als gevolg van het ECB-beleid wijzigingen in zijn allocaties aangebracht?

Dijkma: 'Wij zijn meer in Nederlandse hypotheeklen gaan beleggen. Hypotheeklen bieden uitzicht op een relatief zeker extra rendement ten opzichte van zeer laagrenderende staatsobligaties.'



> **Marèn Klap** is sinds april 2015 werkzaam bij a.s.r. als Senior Portfolio Manager Rates, verantwoordelijk voor de beleggingen in (semi)staatsobligaties en rentederivaten. Hiervoor heeft Klap bijna tien jaar bij Delta Lloyd Asset Management gewerkt in achtereenvolgens een researchfunctie, als Portfolio Manager Quant Strategieën en de laatste 5 jaar als Portfolio Manager Fixed Income. Klap is in 2006 afgestudeerd in Quantitative Finance & Actuarial Sciences aan de Universiteit van Tilburg.



> **Walter Leering** is Senior Portfoliomanager Fixed Income bij InsingerGilissen Bankiers. Hij is verantwoordelijk voor het beheer van diverse vastrentende portefeuilles en de selectie van IG Corporate- en High Yield-fondsen voor de KBL Groep. Hij is in 2008 begonnen bij Theodoor Gilissen als Fixed Income Analyst. Hij heeft in 2008 de Master Business Administration behaald aan de VU en in 2014 de Master Investment Management afgerond (VBA opleiding/ Certified European Financial Analyst).

Vijver: 'Wij vinden Nederlandse hypotheek ook aantrekkelijk. In het algemeen gaan we een beetje uit langlopende obligaties in langlopende swaps en tegelijkertijd kopen we meer bedrijfsobligaties, zowel investment grade als high yield. Dat is echter niet zozeer het gevolg van het beleid van de ECB, maar van ons langetermijnperspectief voor de beleggingsmarkt.'

Broijl: 'Nederlandse hypotheek zijn zonder meer aantrekkelijk en we zien dat de meeste Nederlandse pensioenfondsen de allocatie naar Nederlandse hypotheek vergroten.'

Meekel: 'Nederlandse hypotheek zijn interessant vanuit een risico-rendementsperspectief, maar er moet wel rekening worden gehouden met implementatierisico. Immers, als je vandaag besluit om in hypotheek te beleggen, zal er pas over zes, zeven maanden daadwerkelijk geïnvesteerd kunnen worden tegen de dan geldende marktcondities.'

Tuinstra: 'Solide staatsobligaties en cash renderen negatief en om dat te compenseren heb je wat extra rendabele instrumenten nodig in de matchingportefeuille, die een lange looptijd en hoge kwaliteit hebben. Daarom zijn Nederlandse hypotheek een belangrijke rol in het beleggingsproces gaan spelen. Ook hebben we BB-credits opgenomen.'

Direct lending wordt steeds populairder. Zien jullie die interesse ook?

LaRusse: 'Onze pensioenfonds- en verzekeringsklanten zijn steeds meer geïnteresseerd in minder liquide credits, vooral omdat liquide credits niet genoeg spread bieden. Echter, als je besluit om in minder liquide credits te investeren, moeten die wel van een hogere kwaliteit zijn. Want als het fout gaat, kun je niet verkopen.'

Levy: 'Als er iets in de markt gebeurt, is illiquiditeit een groot probleem.'

Vijver: 'Wij zijn zeker geïnteresseerd in private credit. Voor volgend jaar staan onze eerste investeringen in infrastructure debt op het programma, ook om te investeren in de reële economie.'

Tuinstra: 'Binnen de returnportefeuille alloceren we dit jaar meer naar Amerikaanse bank loans. De spreadwaardering van Amerikaanse bank loans is aantrekkelijker dan Europese bank loans. We alloceren nu niet naar Europese bank loans of U.S. high yield. U.S. high yield is in onze ogen – vanuit rente, inverse curve en spread – onaantrekkelijk gewaardeerd. We zijn voorzichtig met direct lending, omdat veel toegezegd geld nog belegd moet worden en de marges teruglopen. Bovendien zijn de fees in dit segment hoger.'

Welke vastrentende beleggingscategorieën lenen zich het best voor passief en welke juist voor actief beheer?

Leering: 'Voor bijvoorbeeld bedrijfsobligaties loont het om goede actieve managers te selecteren. Die weten na kosten de benchmark en zeker passieve instrumenten structureel te verslaan.'

Levy: 'Vanwege de liquiditeit is het gemakkelijker om passief te beleggen in bijvoorbeeld euro-staatsobligaties dan in schuld papier van opkomende markten of high yield obligaties.'



> **Jason Lejonvarn** werkt sinds 2014 bij BNY Mellon en is Global Investment Strategist. Hij is verantwoordelijk voor uitleg en verdere ontwikkeling van BNY Mellon's index, multi-asset en multi-factor producten. Lejonvarn heeft een MA graad in Economie van de Los Andes Universiteit en een bachelorgraad in Political Science en International Studies van het Macalester College. Hij is een CFA-charterholder en lid van het CFA Instituut.



LaRusse: 'Sommige van onze pensioenklanten, die nogal slecht gefinancierd zijn, maken gebruik van derivaten om zich op de markten te positioneren. Dat is een passieve exposure die op niet-gefinancierde basis wordt gerealiseerd.'

Vijver: 'Op basis van eVestment-data blijkt dat de gemiddelde actieve manager in fixed income in de afgelopen drie tot vijf jaar in staat is geweest om, voor beheerfee, de benchmark te verslaan. Er valt dus zeker wat te zeggen voor actief beheer, maar het is wel belangrijk om de juiste exposure te krijgen. We kiezen dus niet zomaar een benchmark, maar passen de benchmark van de klant aan om eerst de juiste exposure te krijgen. Vervolgens is het de vraag hoe we dat efficiënt kunnen inrichten en hoe we een goede manager vinden die gebruik kan maken van inefficiënties in de markt.'

Dekker: 'Passief beleggen is in wezen voor alle beleggingscategorieën geschikt. Op een gegeven moment wordt er waarschijnlijk te veel passief belegd, wat de markt verstoort. Daar kunnen actieve beleggers dan weer van profiteren.'

In Japan is al heel lang sprake van zeer lage rentes, maar dankzij de roll-down hebben Japanse vastrentende beleggers een redelijk goed totaalrendement gemaakt.

Dijkma: 'Wij zien dat institutionele beleggers de neiging hebben om hun passieve exposure te vergroten. Hoewel passief beheer goedkoper is, zien wij nog steeds goede kansen voor een beter risico-rendementsprofiel met actief beheer.'

Tuinstra: 'Wij hebben een buy-and-hold-aanpak voor Europees investment grade papier en een actieve aanpak voor alles wat sub-investment grade is. Hoe meer idiosyncratisch risico er in een markt is, des te meer het loont om voor een actieve aanpak te kiezen.'

Klap: 'Met passief beleggen ben je er zeker van dat je de benchmark niet bij kunt houden, terwijl een actieve manager de benchmark, na aftrek van kosten, misschien wel kan verslaan. De opkomst van passief beleggen wordt voornamelijk veroorzaakt door het verschil in kosten tussen actief en passief. Ik denk dan ook dat er wel meer passieve obligatiefondsen zullen komen, maar blijf er sterk van overtuigd dat actieve managers altijd de mogelijkheid hebben om indices te verslaan.'

Lejonvarn: 'Wij willen in essentie het rendement van de index leveren na kosten. Dat lijkt op een soort passieve doelstelling, maar we gebruiken actieve instrumenten om dat doel te bereiken. Het gaat dus om een hybride aanpak. Het is niet zo eenvoudig om dit in bepaalde segmenten ook te realiseren. Onze klanten zijn er zeer in geïnteresseerd om te zien hoe we dit doen, ook omdat ze dan een kernbeta in hun portefeuilles hebben.'

> **Nathan Levy** is sinds 2008 Investment Manager bij het ING Investment Office. Hij heeft ruim twintig jaar beleggingservaring als Beleggingsadviseur en Vermogensbeheerder bij onder meer Kempen & Co. Rabobank, Effectenbank Stroeve, SNS Securities en ING. Bij ING is hij medeverantwoordelijk voor het beleggingsbeleid en het beheer van de beleggingsstrategieën voor de relaties van de bank. Hij studeerde Bedrijfseconomie aan de Haagse Hogeschool en deed daarna de postdoctorale studie Financieel Beleggingsanalist.





> **Menno Meekel** is Senior Portfolio Manager Fixed Income bij Altis Investment Management en heeft bijna twintig jaar beleggingservaring. Hij is verantwoordelijk voor de selectie en monitoring van managers in de categorieën Investment Grade Credits, Green Bonds en Dutch Mortgages. Voorheen was Meekel werkzaam bij Rabobank Private Banking, waar hij de laatste twaalf jaar verantwoordelijk was voor de selectie en monitoring van vastrentende beheerders. Hij heeft een BA in Business Administration en is geslaagd voor CFA Level I en II.

Schmahl: 'Wij gebruiken momenteel veel ETF's en indexfondsen. Voor onze particuliere klanten wordt het steeds lastiger om in individuele obligaties te beleggen, waardoor steeds meer klanten in fondsen terecht komen. Daar zijn veel voordelen aan verbonden, zoals spreiding en minder kosten.'

Meekel: 'Kijkend naar de fees die we kunnen bewerkstelligen voor onze klanten is er soms nog maar beperkt verschil tussen een actieve en passieve oplossing, waardoor het kostenaspect een kleinere rol speelt in de afweging.'

Hoe staan jullie ten opzichte van factor investing met betrekking tot vastrentende waarden?

Meekel: 'Een van de redenen dat factorbeleggen in vastrentende markten achterblijft bij factorbeleggen in aandelen, is het gebrek aan historische gegevens. Pas de laatste jaren is hier beter onderzoek mogelijk. Ik ben ervan overtuigd dat er in fixed income ruimte is voor factorbeleggen, maar het gaat vooral om de implementatie van het beleggingsbeleid. Hierbij zijn transactiekosten van groot belang, omdat bij onzorgvuldig beleid de factorpremie mogelijk weer teniet wordt gedaan.'

Levy: 'Factorbeleggen is niet nieuw, eigenlijk is het hetzelfde als quant investing. Misschien is er in vastrentende waarden minder vraag naar expliciet op factoren gebaseerde strategieën dan in aandelen.'

Broijl: 'Bij factorbeleggen in het algemeen lijkt het allemaal heel eenvoudig om factorpremies op termijn te oogsten. In werkelijkheid heb je echt een sterke maag nodig voor dit soort producten, omdat de verschillende factoren zich lange tijd tegen je kunnen keren, zoals de ervaring leert. Het is heel moeilijk om dat uit te zitten.'

Lejonvarn: 'Over aandelenfactoren bestaat veel consensus, zo bestaat het drie- en vijf-factorenmodel. In vastrentende waarden is veel minder overeenstemming over factoren. Het andere probleem in vastrentend is dat één factor, namelijk de kans op wanbetaling, dominant is en ten minste de helft van de spread verklaart. Wij denken wel dat factorbeleggen in fixed income heel nuttig is.'

Zouden jullie overwegen om Chinese obligaties in portefeuille te nemen nu ze allengs deel gaan uitmaken van vastrentende indices?

Schmahl: 'Het rendement op Chinese staatsobligaties is nu redelijk aantrekkelijk. Ik ben er eigenlijk verbaasd over dat veel managers de Chinese vastrentende markt laten liggen. Er bestaat kennelijk een grote terughoudendheid om het China-risico aan de portefeuille toe te voegen. Dat is te begrijpen als je kijkt naar de ultra-high yield-markt in China, maar als je daar doorheen kijkt, is China nu zeker een markt die aandacht verdient.'

Een krimpende bevolking, lage productiviteit en minder inflatie maken lagere reële rentetarieven noodzakelijk.



> **April LaRusse** werkt sinds september 2008 voor Insight als Hoofd van het Specialists Fixed Income-team. Daarvoor werkte LaRusse voor F&C Investments waar ze Portfolio Manager was voor de UK, US en Global Government bond portfolio's. Voor deze positie, werkte ze voor Lehman Brothers als Sales Government Bond en Derivaten. LaRusse heeft een BA in Economie van het Mount Holyoke College in Massachusetts, US en een MBA van de City University Business School in Londen. Ze is ook lid van de CFA Society in het Verenigd Koninkrijk.



Klap: 'Wij zijn een van de meest duurzame verzekeraars. China is een van de landen die zijn uitgesloten als belegging. Onze benadering van vastrentende waarden is een mix van positieve selectie, uitsluitingen en engagement.'

Is dat gebaseerd op mensenrechten of op het begrip groen?

Klap: 'Op beide. China is uitgesloten op basis van een beperkte vrijheid van meningsuiting, maar China scoort op eigenlijk alle ESG-criteria matig tot slecht.'

LaRusse: 'Wij beleggen in Chinese staatsobligaties. We denken dat China zijn monetaire en mogelijk fiscale beleid zal versoepelen zodra de inflatie afneemt. We kopen ook obligaties van Chinese bedrijven als onderdeel van onze bedrijfsstrategie in EMD. Aangezien China goed is voor vijftien procent van het mondiale bruto binnenlands product, zijn we ervan overtuigd dat dit een markt is die we niet kunnen negeren voor actieve strategieën.'

Vijver: 'In principe zijn we er klaar voor om in Chinees vastrentend papier te gaan beleggen. Vooralsnog zal het om een kleine allocatie gaan, want het betreft een off-benchmark allocatie.'

Tuinstra: 'In het algemeen is het bestuur van ons pensioenfonds van mening dat het reputatierisico van beleggen

in staatsobligaties in lokale valuta's vrij hoog is, dus te riskant. Dat heeft minder te maken met de risico-rendementsverhouding en meer met ESG en de SDGs. Denk daarbij aan persvrijheid, intransparantie, corruptie, schending van mensenrechten.'

Hoe denken jullie over de liquiditeit van de obligatiemarkt, gezien de recente waarschuwing van het IMF in het Global Financial Stability Report dat vastrentende fondsen kwetsbaar zullen zijn voor liquiditeitsschokken, wanneer zij geconfronteerd worden met grote terugbetalingen?

Leering: 'De liquiditeit is zeker slechter geworden. Als je bijvoorbeeld investeert in een kredietstrategie, moet je weten hoeveel illiquide assets de portefeuille kan verdragen en dat ook in de gaten houden. De waarschuwing van het IMF is vooral bedoeld voor fondsen die al relatief veel illiquide assets hebben.'

Vijver: 'Wij hebben geen klagen. Deze zomer konden we zonder problemen ruim een miljard investeren in Amerikaanse high yield-obligaties, een miljard in Europese high yield en een paar honderd miljoen in EMD harde en lokale valuta. Je moet natuurlijk wel proberen te voorkomen dat je ineens gedwongen wordt op grote schaal te verkopen.'

> **Erik Schmahl** werkt als Senior Investment Strategist bij Rabobank. Hij is in 1990 begonnen bij FDA als Beleggingsanalist voor de toenmalige NMB, participeerde in 1995 in het Investment Committee van ING Bank, werd in 1997 Beleggingsstrateeg bij Schretlen waar hij zich vanaf 2003 richtte op credit en rates. Sinds 2009 werkt hij bij de Beleggingscompetence van Rabobank met als specialisatie vastrentende waarden.





> **Marthe Tuinstra** is sinds september 2015 werkzaam als Portfolio Manager Alternative Fixed Income binnen het External Mandates-team van PGB Pensioendiensten (voorheen Timeos). Daarvoor bekleedde zij commerciële functies bij AXA Investment Managers (van september 2012 tot en met augustus 2015) en Goldman Sachs Asset Management (van november 2007 tot en met augustus 2012). Tuinstra heeft een Bachelor of Economics en een Master of Financial Economics behaald aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam.

Dijkma: 'In onze manager-selectiestrategie hebben wij een sterke voorkeur voor managers met een langetermijnvisie en dus een lage turnover. Dat maakt je minder kwetsbaar in situaties waarin liquiditeit een groot probleem is.'

Broijl: 'We beleggen hier voornamelijk in mandaten, niet zozeer in fondsen. Het maakt deel uit van onze due diligence om te kijken hoe managers omgaan met liquiditeit.'

Klap: 'Wij zijn niet bang voor grote outflows, maar wel voor een ander liquiditeitsrisico. Hoe langer de huidige rentesituatie blijft bestaan, hoe meer beleggers zullen proberen te profiteren van illiquiditeit en hoe groter de schok als er een rentestijging plaatsvindt. We zullen daarom altijd een buffer aanhouden met liquide staatsobligaties en liquiditeitsfaciliteiten. En je moet je exposure naar derivaten hieraan relateren.'

Hoe integreren jullie ESG in de intern beheerde effectenportefeuille of in het selectieproces van managers?

Levy: 'We geven de voorkeur aan bedrijven met een krachtig ESG-beleid en sluiten bedrijven uit die controversieel zijn, bijvoorbeeld op milieugebied.'

Klap: 'Naast de restricties op vermogen dat we zelf beheren, worden er ook alleen maar managers geselecteerd die minimaal aan ons duurzaamheidsbeleid voldoen. Verder publiceren we voor elke investering die we doen onze carbon footprint. We kunnen de impact van bijna negentig procent van onze assets meten en streven naar honderd procent per 2021. We vinden dat we het elk jaar beter moeten doen. Bij het behalen van rendement is klimaatimpact een hele belangrijke factor in het beleggingsbeleid.'

Dijkma: 'Wij selecteren, zoals gezegd, managers met een echte langetermijnvisie. Deze managers moeten dus heel goed nadenken over ESG-factoren. Uit een door ons uitgevoerd klimaatonderzoek blijkt dat de gekozen managers relatief goed presteren in stress-scenario's met betrekking tot de opwarming van de aarde en bovendien een bijdrage leveren aan het beperken van de opwarming.'

Meekel: 'We doen veel moeite om onze klanten duidelijk te maken hoe het ESG-profiel van de verschillende asset managers en dat van de strategieën waarin zij beleggen, eruitziet. Zo kunnen ze een goed beeld krijgen van het ESG-profiel van hun geaggregeerde beleggingsportefeuille. Overigens zien we dat nogal wat pensioenfondsen nog nadenken over hoe ze ESG in hun beleid moeten implementeren. De focus zou op ESG-momentum en engagement moeten liggen, waarbij de niet-financiële impact groter is en ook het financiële rendement hoger is.'

Dekker: 'Er is bij ons veel aandacht voor ESG. Er komen ook steeds meer gegevens om te analyseren en te vergelijken. Wij berekenen de CO₂-footprint voor elke portefeuille en in het geval van vastrentende waarden voor elke obligatie. Daardoor kun je die ook vergelijken met een benchmark. Met de klanten bespreken we hoe dit soort zaken verbeterd kunnen worden.'

Als je alleen maar investeert in het groenste van groen, verbeter je de wereld niet.



> **Martijn Vijver** is sinds januari 2013 werkzaam voor MN als Senior Fundmanager Fixed Income. Hij is verantwoordelijk voor het selecteren en monitoren van vermogensbeheerders voor de vastrentende waarden portefeuilles van opdrachtgevers op het gebied van investment grade credits, high yield en EMD. Hij heeft ruim 18 jaar ervaring in de financiële sector en is werkzaam geweest bij Watson Wyatt (zowel in Nederland als het Verenigd Koninkrijk), Russell Investments (Londen), SAMCo (Shell) en Achmea. Vijver is afgestudeerd econometrist aan de Rijksuniversiteit Groningen. Tevens is hij sinds 2004 CFA-charterholder.



Tuinstra: ‘Het klimaatrisico maakt deel uit van ons maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid. Dat beleid is drieledig. We beperken risico’s, of het nu gaat om klimaat of ESG. Dat betekent het uitsluiten van kolenproducenten en dergelijke. In de tweede plaats versterken we de duurzaamheid van al onze portefeuilles. Dat wil zeggen dat we engagen en ESG- en klimaatrisico’s in de portefeuilles integreren. En tot slot zoeken we naar mogelijkheden om de klimaatverandering te benutten. Dus bijvoorbeeld door te investeren in bedrijven die werken aan de energietransitie.’

Vijver: ‘Het begint met het uitsluiten van bedrijven die slecht presteren op ESG-gebied, waar je ook niet mee geassocieerd wilt worden. Vervolgens gaat het om het integreren van ESG in de beleggingsstrategie. De meeste van onze klanten willen dat hun beleggingen aansluiten en/of in lijn zijn met het Akkoord van Parijs en de SDGs van de Verenigde Naties.’

LaRusse: ‘Als je alleen maar investeert in het groenste van groen, verbeter je de wereld niet. Als je je echt engageert, heb je een kans om dingen te verbeteren, inclusief je spread. Uiteindelijk proberen we geld te verdienen voor onze klanten en een betere ESG-score te behalen.’

Broijl: ‘Ons ESG-beleid kent een drietal facetten. We maken gebruik van ESG-filters, waardoor bepaalde risico’s worden uitgesloten. Het CO₂-reductieprogramma zorgt voor verlaging van de CO₂-footprint van de portefeuilles. Directe investeringen in infrastructuur richten zich op hernieuwbare energie of de energietransitie.’

Bij het behalen van rendement is klimaatimpact een hele belangrijke factor in het beleggingsbeleid.

CONCLUSIE

Door de handelsoorlog tussen China en de Verenigde Staten neemt de onzekerheid toe en vertraagt de economische groei. Het risico voor de financiële markten kan zijn dat er proefballonnen worden opgelaten en er een uitverkoop van obligaties komt. Negatieve rentetarieven vormen een groot probleem. Ze zijn alomtegenwoordig, met name in Europa, en ze bestaan al bijna vijf jaar. Het gevolg van negatieve rentes is dat het rendement op kapitaal en/of het rendement op arbeid negatief is. Wellicht hebben demografische factoren, waardoor de wereldwijde besparingen blijven toenemen, meer invloed op de rentestanden dan het beleid van de centrale banken. Japan is nooit hersteld van de crisis in de late jaren tachtig, omdat de beroepsbevolking begon te krimpen, evenals de totale vraag. Het huidige beleid van de ECB is officieel gericht op een inflatie van zo’n


twee procent, maar probeert vooral om de schulden van de eurolanden betaalbaar te houden. Mede als gevolg van het ruime monetaire beleid zijn nogal wat pensioenfondsen meer in Nederlandse hypotheeklen gaan beleggen. Solide staatsobligaties en cash renderen negatief en om dat te compenseren zijn extra rendabele instrumenten nodig in de matchingportefeuille. Institutionele beleggers hebben de neiging om hun passieve exposure te vergroten. Uit onderzoek blijkt echter dat de gemiddelde actieve manager in fixed income in staat is geweest om de benchmark in de afgelopen drie tot vijf jaar te verslaan. Er is in fixed income ruimte voor factorbeleggen. ESG maakt al bij heel veel beleggers onderdeel uit van hun beleggingsproces. Zij willen dat hun beleggingen in lijn zijn met het Akkoord van Parijs en de SDGs van de Verenigde Naties.

P I M C O[®]

Een volatiele
markt
biedt juist
kansen.

Uitsluitend bestemd voor professionele doeleinden. In het verleden behaalde resultaten zijn geen garantie of betrouwbaar richtsnoer voor toekomstig rendement. PIMCO Europe Ltd. (ondernemingsnummer 2604517) is erkend door en staat onder het toezicht van de Financial Conduct Authority in het Verenigd Koninkrijk. ©2019, PIMCO.

A company of Allianz 



Beleggen in onzekere tijden vereist ervaring, deskundigheid en focus. Hiervoor bent u bij PIMCO aan het juiste adres. In de afgelopen vijf decennia hebben we een investeringsproces ontwikkeld die elke uitdaging aankan, risico's prudent beheert en kansen optimaal benut. Wat de toekomst ook brengt, met PIMCO heeft u grip op uw vermogen. Nu en in de toekomst.

**Ontdek nieuwe mogelijkheden op
nl.pimco.com**

Portfolio effects can be substantial, but are often neglected

BY JAN JAAP OMVLEE

What is driving factor returns: Stock effects or portfolio effects? David Schofield, President at Intech International Division, Janus Henderson, takes a close look at what factors are, why they may work and when they may not. 'A portfolio's volatility is less than that of its stocks.'

Factors are seemingly everywhere in today's investing landscape. The number of factors being 'discovered' or manufactured has proliferated, which could lead to shortcuts and risks. David Schofield even uses the notion of 'factor factory'. However, investor understanding has not kept up with this proliferation and responsible implementations are getting rarer, he says. 'The more successful and well identified a factor is, the bigger the danger of overcrowding.'

Why do you coin the term 'factor factory'?

'This is a bit of tongue-in-cheek humour, of course. We see an expanding universe and we use the term proliferation, which has a sense of excess to it. Can there really be all these different factors that are genuinely and justifiably generating extra returns? That is questionable. Hence the use of the word 'factory'. We want to alert investors to the risks of investing in things that are overly simplistic and are being banged out, just to try to catch the next wave. We want to inform them what the risks are and how they should try to understand the returns.'

What are some of the risks involved?

'There are lots of potential risks. One of the risks of the 'big six' – size, momentum, value, quality, low volatility or dividend yield – is well established. The more successful and well identified the factor is, the bigger the danger of overcrowding, with everybody following each other like sheep into the same factors. They can be prone to bubble type

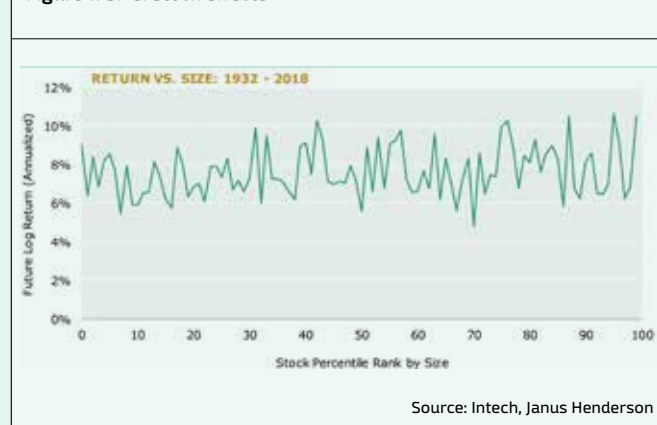
The more successful and well identified the factor is, the bigger the danger of overcrowding, with everybody following each other like sheep into the same factors.

effects as we saw in the low volatility period in 2015 and the first half of 2016, when investors were piling money into the low volatility stocks. Those stocks were strongly outperforming in a rising market. You would not expect the most defensive stocks to outperform in a strongly rising market, and yet they were doing so and it was largely due to the flow of funds, the money chasing after a limited universe of stocks. The dangers when those bubbles burst, were experienced in the second half of 2016, when there was a sharp reversal with considerable swings. So that is one of the risks.'

Can you highlight the stock effects versus the portfolio effects?

'Well, the stock effects are essentially effects that are unsurprisingly attributable to the stocks themselves. The fact that these stocks display the common properties that we are talking about within the world of factors; factors that have strong value characteristics, or dividend yield characteristics, or good volatility characteristics, or the fact that they have high returns. Essentially, it is the observation that the factor

Figure 1: Size: Stock effects



Factor Investing doesn't necessarily lead to higher returns, it could also lead to a risk reduction benefit, or it could be for diversification reasons.

phenomenon is the expectation that the stocks that people are investing in have higher returns. That could be for a number of reasons: investor preferences, trend following – for example momentum stocks –, market inefficiencies, difficulties in trading, issues surrounding leverage, shorting, or quantitative effects due to compounding, such as less volatile stocks. 'If you don't lose 50%, you don't have to make a 100% to recover'. Some stocks may benefit from that. Overall it seems to us that the predominant sense among factor investors is the notion that the stocks should have higher returns – otherwise why would you do it? But at the same time it doesn't necessarily lead to higher returns, it could also lead to a risk reduction benefit, or it could be for diversification reasons.'

How about the portfolio effects?

'Essentially, it is all about improved diversification and rebalancing or reconstitution. What many people don't understand is the contribution that comes from maintaining your portfolio exposure in the first place, or keeping it 'on the road' as we tend to say. So if you have a portfolio exposure to smaller stocks tapping into the size factor, you have to define what you mean by that first of all. Then when stocks no longer qualify for those criteria, they drop out and need to be replaced with others. That's reconstitution.'

'And there's also the rebalancing that you need to do; to maintain your exposure at your desired level to those stocks that do qualify, because there will be stocks that display more of the desired factor exposure and stocks that display less. Someone who is trying to get exposure to these factors in a risk-controlled way, will try to allocate accordingly. So when a stock increases in weight for whatever reason, this means it needs to be rebalanced back to its target weight. These are the sorts of portfolio effects that we are talking about.'

Why do portfolio managers underestimate the portfolio effect?

'Well, I guess they don't know about it. They don't really understand the impact that this activity has – which is remarkable. The underlying theory – the Stochastic Portfolio Theory – is not very well known amongst business practitioners (see box). It is well known to academics in the field of financial mathematics. This decomposition is absolutely crucial and other academics outside of financial mathematics haven't looked at it very closely.'

What does the Stochastic Portfolio Theory say?

'It says that the growth rate of a portfolio is in fact greater than the growth rate of its stocks. Say that to some people and they say it is alchemy! Well, it's not. It's maths: portfolio growth rate = weighted average stock growth rate + excess growth rate.'

'The excess growth refers to return and it arises from diversification. It arises from the fact that a portfolio's volatility is less than that of its stocks. And you can



Photos: Ruben Eshuis Photography

CV

David Schofield is the London-based President of Intech's international division, a Janus Henderson company. In this capacity Schofield is responsible for managing and implementing the firm's business outside of North America, a region which now accounts for around half of Intech's total assets.



understand immediately that this is a result of diversification. You combine all those individual stocks into a portfolio and all the individual pieces move around a lot, but when you combine them in a portfolio, the volatility of the combination is less than the parts. To sum up, stock effects are more transient and vulnerable to overcrowding and portfolio effects are more universal and resilient.'

'There's a group who has strongly held beliefs about factor portfolios and what is driving them. When you try to explain this through a different lens, it can cause surprise or disbelief. We try to be as dispassionate as we possibly can. This is not a conjecture. We try to explain this as clearly as possible.'

Can you give us an example?

'Here's an interesting experiment. How do we decide whether small-caps have higher returns than large-cap stocks? How do we measure that? A small stock today might become a large stock and no longer be eligible. That's why we looked at the returns of stocks by their rank, not their names. We looked at their size. And the next month we did the same, all the way from 1932 to 2018 as Figure 1 shows. Of course the stocks will change. All we do is measure the return of the stock every month and then we calculated the average monthly return over the entire period for each rank, annualized it and then plotted it in a chart. The outcome shows that smaller stocks have essentially the same return as larger caps. In other words, stock effects are not a material contributor to the returns of size factor portfolios.'

Now, let's have a look at the portfolio effects...take an equal-weighted portfolio as the example

'Figure 2 shows in the forties and fifties a long period when it's going down. And there is another long period in the nineties culminating in the tech bubble of 2000 when there is

Figure 2: Size: Portfolio effects



Source: Intech, Janus Henderson

a massive concentration of capital and when large-cap stocks were strongly outperforming, with the big mega-cap stocks dominating the market. This means that an equal-weighted portfolio that is underexposed to the bigger stocks will underperform. Nonetheless, the overall trend is up. This shows that a portfolio exposed to the size factor outperforms, but not because the small stocks have high returns (see the Stock Contribution line in the graph). The size exposure is mean reverting around zero. What is left is the Portfolio Contribution line in blue, the smooth line going up, which accounts for all of the excess return. An equal-weighted portfolio suffers long periods of underperformance, which shows that the simpler the implementation of a factor, the greater the risk. But it's possible to come up with a way of investing that exploits these portfolio level effects without these drawbacks.'

Summary portfolio effects (equal-weighted portfolio):

- The underlying source of excess return, diversification and rebalancing, is universal; it works over different time periods and for different indices.
- It may require many years to realize the return benefit in the face of increased concentration due to the portfolio's large exposure to the size factor; relative drawdown may be very large in the meantime. This can be avoided by optimising for the portfolio effect.

Transaction costs and reconstitution management waste a lot of the gross outperformance in an equal-weighted portfolio. Again, this can be managed and controlled in an optimised approach. «

Stochastic Portfolio Theory

Stochastic Portfolio Theory is a flexible framework for analyzing portfolio behaviour and equity market structure (Fernholz, Karatzas and Kardaras).

About Janus Henderson

Janus Henderson Group PLC is an independent global asset manager. The Company specializes in active investment across all asset classes. It operates through the investment management business segment. It manages a broad range of investment products for institutional and retail investors across five capabilities: Equities, Quantitative Equities, Fixed Income, Multi-Asset and Alternatives. Website: www.janus Henderson.com

How are my factors defined?

What is driving my factor returns: Stock effects or portfolio effects?

Is the track record (or back test) representative?



DOOR PETER VERLEUN, SALESMANAGER BIJ DMFCO

COLUMN

Het nieuwe hypotheeklandschap

Nederlandse pensioenfondsen beleggen steeds meer in hypotheek. Waar een paar jaar geleden nog meer dan 80% van de hypotheekverstrekking werd door grote banken, zien we dat sinds 2013 de niet-bancaire hypotheekverstrekkers hard groeien.

Inmiddels zijn de drie grootbanken nog maar goed voor ongeveer 50% van de markt. Hypotheekverstrekkers die samenwerken met pensioenfondsen en verzekeraars, hebben een steeds groter marktaandeel verworven. Door banken wordt dit nog wel eens afgedaan als een tijdelijk fenomeen en oneigenlijke concurrentie. Graag belicht ik hier een misverstand rond het verschil tussen banken en 'beleggers'.

Voor pensioenfondsen en levensverzekeraars ligt het voor de hand dat ze hun langlopende verplichtingen investeren in langlopende beleggingen. De Nederlandse hypotheekmarkt leent zich daar goed voor. De consument is een trouwe betaler gebleken, ook in de crisisjaren, en de overheid heeft met de verlaging van de maximale hypotheek en de aflosverplichting het systeem een stuk steviger gemaakt. Daarnaast bieden beleggingen in hypotheek een rendement dat positief afsteekt bij beleggingen in langlopende staatsobligaties.

Banken worden met name gefinancierd met spaarrekeningen. Spaargeld is dagelijks opneembaar, maar wordt door banken omgezet in hypotheek die een vaste rente hebben van 10 tot 30 jaar. Daarbij gebruiken banken het hypotheekboek vaak om een mismatch op te zetten door de hypotheek bewust wat te kort te financieren. Zo profiteren ze van de marge tussen de korte en de lange rente. Kritische geesten van ALM-afdelingen stellen vaak dat je geen hypotheekboek nodig hebt om aan zo'n mismatch te verdienen.

Bij vrijwel alle banken die in Nederland in de problemen zijn gekomen, was er sprake van liquiditeitsproblemen. Het is dan ook niet meer dan logisch dat de mismatch

tussen het direct opeisbare spaargeld en de 30 jaar lopende hypotheek bij de banken leidt tot het aanhouden van degelijke reserves en de daarmee gepaard gaande kosten. Die mismatch is er nou eenmaal niet als pensioenfondsen en levensverzekeraars in hypotheek beleggen.

Banken roepen vaak dat andere partijen niet dezelfde kapitaal-eisen hebben, op een toon alsof dat allemaal oneerlijk zou zijn. Maar de Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen staan onder toezicht van dezelfde DNB. Het achterliggende businessmodel en de daarmee beschikbare financiering van hypotheek is echter dermate anders, dat het niet verwonderlijk is dat er andere eisen gesteld worden. Het is eerder een anomalie dat bij een van onze grootbanken 59% van de balans bestaat uit Nederlandse woninghypotheek. Met zo'n deel van de balans in één enkel product in één enkel land zijn zij eigenlijk zwaar overwogen. Dat geldt zowel voor het geconcentreerde kredietrisico als voor het verdienmodel.

Ook in de recent verschenen brief over de Volksbank schrijft de minister dat het bedrijfsmodel zich richt op de producten betalen, sparen en het aanbieden van hypotheek in de Nederlandse markt. Als we betalen als nutsfunctie zien, blijft kort inlenen en lang wegzetten in hypotheek over. Als daar concurrentie ontstaat, dwingt dat banken om eens grondig na te denken over hun bestaansrecht. In plaats van paniekerig op een nieuwe toetreders te reageren, zouden banken zich bijvoorbeeld meer kunnen gaan richten op kortlopende bedrijfsfinancieringen of andere kredieten die beter bij hun verplichtingen passen. «

Factoren zijn niet dood, ze slapen

DOOR HARRY GEELS

Institutionele beleggers lijken de laatste tijd vooral met drie vragen bezig te zijn. Is factorbeleggen nog steeds relevant? Waar staan we in de cyclus? En bestaat er zo iets als een E-, S- of G-factor? We zochten naar antwoorden bij Mark Fitzgerald, Head of Product Specialists bij Vanguard Europe. 'De E, S en G zijn geen factoren, maar wél goed inzetbaar in combinatie met factoren als Value en Size'.

Tijdens uw lezing op de educatieve bijeenkomst voor pensioenfondsen van Financial Investigator over ESG en Factor Investing stelde u dat institutionele beleggers zich afvragen of factorbeleggen nog steeds werkt.

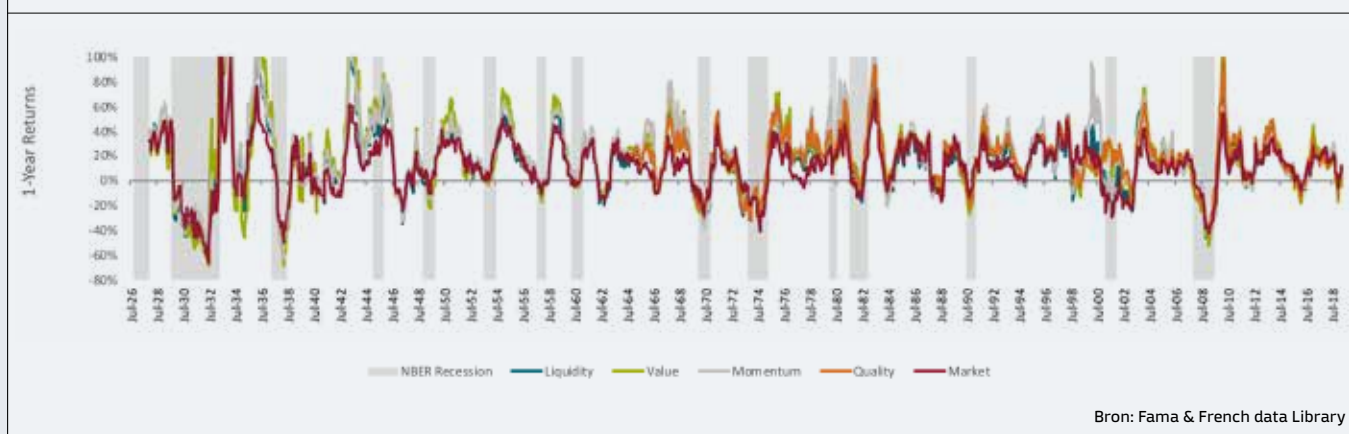
'Correct, momenteel spelen meerdere belangrijke thema's die op elkaar ingrijpen. Er worden wat betreft factoren als Value, Momentum, Size en Low Volatility vaak drie feiten vergeten. Ten eerste dat factorrendementen niet normaal verdeeld zijn. Ten tweede dat ze over meerdere jaren een underperformance kunnen laten zien. En tot slot dat factorbeleggen doorgaans meer actief risico toevoegt aan de portefeuille dan het passief volgen van een bekende waardegewogen index. Wat betreft die performance is het interessant om te zien dat factorrendementen consistent zijn met de voorafgaande bedrijfs-cyclus. Oftewel: factoren manifesteren zich vooral na een recessie. In Figuur 1 markeren de grijze zones recessies, toont de rode lijn het 1-jaars rendement van de brede markt en geven de overige lijnen vier bekende factoren weer voor Amerikaanse aandelen. Tijdens, of vaker nog ná de recessie, als de onzekerheid over de economie weer naar de achtergrond

verdwijnt, plegen factorrendementen omhoog te schieten. Sinds 2008 hebben we geen recessie meer gehad, hetgeen tot een worsteling van veel factoren heeft geleid. Ook als we naar 3-jaars rendementen of naar de wereldwijde markt kijken, zien we een vergelijkbaar beeld: een goede prestatie na een recessie. Factoren zijn dus niet dood, ze slapen op dit moment. Het is waarschijnlijk dat ze weer wakker worden als er weer een crisis komt. Hoewel de grafiek in Figuur 1 lijkt te suggereren dat recessies een mooi instapmoment voor factorbeleggen bieden, geloven wij niet in factor timing, net zomin als wij geloven in market timing.'

Hoe kan het beste in factoren worden belegd? Actief of passief?

'Het kan beide. Er bestaan in de markt goede definities van wat waarde- of minimum volatility-aandelen zouden moeten zijn. Hoewel er wel verschillende accenten worden gelegd, zijn beleggers dus redelijk eensgezind over de wijze waarop zij factoren omschrijven. We hebben voor aandelen wereldwijd de volgende factorfondsen: Momentum, Value, Liquidity and Minimum Volatility. Voor Amerikaanse aandelen

Figuur 1: 1-jaars factorrendementen en de business cyclus in de VS



hebben we ook nog Quality en een Multifactor product. Wij pleiten ervoor om actieve beheerders die een factorbenadering hanteren, niet te beoordelen op te korte perioden. Zoals gezegd kunnen factoren zich lange tijd niet manifesteren. Het is onze ervaring dat sommige van de beste actieve beheerders wel zeven jaar lang een underperformance kunnen laten zien.'

Waar staan we in de cyclus?

'We zitten in de langste economische expansieperiode en in de langste bullmarkt in de historie van de Amerikaanse aandelenmarkt, ondanks hoge niveaus van economische en politieke onzekerheid. Vanaf begin 2009, de start van de huidige bullmarkt hebben onder andere de volgende gebeurtenissen plaatsgevonden: de debt ceiling in de VS (2011), het uitbarsten van de eurocrisis en de Amerikaanse 'fiscal cliff' (2012), de crash van de olieprijs (2014), de onverwachte devaluaties van de Chinese renminbi en de onverwachte verhoging van de Amerikaanse rente (2015), Brexit (2016) en het begin van de handelsoorlog (2017). Beleggers zijn in de loop van de bullmarkt steeds meer de grote groeibedrijven gaan kopen, waardoor er een enorm gat is ontstaan tussen de waarderingen van groei- en waarde-aandelen. Wat betreft die grote groeiaandelen zijn er weer twee groepen: bedrijven die sterk winstgevend zijn, zoals Apple, Facebook en Google, en bedrijven die grote verliezen maken, zoals Tesla. Het aantal aandelen van dure en niet winstgevende bedrijven is aan het toenemen. We kunnen dus stellen dat we aan het eind van de cyclus zitten, maar in hoeverre die nog uitgerekt kan worden, weten we niet. Dit betekent dat de markt steeds risicovoller wordt, waarbij de marktindex waarschijnlijk het meest risicovol is, vanwege de dominantie van de grote groeiaandelen. In Figuur 2 wordt het 10-jaars historisch gemiddelde van de risicopremie van de

Wij geloven niet in factor timing, net zomin als wij geloven in market timing.

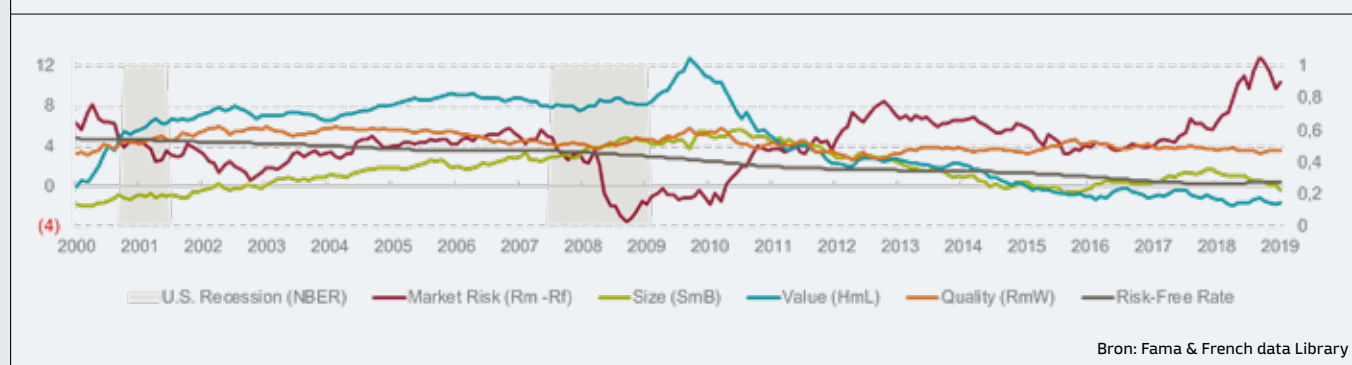
Beleggers zijn in de loop van de bullmarkt steeds meer grote groeibedrijven gaan kopen, waardoor er een enorm gat is ontstaan tussen de waarderingen van groei- en waarde-aandelen.

markt (de rode lijn) vergeleken met die van de risicopremie van de factoren Size, Value en Quality. Het is duidelijk te zien dat de beloning voor deze factoren de laatste jaren is teruggelopen en sterk achterblijft bij die van de markt.'

De derde kwestie gaat over ESG. Zijn de E, S en G wel factoren?

'Er zijn grofweg vier manieren van duurzaam of verantwoordelijk beleggen: impact investing, screening, ESG-integratie en engagement ofwel 'stewardship'. Screening kan weer op twee manieren worden uitgevoerd. Bij de negatieve vorm wordt aan uitsluitingen gedaan en bij de positieve wordt juist extra geïnvesteerd in bedrijven die helpen om aan duurzaamheidscriteria te voldoen die vooraf door de belegger zijn bepaald. Het probleem met ESG is dat er weinig overeenstemming is over de definities. Als we kijken naar de rating agencies, zoals Moody's en S&P, dan geven die in 99% van de gevallen een gelijklopend oordeel over bedrijven. En bij factoren als Value en Minimum Volatility kunnen we het na enige discussie ook wel over de definities eens worden, al zijn er nuances. Maar uit studies blijkt dat er veel minder correlatie zit tussen definities van de E, S en G. Sterker nog, uit een recente studie van MIT bleek dat de correlatie voor de E maar 0,65 is, voor de S 0,49 en voor de G maar 0,38. Iedereen meet het dus verschillend. Er moet echt in details getreden worden om te kijken wat bijvoorbeeld Sustainalytics of MSCI bedoelen. Er zijn verschillen in de hoeveelheid subcriteria, de weging en de scoringsmechanismen. Voor

Figuur 2: Risicopremie markt versus risicopremie factoren



de Governance-factor lijkt als prestatie-indicator overigens nog de meeste onderbouwing te bestaan.'

Kan ESG een succesvolle beleggingsstrategie zijn?

'Uit analyses van ESG-fondsen blijkt dat er geen consistent verband bestaat tussen hun resultaten en die van de brede markt. Op basis van een metastudie van Friede, Busch en Bassen uit 2015 blijkt dat er voor 16% van de fondsen een positief verband is gevonden tussen ESG en prestaties, bij 11% was dat negatief en bij de rest neutraal of gemengd. En zelfs bij die ESG-fondsen die goed hebben gepresteerd, kan de sectorkeuze toevallig goed hebben uitgepakt. Veel ESG-fondsen overwegen bijvoorbeeld Technologie en Healthcare en onderwegen Energy en Industrials. De eerste twee sectoren hebben het de laatste jaren goed gedaan en de laatste twee niet. Aan de andere kant is er tegenwoordig ook geen negatief verband meer tussen ESG en prestatie, waar in het verleden nog weleens negatieve verbanden werden gevonden. Een studie van Harvard uit 2015, 'Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality', toont verder aan dat bedrijven die goed presteren op basis van belangrijke duurzaamheidsissues meer rendement maken.

Alles overziend concluderen wij dat de datakwaliteit voor bijvoorbeeld positieve screenings en ESG nog niet goed genoeg is. Dat betekent dat voor passieve beleggingsproducten eigenlijk maar twee vormen van duurzaam beleggen overblijven: uitsluitingen en stewardship. Beide passen wij bij Vanguard toe. Wij publiceren ieder jaar op onze website een jaarverslag over wat we, vaak samen met andere grote beheerders, gedaan en bereikt hebben met onze engagement.'

Slapende factoren, een cyclus op zijn top en de E, S en G die geen factoren zijn. Wat betekent dit voor de belegger?

'Diversificatie is altijd belangrijk, maar aangezien we aan het eind van de cyclus staan, is dat nu belangrijker dan ooit. Ondanks de lage 'yield' blijven obligaties een belangrijk onderdeel van de portefeuille. Zorg ervoor dat de kosten van beleggen zo laag mogelijk zijn, zeker gezien de lage yields van dit moment. Aangezien in Europa de yields extreem laag zijn, is een wereldwijde focus op obligaties in de meeste gevallen het beste. Het is echter belangrijk nooit de doelstellingen van de belegger uit het oog te verliezen. Te veel beleggers, ook defensievere, zijn de laatste jaren op zoek gegaan naar yield. Die kunnen weleens de kous op hun kop krijgen in een nieuwe crisis. Tot slot de factoren. We hebben geconstateerd dat die sterk zijn achtergebleven, terwijl de markt vooral gestegen is

Wij pleiten ervoor om actieve beheerders die een factor-benadering hanteren, niet te beoordelen op te korte perioden.

Factoren manifesteren zich vooral na een recessie.

door de grote groeiaandelen, die deels ook nog eens als 'junk' kunnen worden bestempeld, omdat ze niet winstgevend zijn. Door nu factoren als Value en Size toe te voegen aan de portefeuille kunnen accenten verlegd worden, zodat in de portefeuille minder exposure is naar de grote dure groeiaandelen en er beter gediversifieerd wordt. Wellicht ten overvloede: beleg natuurlijk alleen in factoren waarvoor veel wetenschappelijke onderbouwing bestaat en waarvan je mag verwachten dat die zich ook in de toekomst manifesteren.' «



Photo: Archief Ruben Eshuis Photography

CV

Mark Fitzgerald is Head of Product Specialists, Product Management, Europe bij Vanguard. Daarvoor werkte hij bij BlackRock als Managing Director Equity iShares Portfolio Management, bij Northern Trust als Portfolio Manager Quantitative Investments en bij DWS als Fund Manager Quantitative Investments. Fitzgerald behaalde zijn BA (Hons) in International Business and Finance aan de South Bank University London.



DOOR ANNE-MARIE MUNNIK RBA, DIRECTEUR VAN CFA SOCIETY VBA NETHERLANDS

COLUMN

Carrière als beleggings-professional: 5 tips voor succes

De beleggingsindustrie verandert ingrijpend. De opkomst van machine learning en kunstmatige intelligentie (AI), de groeiende behoefte aan personalisatie en de populariteit van duurzaam beleggen, stellen nieuwe eisen aan de beleggingsprofessional.

Als beroepsvereniging spant CFA Society VBA Netherlands zich in om de beleggingsprofessional zo toekomstbestendig mogelijk te maken. Hierin wordt ze gesteund door CFA Institute. Afgelopen jaar enquêteerde deze internationale koepelorganisatie wereldwijd meer dan 3.800 leden en werknemers in de sector over veranderingen in functie-profielen, competenties en organisatiestructuren. De bevindingen werden gebundeld in het rapport Investment Professional of the Future. Uit deze studie kwamen concrete aanbevelingen op vijf kerncompetenties naar voren.

1. Flexibiliteit

Van de ondervraagde leidinggevenden verwacht 89% dat de rollen en verantwoordelijkheden van beleggingsprofessionals tijdens de loopbaan meerdere malen zullen veranderen. Tegelijkertijd denkt 77% van hen dat de wereld van de beleggingsprofessional in de komende tien jaar meer zal veranderen dan in de afgelopen tien jaar. In deze dynamische omgeving moeten bedrijven flexibiliteit aan de dag leggen. Daarom hebben ze behoefte aan werknemers die zich kunnen aanpassen en interdisciplinair kunnen denken.

2. Teamplayer

De dagen dat portefeuillemanagers als sterren door het leven gingen, zijn voorbij. Bedrijven willen zich onderscheiden op wendbaarheid, snelheid, klantgerichtheid en innovatiekracht. Ze hebben daarbij te maken met een continue strijd om talent, leidend tot meer verloop. Het belang van het geheel wordt groter ten koste van dat van het individu. Cognitieve diversiteit wint aan belang, want teams met verschillende ervaringen en perspectieven zijn minder gevoelig voor kuddementaliteit. 49% van de ondervraagde managers noemt de trend naar meer teamwork als een belangrijke factor van verandering in de sector.

3. Specialist en generalist

Verder hecht 49% van de ondervraagde leidinggevenden groot belang aan het zogenaamde 'T-profiel' voor het succes van beleggingsprofessionals in de komende vijf tot tien jaar.

Het 'T-profiel' betekent het combineren van professionele diepgang en specialisatie met inzicht in onderlinge (bedrijfs) verhoudingen en sterke persoonlijke netwerkqualiteiten. Aan het T-profiel wordt meer waarde toebedeeld dan aan managementvaardigheden (21%), soft skills (16%) en technische kennis (14%).

4. Creativiteit

In de strijd om de beste banen in de beleggingsindustrie hebben specialisten die daarnaast met name ook creatief en innovatief zijn de kaarten in handen. Managers geven aan dat vaardigheden als creativiteit/innovatief denkvermogen (32%), interdisciplinair denken (29%) en oplossings- of klantgericht werken (29%) bijzonder moeilijk te vinden zijn. Zelfs aan specialistische kennis op het gebied van IT, vaak genoemd als een acute behoefte van werkgevers, is makkelijker te komen dan aan 'soft skills' als empathie, bescheidenheid en communicatietalent.

5. Technologie

De beleggingsprofessional van de toekomst moet zich steeds meer kunnen onderscheiden in het gebruik van technologie in dienst van het werk en de (beleggings)resultaten. In tegenstelling tot het populaire, maar al te eenvoudige beeld dat machines mensen vervangen, ligt de toekomst van de sector in het samenspel van AI en human intelligence. Mensen hebben de taak om algoritmes te 'trainen' om bijvoorbeeld klanten te adviseren, hun behoeftes te herkennen en innovatieve oplossingen aan te dragen.

Veel beleggingsprofessionals nemen al stappen. Iets minder dan de helft van de ondervraagden (46%) onderging training in 'soft skills' en 50% geeft aan dat 'nieuwe dingen leren' de meest motiverende kant is van hun beroep, aanzienlijk meer dan 'goede beloning' (41%). En dat is waar het om draait: beleggingsprofessionals die bereid zijn een leven lang te blijven leren. Zo kunnen we nieuwe uitdagingen aan – ook die welke we nu nog niet kunnen voorzien. «

Trumponomics has taken its toll on factors

DOOR JAN JAAP OMLEE

Is factor investing the new battleground of the active versus passive debate? We asked Thomas Kieselstein, Co-Founder and Chief Investment Officer of Quoniam Asset Management. Consider ESG as an important aspect, but it is a different type of factor.

Part of the reasoning behind factor investing allocation has to do with the availability of supporting scientific research and with the high cost pressure in investing in general. Investors are looking to reduce their overall cost and to allocate to semi-active strategies or something in between active and passive. This means that essentially much money is going to semi-active or semi-passive investing.

What types of strategy do we have?

'There are three types of strategy involved here; one is traditional active management, the other is pure passive in the sense of market cap and then there's factor investing. Within factor investing we have more passive approaches and more active approaches, hence the name 'new battleground'.

Basically, we have to differentiate between two reasons. The first is that there is some form of additional risk: the 'factor risk premium'. This type of risk may include higher business risks. For example, value stocks tend to be more cyclical in nature, but there may also be technical or implementation risks involved, for instance low liquidity in small-cap stocks. Of course, the additional risk premia does not always pay off;

it pays off over the long cycle, but not necessarily in every year.'

What is the other reason?

'The other key reason why it makes sense, is more efficient information discovery. So the fact that you systematically use data to cover large universes of stocks, may enable you to detect opportunities which traditional investment managers with less technology or less data available are not able to detect.'

Is there such a thing as a preference for certain factors?

'At Quoniam we do have a certain preference for the information discovery as opposed to the risk premia part of factor investing. Simply because risk premia may be a little less effective going forward due to the fact that many investors are already doing this and it's a relatively easy task to do – which could make this a crowded space. There is a counter argument that every ten years it may fail miserably and then the crowd leaves again.'

Figure 1: Relative performance anti-benchmark versus benchmark

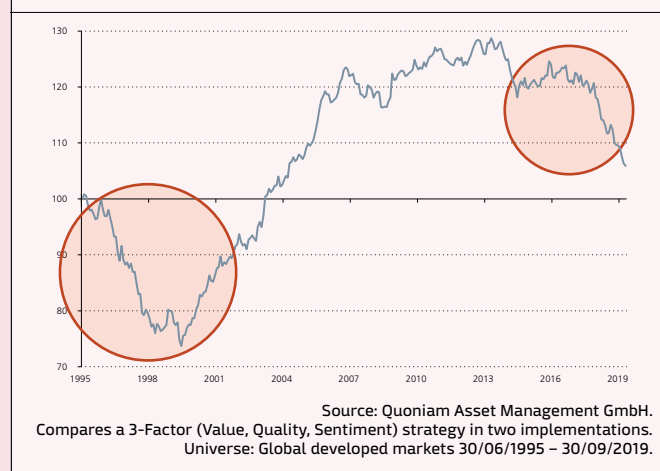
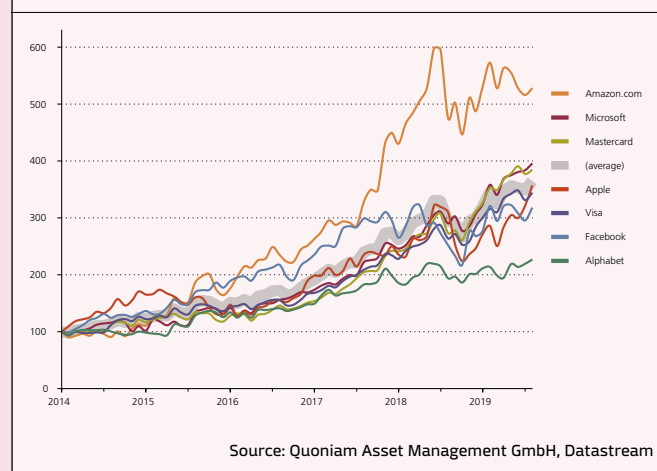


Figure 2: Large US Technology Equities strongly outperformed



There is a difference between simple and advanced factors and you should know about this.

What happens on the more advanced information discovery part is that, instead of simply screening for some very simplistic value ratio's, you would do more in-depth analyses, for instance collecting off balance sheet data to capture value, such as brand value or intellectual property value. This is more difficult to do and of course not easily repeatable.'

Could you elaborate on combining the factors?

'Obviously, there are different schools and opinions on how to combine factors. Simplistically put, one uses top-down thinking and combines several single factor managers or portfolios. A different school looks at the data bottom-up and combines multiple factors on a single stock level. Now each of the two schools has its merits.

Empirically, it can be shown that multi-factor stock selection is more efficient in the long term, especially for more active portfolios and the more factors you include. The top down single factor can be better in extreme situations. So if you have a junk rally for example, then the one value portfolio is so good that it beats the stock selection portfolio.'

What are other differences?

'The other difference is that if you have a strong opinion on one factor, then a factor timing may be easier to implement in the top-down approach, simply by deallocating money from one portfolio to another. However, our opinion would be that on average factor timing does not make sense, because it is costly due to higher transaction costs and the need to physically turn over entire portfolios. Even market timing, which is less costly, has a very mixed track record.'

So what are the differences between 'active' and 'passive' factor investing?

'In summary, there are three aspects: one is simple 'risk premia' factors versus more advanced 'information discovery' factor definitions, the second aspect is how you combine factors as described earlier and the third one being how you determine the weights in the portfolio. For the third dimension, we can differentiate between a version where you

Consider ESG as an important aspect, but it is a different type of factor that should be used in a holistic context rather than a risk-return context.

depart from market-cap, and position yourself over- or underweighting relative to a benchmark. The other one builds an anti-benchmark portfolio bottom-up and is typically underweight in large-cap stocks.

We have tested the same factor signal, once constructed as an 'anti-benchmark' portfolio and once as a 'benchmark-relative' version. Figure 1 shows the performance of the 'anti-benchmark' relative to the 'benchmark-relative'. At the end of the 1990s, we saw the 'anti-benchmark' underperform due to the tech bubble. After the tech bubble we can witness an outperformance. In recent years, especially in the last two years, we've seen again a strong underperformance of the anti-benchmark, again due to a strong performance of large-cap technology stocks.'



Photos: Ruben Eshuis Photography

CV

Thomas Kieselstein, CFA, is Co-Founder and Chief Investment Officer of Quoniam Asset Management. As CIO, he oversees Quoniam's Equity, Fixed Income and Multi-Asset investment teams. Prior to Quoniam, Kieselstein worked for DZ Bank and Dresdner Bank Investment Group. He has been developing quantitative investment processes for multi-factor strategies since 1994.



The choice between single-factor versus multi-factor depends on your governance. If you are a top-down allocator, you may want to use single factors. If you are looking for the most efficient form of factor investing, then use a multi-factor investment process.

What does this mean for investors?

'Although on average the anti-benchmark is more efficient, there can be prolonged periods of very strong performance of large-cap stocks, and the advantage realises only in the long term. For investors concerned about such tracking error, a benchmark-relative version can be more appropriate.'

How can we summarise this?

'Some factor investing strategies have underperformed quite substantially due to two reasons. The first is the huge outperformance of large cap technology, the second is the strong underperformance of the value factor. Apart from its obvious underweight in technology, this is also due to concerns about the global trade war. Value portfolios tend to be invested in manufacturing and are hence sensitive to global supply chains and exports being curbed. By contrast, quality portfolios are currently overweight again in technology and staples - so Trumponomics has had a huge effect on factors.'

This is the risk part of investing. That's why there is a premium in the end. Now we had a political and macro-economic environment which was especially unfavourable to value and mid-cap stocks.'

How does the ESG factor relate to factor investing?

'There is a debate going on about whether ESG is a factor like other factors. Some say it is a factor because you can measure it. We have the data to at least partially measure ESG, but it is very complicated because there is not one number out there. There are many and they are not all the same. The correlation matrix of all different types of ESG data shows that, when we talk about the same category of overall ESG ratings, there are many different data available, with many different providers having low correlation.'

Data providers do lots of data tweaking before they put their lists together, while data are more standardised in the environmental space. The method for determining the carbon intensity of a portfolio is largely similar, so there is much more similarity there between different data providers.'

The question remains: is ESG a factor?

'Yes, because we can measure it. But it does not fall into the general categorisation of factors, since it is unclear why there should be a premium for it return-wise; there is no additional risk involved. By contrast you may use it to reduce risk, so there may be a long-term risk to society or the environment, but that would mean you earn a lower premium. So is ESG a risk premium? Probably not.'

Then there is this information discovery aspect. Is it possible to select better stocks with it as for the information discovery of factor investing? This might be true, but it is hard to prove. And why should you use ESG data to select those companies? Isn't it easier to use other factors to analyse this? There is much interest in ESG, so there is a demand. It may well be that you have an outperformance temporarily because of that demand effect.'

Taking this together, we argue that you should look at ESG not so much from a financial point of view, but from a holistic one. ESG should therefore not be bought only for risk-return reasons.'«

About Quoniam

Quoniam Asset Management GmbH ('Quoniam'), founded in 1999, is a pioneer in quantitative asset management and invests in public equity, fixed income, and multi asset markets across the globe. Quoniam is using a scientific approach to investing called 'quantitative investment engineering'. This is a transparent, high-tech investment process, which analyses particular factors that are both economically plausible and empirically verifiable. Using this expertise, Quoniam, with offices in Frankfurt and London, is managing €31 billion in assets for global investors. www.quoniam.com



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

COLUMN

Close-out netting en solvabiliteitsbeslag: de ECB haalt stilletjes de teugels aan

Op 10 oktober 2019 heeft de ECB een brief gestuurd aan 'significante' banken over het in aanmerking nemen van nettingovereenkomsten voor de bepaling van de door deze banken aan te houden solvabiliteit.

Kenmerkend voor financiële raamovereenkomsten, zoals bijvoorbeeld de ISDA Master Agreement, is dat zij bepalen dat, als een van de partijen niet aan zijn verplichtingen voldoet, alle onder de raamovereenkomst verrichte transacties vervroegd (mogen) worden beëindigd. Daarbij worden de verplichtingen die partijen uit verschillende transacties jegens elkaar hebben onmiddellijk opeisbaar. Deze worden omgezet in een verplichting tot het betalen van een bedrag dat hun geschatte actuele waarde vertegenwoordigt en vervolgens gesaldeerd. Dit proces van beëindiging en saldering wordt wel aangeduid als close-out netting. De overeenkomsten die hierin voorzien, worden nettingovereenkomsten genoemd.

De mogelijkheid van close-out netting is van groot belang voor de door een bank aan te houden solvabiliteit. Onder de CRR mogen onder bepaalde voorwaarden wederzijdse vorderingen en verplichtingen uit transacties onder een financiële raamovereenkomst worden gesaldeerd ter bepaling van deze solvabiliteit. Uitgangspunt voor de berekening van het solvabiliteitsbeslag is dan het netto-bedrag van de tegen marktwaarde gewaardeerde positieve en negatieve waarden van de afzonderlijke onder de overeenkomst vallende transacties.

De bepaling van de aan te houden solvabiliteit op netto-basis is voor toezichthouders alleen acceptabel als zeker is dat de vorderingen die een bank en een wederpartij op elkaar hebben bij faillissement of verzuim van de wederpartij tegen elkaar (kunnen) worden weggestreept, zodat de bank alsdan slechts één vordering tot ontvangst of één verplichting tot betaling van het nettobedrag heeft. Omdat een dergelijke vaststelling een diepgaande analyse van de betreffende contracten en de betrokken rechtstelsels vereist, bepaalt de CRR dat banken dit moeten onderbouwen met 'reasoned legal opinions'.

In genoemde brief beschrijft de ECB de procedure die zij vanaf 1 januari 2020 wil gaan hanteren met betrekking tot het in aanmerking nemen van nettingovereenkomsten voor de bepaling van de door significante banken aan te houden solvabiliteit. Een dergelijke bank moet de ECB vanaf die datum een notificatie sturen als zij (i) nieuwe typen nettingovereenkomsten als risicoverminderend wil behandelen, (ii) erkende typen nettingovereenkomsten wil aangaan met wederpartijen in voorheen niet in aanmerking genomen jurisdicties, en (iii) erkende typen nettingovereenkomsten wil aangaan met nieuwe typen wederpartijen. De notificatieplicht geldt niet voor niet-significante banken en niet voor nettingovereenkomsten die reeds als risicoverminderend in aanmerking zijn genomen.

Voor de notificatie moet het format van een door de ECB bijgevoegd voorbeeldformulier worden gevolgd. Dit formulier bevat een aantal door de bank te geven representations. Zo dient de bank onder meer te bevestigen dat uit de overeenkomst onder de diverse betrokken rechtstelsels slechts één verplichting ontstaat, zodat, als een wederpartij niet aan zijn verplichtingen voldoet, slechts één te betalen of te ontvangen bedrag resteert.

Voor de betrokken banken is mijns inziens sprake van een lastenverzwaring. Materieel worden er geen nieuwe eisen gesteld, maar wel moeten de banken vanaf 1 januari 2020 aan de notificatieverplichting voldoen. Zij zullen hun processen daarop moeten inrichten. Notificatie is een voorwaarde voor het mogen toepassen van een nettoberekening. Dat impliceert een mogelijke impact op transacties. Bovendien moeten de banken in de notificatie representations verstrekken op punten waarover thans alleen verklaringen worden gegeven door gespecialiseerde advocaten in de vorm van gekwalificeerde opinies. De ECB spreekt van verduidelijking, maar dat lijkt hier toch een eufemisme. «



BINNEN FACTOR INVESTING WERKT ESG ALLEEN ALS ALGEMEEN PRINCIPE

Door René Bogaarts

ESG is zeker geen gewone factor binnen factor investing. Daarvoor ontbreken namelijk de vereiste eenduidige data. ESG kan wel als algemeen principe in de beleggingsstrategie worden geïntegreerd.



Factor investing en ESG gaan prima samen, maar ESG is geen normale factor in de beleggingsstrategie, zoals waarde, momentum of volatiliteit dat zijn. ESG is veeleer een uitgangspunt dat in het totale beleggingsbeleid wordt geïntegreerd. Dat is een van de duidelijke uitkomsten van de paneldiscussie die op 11 november werd gehouden tijdens het door Financial Investigator georganiseerde seminar 'ESG Factor Investing: Mythe of Realiteit?'

Wilco van Heteren, Hoofd van het ESG Risk Ratings Team van het in duurzaamheid gespecialiseerde onderzoeksbureau Sustainalytics, legde uit dat een 'factor' gezien kan worden als een goed te definiëren grootheid, die over een bepaalde tijd genomen uitgedrukt kan worden in één concreet getal. 'Is ESG eenduidig te interpreteren?', vroeg hij retorisch. Hij pikte meteen een van de aspecten van ESG, governance, eruit om aan te tonen dat je alleen daar al op verschillende manieren naar kunt kijken. 'Dat alleen al maakt ESG lastig te correleren met andere factoren', zei hij. Wel voegde hij eraan toe dat Sustainalytics bezig is om uit te zoeken of ESG uiteindelijk toch niet als gewone factor kan worden opgevat of in verschillende factoren kan worden opgedeeld.

Paul van Gent, CIO van vermogensbeheerder Corestone Investment Managers, was het met Van Heteren eens. 'We hebben te weinig data omtrent ESG en wat we hebben is nog te kort beschikbaar, niet gestandaardiseerd en niet consistent gemeten', zei hij. Is dat een groot probleem? Nee, vond Van Gent, want analisten – de 'intelligente onder hen althans', voegde hij er met zelfspot aan toe – namen environmental, social en governance-issues toch altijd al in hun analyses mee. 'Als we ESG perfect kunnen kwantificeren, wordt het misschien

wat beter. Maar ESG als aparte factor benoemen, zal de wereld niet veranderen.'

De waarneming van Van Gent dat analisten ESG sowieso al meenemen in hun analyses, werd meteen onderschreven door Peter Korteweg, Lead Portfoliomanager Quantitative Equity Strategies bij APG Asset Management. 'Wij hanteren multi-factorstrategieën, maar we kijken ook naar ESG', legde hij de aanwezigen uit. 'Eerst deden we alleen aan uitsluitingen, zoals die van controversiële wapens, maar daarna richtten we ons ook op insluiting van ESG-koplopers. Daarnaast zijn we druk met engagement. We praten met bestuurders van bedrijven die niet door onze ESG-screening zijn gekomen, om te kijken of ze hun ESG-score alsnog kunnen verbeteren. Tegelijkertijd proberen we de CO₂-footprint van onze portefeuilles te verlagen. Zo integreren wij ESG in onze factorstrategie. We kijken of er alpha in die factoren zit. Dat is bij ESG nog moeilijk, want ESG is niet eenduidig en er is misschien wel overlap met andere factoren.'

Marlies van Boven, Managing Director van het Research Analytics Team van FTSE Russell, vertelde dat de ETF-aanbieder samen met verschillende grote asset owners factorstrategieën ontwikkelt waarin ESG een rol speelt. Beperking van het langetermijnrisico is daarbij de belangrijkste invalshoek. 'Operations van bedrijven met een hoge carbon exposure kunnen door wetgevers onder druk worden gezet via de prijs van koolstof. Naarmate er meer alternatieve energiebronnen beschikbaar komen, zullen fossiele brandstofbedrijven het moeilijker krijgen. Aan de andere kant kunnen bedrijven die nieuwe oplossingen bieden hiervan profiteren. Je kunt beter vooraf op ESG inspelen, dan afwachten tot de overheid met regels komt, zoals bijvoorbeeld bij CO₂-uitstoot gebeurt', zei ze.

Geen absolute uitkomsten

Dagvoorzitter Roland van den Brink, een oude rot in de pensioenwereld en directeur van zijn eigen adviesbureau TrigNum, had de forumdiscussie ingeleid met de constatering dat ongeveer de helft van de institutionele beleggers met factor investing bezig is, onder meer om risico's te spreiden en extra alpha te genereren. Die aanpak is volgens hem niet alleen weggelegd voor grote pensioenfondsen en beleggers, maar ook voor partijen met een vermogen van een miljard.

'Zijn er voldoende data beschikbaar? Wat willen we weten?', vroeg Van den Brink vervolgens aan Van Heteren. 'Voor factor investing beschikken we over voldoende data', aldus Van Heteren. 'Wat ESG betreft meten we wat beschikbaar is, maar dat is nogal divers. Sommige bedrijven zeggen iets te willen met de Sustainable Development Goals van de VN, andere zeggen iets te willen doen aan CO₂-reductie. Ook dat proberen we te meten. Maar we moeten de uitkomsten niet te absoluut benaderen. De uitkomsten geven alleen de richting aan.'

Korteweg vulde aan dat pensioenfondsen hun deelnemers moeten kunnen uitleggen waar ze precies mee bezig zijn. 'Je moet laten zien welke strategie is gekozen, wat de risico's daarvan zijn en wat het heeft opgeleverd', zei hij. De gegevens die partijen als Sustainalytics aanleveren, zijn daarbij zeer behulpzaam.

Aan Van Boven vroeg Van den Brink of klanten bereid zijn extra te betalen voor nieuwe 'factor'-gegevens als ESG. 'Nee hoor, ik geloof niet dat er meer betaald wordt als onderzoek ook ESG betreft', antwoordde Van Boven. 'Het gaat gewoon om de hoeveelheid werk. ESG-data zijn voor ons gewoon data.'

Op dat moment haakte Van Gent op de discussie in. 'Het is raar om over kosten te praten', zei hij. 'Het zijn toch investeringen? Als je de isolatie van een bestaand gebouw verbetert, gaat de prestatie ervan omhoog. Zo werkt het hiermee ook. Het is toch afhankelijk van wat de klant ervoor terugkrijgt? ESG-inzicht kun je beschouwen als een soort verzekering.'

Algoritme

Artificial intelligence wordt steeds belangrijker in de beleggerswereld. 'Hoe zit dat bij de deelnemers aan de paneldiscussie?', wilde Van den Brink weten. 'Wij gebruiken volop artificial intelligence', antwoordde Van Heteren. 'Wij stoppen de door ons verzamelde data in een algoritme. Een analist kijkt daarnaar en voert eventueel nieuwe inzichten in, zodat het algoritme daarmee gevoed wordt. We zien dat steeds meer partijen naar ons toe komen met de vraag of wij iets nieuws voor ze hebben. Onze analisten leren de taal van de beleggers.'

Korteweg vertelde dat APG tegenwoordig tekst-software gebruikt om in verslagen en andere publicaties van bedrijven te kijken wat en hoe ze over bepaalde onderwerpen als ESG schrijven. 'Het is inmiddels zo veel, dat het anders niet meer is bij te benen', zei

hij. 'Dat is één manier waarop wij met machine learning bezig zijn.'

Aan het einde van de paneldiscussie kwam een vraag uit de zaal hoe de panelleden ESG in het beleid denken te integreren, de risico's denken te beperken én inzicht denken te krijgen in wat er op ESG-gebied op ons afkomt. 'Benchmarking', antwoordde Korteweg. Hij voegde er wel meteen aan toe dat benchmarking partijen belemmert om voor de troepen uit te lopen, omdat ze min of meer gedwongen worden te doen wat de grote massa, de benchmark, doet. 'Ik zal niet zeggen dat we ons vanwege dat benchmarken als lemmingen gedragen, maar we zitten wel aan een touwtje.'

Van Gent merkte ten slotte op dat de ideeën over ESG-beleggen zich veel sneller hebben ontwikkeld dan die rond factor investing. 'Daar moeten we van profiteren. We moeten erin investeren, want als we dat niet doen, gaan overheden regels opstellen die iedereen moet volgen. Hoe we moeten investeren? Door beter samen te werken, bijvoorbeeld richting de Sustainable Development Goals. Als datasets niet voldoen, moeten we meer research verrichten.'

Clusterbommen

De opvallend snelle ontwikkeling die ESG heeft doorgemaakt, kwam al eerder tijdens het seminar ter sprake. Zo opende Jolanda de Groot, Hoofdredacteur van Financial Investigator, het seminar met de opmerking dat factor investing zeven jaar geleden op de agenda van een vergelijkbare bijeenkomst stond, maar dat er toen nog niet over ESG gesproken werd. Philip Menco, Directeur van zijn eigen adviesbureau Fortunis, bracht hierna in herinnering dat duurzaamheid op 18 maart 2007 vrij plotseling op het netvlies van alle pensioenfondsen verscheen.

'Het was de beruchte uitzending over clusterbommen van het tv-programma Zembla. Ineens moesten pensioenfondsen uitleggen waarom ze geld staken in bedrijven die clusterbommen produceerden', zei Menco. 'De sector is daar meteen mee aan de slag gegaan. Het jaar erop verschenen de eerste rapporten over bedrijven die betrokken waren bij wapenproductie, kinderarbeid of milieuschade; bedrijven die je niet in je portefeuille wilt hebben. Later volgden additionele uitsluitingen door pensioenfondsen die bijvoorbeeld vanwege hun achterban niet wilden beleggen in tabak, gokken, pornografie of bont.'

Als voorbeeld noemde Menco PNO Media, het pensioenfonds van de publieke omroep, waaraan hij als extern beleggingsadviseur verbonden is. 'PNO Media wil niet beleggen in landen die de persvrijheid ernstig schenden. Daar zijn ze heel streng in.' Even later vertelde hij dat de deelnemers dat beleid van harte steunen. 'Uit een enquête onder deelnemers bleek dat 85% van hen 'ja' antwoordde op de vraag of het pensioenfonds zou moeten bijdragen aan een betere wereld, ongeacht of dat extra rendement oplevert.' Volgens Menco slaat de publieke opinie

omtrent de opdracht aan pensioenfondsen langzaam om van 'do no harm' naar 'do good'.

Buitenlandse pensioenfondsen hebben waarschijnlijk nooit van die Zembla-uitzending gehoord, maar ESG is geen Nederlandse aangelegenheid. 'ESG is over Europa en de rest van de wereld heen gerold', stelde Menco. Het eerste pensioenfonds dat volgens hem met duurzaamheid aan de slag ging, ruim vóór maart 2007, was het pensioenfonds voor Noors overheids personeel. 'De Scandinavische landen lopen op dit gebied wel vaker voor.'

Eind 2018 ondertekenden zo'n zeventig pensioenfondsen van over de hele wereld het Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Beleggen-convenant, onder wie vele Nederlandse fondsen. Een goede ontwikkeling, aldus Menco, die aan het einde van zijn inleiding alle pensioenfondsen opriep het convenant te ondertekenen. Niet alleen om duurzaam beleggen een stapje verder te helpen, maar ook om te voorkomen dat toezichthouders de kaders gaan bepalen.

Menco zelf ging, als voorschot op de latere paneldiscussie, in op de vraag of ESG een 'factor' kan zijn binnen een strategie van factor investing. Hij gaf meteen het antwoord: nee. 'ESG is meer een overlay over een gehanteerde strategie', zei hij. Een van de voordelen is volgens hem de beperking van de risico's. 'De kans dat je een BP in je portefeuille krijgt, is dan niet zo groot', zei hij, doelend op de enorme koersval die het oliebedrijf meemaakte na de explosie op het olieplatform Deep Horizon in 2010 en de milieuramp die zich daarop in de Golf van Mexico voltrok. Op de lange termijn presteren beleggingsfondsen die ESG hoog in het vaandel hebben volgens hem daardoor ook beter dan andere.

Aramco

Na afloop van Menco's betoog zag dagvoorzitter Van den Brink zijn kans schoon om Menco en de aanwezigen te prikkelen met een zeer actuele vraag. 'Wat doe je als een van de grootste bedrijven ter wereld naar de beurs gaat, een bedrijf in de

fossiele brandstoffensector, dat alleen al vanwege zijn grootte jouw portefeuille in vliegt omdat het straks in alle indices opgenomen wordt?', vroeg hij, duidelijk doelend op de beursgang van het Saoedische staatsoliebedrijf Aramco. 'Weiger je het fonds in je portefeuille op te nemen, of gooi je het over de boeg van engagement?' In de zaal klonk onderdrukt gelach. 'Dream on!', fluisterde een van de aanwezigen tegen zijn buurman, beseffende dat de Saoedische koninklijke familie niet erg vatbaar is voor adviezen. Een ander liet hardop weten dat veel pensioenfondsen Saoedi-Arabië al hebben uitgesloten vanwege de mensenrechtensituatie en dat het bovendien om een staatsbedrijf gaat waarin de zeggenschap van externe aandeelhouders beperkt zal zijn. 'Voor passieve beleggers zal het echter lastig zijn om Aramco uit de portefeuille te weren', aldus Van den Brink.

Menco had zijn antwoord klaar. 'Ik denk dat engagement in dit geval weinig zal uithalen', antwoordde hij. 'Maar ik denk dat je om verschillende redenen Aramco niet in je portefeuille wilt. Niet alleen vanwege de mensenrechten in het land, maar ook vanwege het gevaar van stranded assets. Als Aramco in index trackers wordt opgenomen, zou je kunnen proberen engagement te gebruiken richting de fondsbeheerders.'

Patrick Groenendijk, Hoofd Fiduciair Advies bij PGGM, stelde dat factor investing en ESG-beleid uitstekend te combineren zijn. 'PGGM doet het al jaren', zei hij. 'Wij hebben de ambitie om de CO₂-uitstoot van onze beleggingen in 2020 te halveren ten opzichte van 2015, terwijl we beleggingen die bijdragen aan een schoner milieu en gezondheid in 2020 willen verviervoudigen.' Meteen daarna vertelde hij dat PGGM al jaren ervaring heeft met factoren als waarde en volatiliteit en dat een geïntegreerde multi-factorbenadering beter is dan het stapelen van individuele factorportefeuilles. 'Er is nog geen eensluitend academisch bewijs dat ESG als factor bijdraagt aan financieel rendement, maar ESG kan binnen factorbeleggen op een vergelijkbare manier worden meegenomen als bij klassieke aandelenbeleggingen.'



Mensen worden minder geleid door financiële prikkels dan economen denken

DOOR JOOST VAN MIERLO

Economen hebben een belabberde reputatie, waardoor ze niet in staat zijn een bijdrage te leveren aan de cruciale debatten van deze tijd. Dat moet veranderen, aldus Esther Duflo, kersverse winnaar van de Nobelprijs voor de Economie.

Esther Duflo is een vrouw met een missie. De econome kreeg in oktober de Nobelprijs voor Economie toegewezen en is daarmee de tweede vrouw in de geschiedenis die deze eerbiedwaardige prijs heeft ontvangen. Een teken aan de wand, maar dat was niet het enige bijzondere aan de onderscheiding. Ze is met haar 47 jaar ook de jongste winnaar ooit van deze prijs.

Duflo ontving de prijs samen met haar collega (en levenspartner) Abijit Banerjee, met wie ze eerder een gelauwerd boek schreef over de ontwikkelingseconomie. In 'Poor Economics' werden veel heilige huisjes over het bestrijden van armoede omvergegooid, maar het boek wordt inmiddels gezien als het standaardwerk voor wetenschappers op dit gebied. Duflo en Banerjee – en trouwens ook Michael Kremer, met wie de twee de prijs deelden – zijn onderdeel van wat Duflo een 'beweging' noemt. Het gaat hen erom economische theorieën te toetsen in de praktijk en om op basis van de uitkomsten de theorieën aan te passen. Het klinkt logisch, maar de uitreiking van de Nobelprijs is het bewijs dat het bijzonder is.

In de loop der jaren zijn er onder toezicht van het drietal ongeveer duizend verschillende projecten uitgevoerd. De deelnemers leren dat er vrijwel geen algemene regels zijn. Omstandigheden verschillen overal. Politieke maatregelen moeten aan deze specifieke omstandigheden worden aangepast. Duflo dacht jarenlang dat ze al haar kennis in het in 2011 verschenen 'Poor Economics' had gestopt, zo

Uit een peiling blijkt dat economen door veel mensen als aanzienlijk minder betrouwbaar worden gezien dan weersvoorspellers. Alleen politici scoren nog slechter.

vertelt ze tijdens een lezing aan de London School of Economics. 'Dit was mijn expertise en we hebben in het boek alles verteld wat we over ontwikkelingseconomie konden vertellen op basis van de ervaringen van decennialang onderzoek.' Maar toen kwam Brexit en daarna kwam Trump. En vervolgens de Franse Gele Hesjes, die een uiting zijn van een al jaren knagend Frans onbehagen, zo legt Duflo uit. Economen speelden in de diverse discussies geen wezenlijke rol. Dat was voor een deel het resultaat van een totaal gebrek aan vertrouwen in de beroepsgroep. Uit een peiling bleek dat economen door veel mensen als aanzienlijk minder betrouwbaar werden gezien dan weersvoorspellers. Alleen politici scoorden nog slechter, herinnert Duflo zich. 'En wat nog erger is, als mensen te horen krijgen dat economen van mening zijn dat een bepaalde maatregel nadelig is, of juist positief, heeft dat geen enkele invloed op de besluitvorming.'

Duflo citeert een onderzoek naar de wenselijkheid van een koolstofheffing ten faveure van een emissieplafond. Economen geven massaal de voorkeur aan de belasting, maar de meeste mensen schrikken bij het idee van zo'n heffing. Zelfs als hun duidelijk wordt gemaakt dat de heffing in de praktijk, volgens economische experts, effectiever is, veranderen ze niet van mening. Dat geeft te denken, realiseerden Duflo en Banerjee zich. Als economen een wezenlijke rol willen spelen bij de maatschappelijke vraagstukken van deze tijd – zoals klimaatverandering, handel, immigratie, ongelijkheid en natuurlijk ook armoede – dan zullen ze eerst iets aan hun reputatie moeten doen. Vandaar toch weer een nieuw boek, zegt Duflo bijna verontschuldigend. Het resultaat is het net verschenen 'Good Economics for Hard Times; Better Answers for our Biggest Problems'.

Economen hebben zichzelf voldoende te verwijten, maakt Duflo duidelijk. Maar een deel van het probleem wordt

veroorzaakt door de perceptie die mensen hebben van een 'econoom'. 'Ze zien op de televisie een 'econoom' van de een of andere zakenbank uitleggen wat er nu weer met de financiële markten gebeurt. Dat heeft natuurlijk erg weinig van doen met wetenschappelijke arbeid, maar het voedt de gedachte dat economen de verdedigers zijn van de marktwerking ten koste van alles. En dat is iets waar de economische wetenschappers allang afscheid van hebben genomen. Tenminste, een belangrijk deel van de wetenschappers.'

Ook in het nieuwe boek wordt tegen heilige huisjes geschopt. Zo denkt Duflo dat de werking van een financiële stimulans structureel wordt overdreven. 'Het is niet zo dat geld niet belangrijk is, maar het is minder belangrijk dan vaak wordt verondersteld. We hebben dat onder andere gezien in ontwikkelingslanden. Daar kregen sommige gezinnen een beloning als ze hun kinderen naar school stuurden. Volgens de gangbare economische theorie zou de motivatie om werk te zoeken daardoor verminderen. Het was een belangrijke reden om tegen dit soort uitkeringen te pleiten, maar in de praktijk bleek daar niets van.' Een ander voorbeeld haalt Duflo uit Alaska, waar bewoners een jaarlijks basisinkomen krijgen uitgekeerd. 'Het heeft geen enkele invloed gehad op het aantal mensen met een volledige baan en heeft zelfs gezorgd voor een stijging van het aantal mensen met een deeltijdbaan.'

Het werkt volgens Duflo ook omgekeerd. 'Iedereen praat altijd maar over belastingverlaging. Dat geldt vooral voor de hogere inkomens. Dat zou op termijn ook heilzame gevolgen hebben voor mensen met lagere inkomens. Maar niemand die het merkt. Geen wonder dat dit argument niet geloofd wordt.' Het omgekeerde is volgens Duflo eerder aan de orde. Mensen hebben veel minder last van belastingverhogingen dan wordt verondersteld. De gevolgen worden overdreven voor mensen met gemiddelde inkomens en ook voor mensen met lagere inkomens. Als het nodig is om bepaalde politieke doelstellingen te bereiken, kunnen belastingen dus worden verhoogd.'

Een van de onderzoeken die voor de publicatie zijn uitgevoerd, leverde een interessant resultaat op. 'Mensen werd gevraagd wat ze zouden doen als ze een basisinkomen zouden krijgen. Slechts 13% van de ondervraagden zei dat hun gedrag daardoor zou veranderen, maar ze veronderstelden dat de helft van de overige mensen minder zou gaan werken. Dat is een interessant dilemma waar ook politici mee te maken krijgen. Mensen vrezen dat ze zullen worden uitgebuit, al zullen ze dat zelf niet doen. Het bewijst dat niets helemaal eenduidig is.'

Een tweede les uit het boek is dat mensen minder flexibel zijn als eerder werd verondersteld. Duflo citeert een onderzoek waaruit blijkt dat het aantal verhuizingen in de

afgelopen decennia aanzienlijk is afgenomen. In 1948 verhuisde 14% van de Amerikanen binnen de eigen gemeentegrenzen. In 2016 was dat gedaald naar 7%. Het aantal verhuizingen buiten de gemeentegrenzen daalde in die periode van 6% naar 4%. 'Het is opvallend dat de wezenlijke verandering vooral heeft plaatsgevonden sinds de jaren negentig. Dat is juist de periode waarin Amerikaanse werknemers de gevolgen begonnen te ondervinden van de toegenomen globalisering en de import van goedkopere producten uit het buitenland.' Economen weten volgens Duflo niet goed raad met deze informatie. 'Maar het is volgens ons een bewijs dat mensen heel huiverig zijn om te verhuizen. Er bestaat een gezegde dat 'niemand zijn huis zal verlaten, behalve als dat huis een haaienbek is'. Dat klopt. Sociale status telt heel zwaar. En waarom zou je naar een plek verhuizen waar je schoonouders niet meer voor je kinderen kunnen zorgen? Flexibiliteit wordt stevast overdreven.'

Economen hebben daarentegen traditioneel een te groot vertrouwen in de wezenlijke principes van mensen. 'Het gedrag van mensen kan veranderen op basis van



Foto: Nigel Stead, LSE

CV

- 1972 Geboren in Parijs
- 1994 École Normale Supérieure Parijs
- 1999 Promotieonderzoek Massachusetts Institute of Technology (MIT)
- 2005 Hoogleraar Ontwikkelingseconomie MIT
- 2010 John Bates Clark Medal voor veelbelovende economen
- 2011 Boek: Poor Economics (met Abhijit Banerjee)
- 2017 Hoofdredacteur American Economic Review
- 2019 Nobelprijs Economie
- 2019 Boek: Good Economics for Hard Times (met Abhijit Banerjee)



veranderende omstandigheden, maar economen hebben traditioneel een groot vertrouwen in de interne motivatie van mensen.' Dat kan wel met een korreltje zout worden genomen', denkt Duflo. Ze baseert zich daarbij op een onderzoek naar het gedrag van Zwitserse bankiers. Deze werd gevraagd om een aantal malen een muntstuk op te gooien. De bankiers kregen een bepaald bedrag al naar gelang kop of munt werd gegooid. Het onderzoek ging niet zozeer om de vraag of ze vals speelden. Dat doen mensen nu eenmaal. De onderzoekers vroegen aan de ene groep om zich te concentreren op hun professionele werk en aan de andere groep om zich te concentreren op het gezin of de activiteiten in het weekeinde. 'De eerste groep speelde aanzienlijk meer vals dan de tweede. Het toont aan dat de motivatie van mensen geen gegeven is, maar afhankelijk van de omstandigheden.'

De vierde belangrijke les uit het boek is dat economen zich dienen te realiseren dat het welzijn van een volk niet wordt bepaald door economische groei of iets dergelijks. 'Wat blijkt is dat mensen hun waardigheid belangrijker vinden dan hun loon. Dit betekent bijvoorbeeld dat een meubelmaker die zijn baan kwijtraakt, niet zo gemakkelijk een baan 200 kilometer verderop aanneemt als hij daar als verkoper van meubels hetzelfde kan verdienen. Zijn

Het welzijn van een volk wordt niet bepaald door economische groei.

waardigheid binnen de gemeenschap is voor deze persoon veel belangrijker. Een van de meest indrukwekkende onderzoeken waar we in het boek naar verwijzen, is de toegenomen radeloosheid bij mensen. Als je kijkt naar het aantal mensen dat is gestorven aan drugs of alcohol, valt op dat dit aantal de laatste jaren aanzienlijk is toegenomen in de Verenigde Staten. Het is een gevolg van de waardigheid die mensen is afgenomen. Dat maakt hen ook vatbaar voor meer extreme politieke opvattingen, maakt Duflo duidelijk. Het simpelweg bekritisieren van die opvattingen helpt niet bij het bestrijden van het probleem. Mensen vragen erom serieus te worden genomen. Bij het bedenken van politieke oplossingen is dat iets waar we rekening mee moeten houden. Het is daarmee niet gezegd dat het eenvoudig is een oplossing te vinden, maar het zorgt er in ieder geval voor dat een wezenlijke discussie wordt gevoerd.'

Het is die discussie waar economen volgens Duflo aan deel moeten nemen. Dat moeten ze doen door recente ontwikkelingen in de economische wetenschap serieus te nemen. Want natuurlijk hebben economen een bijdrage te leveren als het om de belangrijkste problemen van dit moment gaat. Het betekent niet dat er direct een oplossing voorhanden is. Dat geldt zeker niet als het gaat om problemen die zo complex zijn als sociale ongelijkheid en de klimaatverandering. Maar het is ook niet zo dat economen het zich kunnen veroorloven niet serieus te worden genomen.

Het voorbeeld van de kleinschalige onderzoeken in ontwikkelingslanden, die ieder op zichzelf stukjes opleveren voor de complexe legpuzzel van het armoede-probleem, kan ook voor andere maatschappelijke vraagstukken worden gebruikt. En economen kunnen politici in ieder geval vertellen dat ze meer invloed kunnen uitoefenen dan ze hebben gedacht. Duflo: 'Mensen willen dat hun problemen serieus worden genomen. Dat mag geld kosten, ook in de vorm van hogere belastingen.' «

Waardigheid veel belangrijker dan geld;

Economen hebben gebrekkige waardering aan zichzelf te danken;

Heilige huisjes in de wetenschap moeten omver worden gegooid;

Toename radeloosheid oorzaak van politiek extremisme.

The increasing pursuit of SDGs represents sound investment opportunities in India

BY JEROEN TIELMAN, QSTONE CAPITAL

Influenced by economic liberalization in the early Nineties, India became one of the fastest growing major economies in the world. The country is now the seventh largest economy in the world presenting interesting investment opportunities, including plenty of sustainable ones. Srinivasan Sridhar has been the Chairman of the Central Bank of India and has been involved in different initiatives to improve social conditions for many years. What are his views on investment opportunities in India in general, and on sustainable ones in particular?

What is your current role in the financial industry and what is your contribution to sustainable investment initiatives in India?

'I have been both a commercial banker and a development banker and I have initiated, participated in and led projects in sustainable investing and lending. For example, as the Chairman of the Board and CEO of National Housing Bank (NHB), a wholly owned subsidiary of the Reserve Bank of India, I contributed significantly to the evolution of Affordable Housing.

As the mortgage regulator, I created a new genre of mortgage financiers, called Affordable Housing Finance Companies (AHFCs). I set up an electronic registry of mortgages and launched the mortgage guarantee and I decreed that financial support for low income housing would not be available unless each of the houses had a toilet.

I played a key role in developing a Grassroots Initiative Partnership between Export-Import Bank of India and International Finance Corporation wherein several micro level projects were undertaken, marrying sustainability and export development (like women's cooperatives in a range of products).

In the Central Bank of India, I developed a Partnership with the Commonwealth Secretariat in London to develop entrepreneurship and self-employment in youth in selected

backward districts in the country. I chaired a National Task Force on Housing Microfinance and was instrumental in establishing a State-backed credit guarantee program for low income housing.

I continue to be actively involved in some of the initiatives, by participating as a non-executive statutory advisory board member for, amongst others, the affordable housing financing subsidiary (Sitara) of the Self Employed Women Association in India.'

China is by many investors considered as the most attractive and deepest investable market in Asia. How would you compare India to China in this respect?

'China is the second largest economy in the world with a GDP of USD 14.2 trillion in 2018 and India is seventh with a GDP of USD 2.7 trillion. China embarked on economic liberalization in the mid-Eighties, whilst India started in the early Nineties. China emerged as the manufacturing pole of the world, while India focused on the services sector. China's political model continues to be one of State control, notwithstanding the flourishing of private enterprise. India is a vibrant parliamentary democracy with a federal setup and the inevitable cacophony that may impede the process and speed of decision-making. India was a late-comer to foreign investment, but has incrementally positioned itself as an attractive investment destination with inflows USD 37.3 billion in 2018-19.'

Why should institutional investors consider India?

'India with its population of 1.3 billion and GDP of USD 2.7 trillion is one of the most attractive markets in the world for business, with an estimated size of the middle class of 350 million people, which is 28% of the population, making it amongst the largest in the world in terms of aggregate purchasing power.

Demographics favor India as the median age in India is 28 years, against 37 in the US and China and 45 in Western Europe. Since 2018, India's working age population (people between 15 and 64 years of age) is higher than the dependent population which trend is projected to continue

Photo: Archive S. Sridhar

**CV**

Srinivasan Sridhar has more than 45 years of professional experience in development and commercial banking. He has been the Chairman and Managing Director of Central Bank of India, the Chairman and Managing Director of National Housing Bank, the regulator of housing finance companies and development financial institution for housing. He was also the Executive Director of Export Import Bank of India and had also worked in the State Bank of India. He is currently a non-executive, independent Member or Chair of the Boards of some leading corporates and in institutions in Europe and the Middle East.

till 2055. This bodes well for a longer term stable growth of the economy.

India is a robust, functioning democracy with a written constitution whose basic structure cannot be changed. Three wings of governance function independently through a system of checks and balances: the executive (government), the legislature, and the judiciary system.

Economic growth in India has been steadily increasing, making it the fastest growing economy in recent years with an average growth of 7.5% per year in last five years compared to 6.9% in China. Although the growth has slowed down to 6.8% in 2018-19, it is still one of the highest in the world for a major economy, considering the synchronized slowdown in the global economy.

Finally, India has arguably the largest pool of skilled manpower in the world at a relatively low cost. Whilst Indian expertise in IT is well known, there is also a deep talent pool in other sectors, like chemical, bio technology, engineering design, manufacturing, and financial services.'

Now that Prime Minister Modi has been appointed for a second term, what do you see as his most important economic goals and what is your view on the stability of the Rupee?

'Prime Minister Modi will seek to consolidate on the many strategic initiatives that he had launched during his first term, but were not completed. Broadly, these measures can be classified into two: reformist and welfare.

Reforms that Modi initiated, will be continued. They include the Goods and Services Tax (GST), the single indirect tax, and banking reform, which refers to the cleaning up of balance sheets and the recapitalization and mergers of state-owned banks. The reforms also include an improved regulatory and supervisory framework for the systemically important non-banking finance companies (the 'shadow banks'), sorting out the initial teething troubles in the implementation of the new bankruptcy law and digitalization of the economy across the board, such as financial transactions, trade and production. Investment is actively promoted and the reform of direct taxes must position India as a tax efficient and friendly jurisdiction.

Welfare policies accommodate financial inclusion. This means enabling access to bank facilities for the poor, including direct benefits transfer (DBT), which means disbursement of welfare payments directly into the bank accounts of the identified beneficiaries, health insurance for rural poor and energy access to urban and rural poor in the form of solar power, improved water and sanitation. Economic growth with inflation control would be the overarching objective.

As regards the exchange rate of the rupee, I expect it to remain steady in the 1 USD = Rs 70.5-72.5 band with some bias towards depreciating. This view is predicated on the oil prices continuing to remain stable and further momentum developing in the application of renewable energy.'

There is a lot of debate on the question whether sustainable investing leads to lower returns. What is your view on this?

'I have always held that sustainability invariably makes good business. I do not see a fundamental conflict. I think the best way to address this issue is for the investor to stipulate a minimum threshold of sustainability below which it is a no-go. Above the threshold, the investment decision should be based on the financial merits of the investment.'

Which Sustainable Development Goals (SDGs) do you see as most 'investable' in India?

'In recent years, the increasing pursuit of SDGs has represented sound business investment opportunities, such as affordable housing, solar and hydro power generation, clean water and sanitation, solid waste management and education.'

What are the most important political and economic drivers behind these most investable SDGs?

'Interestingly in India, despite the usual dissent in Indian politics, there is a remarkable consensus across the political spectrum on economics. The difference in economic policies is in their relative priorities and emphasis. Furthermore, the manifestoes of the principal parties mirror the SDGs.'

Despite having a GDP of USD 2.7 trillion, the per capita income is still quite low at USD 2041. Although development admittedly has been impressive, with an estimated 271 million people being lifted out of poverty (over 2006-2016), over 300 million people are still being considered poor from a multidimensional standpoint. Increasing urbanization and rising aspirational youth present huge growth and development challenges. The democratic system reflecting aspirations of the people has been a major political driver in implementation of the SDGs.

The realisation that the poor actually constitute a consumer class and there are rich pickings to be had at the bottom of the pyramid, has driven changes in economic policy and business models as well. In fact, the largest FMCG companies in India including subsidiaries of MNCs derive a significant portion of their revenues from the mass clientele, including rural poor. Microfinance has led us to believe that the poor are not bad credit risks and in fact, the 'willingness to pay'-quotient is arguably higher than the average, while the 'ability to pay'-factor may be constrained due to a variety of reasons including external.'

New Delhi and Mumbai are megacities with more than 20 million inhabitants each. The trend towards further urbanization is evident. In addition, economic growth in urban areas is higher than in non-urban areas. Which of the above mentioned SDGs would mostly apply to urban areas?

'SDG 6 'Clean water and sanitation', SDG 7 'Affordable and clean energy' and SDG 11 'Sustainable Cities and communities' would be the SDGs that might be most relevant. For example, the government had introduced the concept of Smart Cities which have sustainability as their main objective, of which several are under development by the States. Slicing the pie differently, the investable themes are: affordable housing, renewable energy, water and sanitation, smart city development and infrastructure.'

Where do you see the opportunities for institutional investors that are looking for sustainable and attractive returns in India?

'To my mind the real opportunities lie in the unlisted space, some of which may offer reasonably good returns expressed in euro terms.'

The entry vehicles for new Dutch investors might be to participate in alternative investment funds offering debt and/or equity, non-banking finance companies for debt offering and direct investment in carefully selected projects with the right Indian partners. Firms like QStone Capital and Millerhill. Advisors with leadership experience in Indian and European banks and other financial services companies, could be of help. Dutch investors could also consider co-financing tie-ups, working with select Indian DFIs/banks or other financial intermediaries.'

Which type of Indian investors are leading in sustainable investing and how could Dutch institutional investors align with them?

'State-owned Insurance companies, such as the Life Insurance Corporation of India and New India Assurance Company state-owned Development Financial Institutions, such as the National Bank of Agriculture and Rural Development (NABARD), Small Industries Development Bank of India (SIDBI), India Infrastructure Finance Company Ltd. (IIFCL) and Housing and Urban Development Company Ltd. (HUDCO), and the State-sponsored National Infrastructure Investment Fund (NIIF) in which overseas investors including International DFIs, Pension Funds, Sovereign Wealth Funds have invested, are currently active in investing in programs that address the SDGs. There are several local Impact Investors active, but their scale of operations is limited. The sustainable investment space in India is largely dominated by international institutions and Dutch investors could well align with them.' «

VASTGOED IN AZIË-PACIFIC KOMT TOT WASDOM

Door Jonathan Hsu, Head of Research Asia/Pacific bij M&G Real Estate

Beleggen in vastgoed in de regio Azië-Pacific biedt niet alleen een beter groeiperspectief, maar kent ook een aantal diversificatievoordelen die je niet in Europa tegenkomt.

Daar waar de verwachte groei voor westerse economieën op minder dan 2% ligt, staat Azië-Pacific er met een verwachte groei van 4% een stuk beter voor. Maar de aanhoudende handelsproblematiek tussen de VS en China maakt het vooruitzicht op herstel van de wereldwijde handel onzeker. Sinds het begin van 2019 heeft het IMF de

verwachtingen voor de wereldwijde groei in 2020 verlaagd met 20 basispunten, van 3,6% naar 3,4%.

De ontwikkelde markten in de regio Azië-Pacific hoeven zich nog niet veel zorgen te maken. Door de relatief krappe arbeidsmarkt en het groeiende belang van markten waarin digitalisering en kennis centraal staan, draaien die economieën goed. Verdere investeringen, zoals in onderzoek en de ontwikkeling van deze groeisectoren, moeten de productiviteit verder versterken, vooral met de implementatie van kunstmatige intelligentie. Op de middellange termijn zou de geleidelijke wereldwijde introductie van 5G-telecommunicatienetwerken de groei in de ICT-sector weer moeten aanwakkeren, wat vooral Japan, Zuid-Korea en Singapore goed zal doen.

Regionale overheden en centrale banken in de Azië-Pacific regio zijn begonnen met het introduceren van een meer expansief begrotings- en monetair beleid om de groei te stimuleren. Japan, dat al een

0%-rentebeleid voert, had voor het begrotingsjaar 2019 een budget van 101,46 biljoen yen (920 miljard dollar), inclusief een stimulans van 2,03 biljoen yen om te compenseren voor de stijging van de consumptiebelasting in oktober. De regering van Zuid-Korea heeft voor 2020 een fiscaal budget van 513,5 biljoen won (424 miljard dollar) voorgesteld, wat 8% meer is dan in 2019. De Bank of Korea heeft sinds juli 2019 tweemaal de rente verlaagd, inmiddels naar 1,25%. Om de economie een zet in de rug te geven, heeft de Australische centrale bank sinds juli zelfs drie keer zijn beleidsrente laten zakken, tot een historisch laag niveau van 0,75%.

STRUCTURELE GROEI IN DE LOGISTIEKE SECTOR

De steeds sterker wordende groei van e-commerce in Azië zorgt ook voor een grotere vraag naar logistieke ruimte, vooral in Japan, Zuid-Korea en Australië. Binnen de ontwikkelde markten in deze regio wordt verwacht dat e-commerce de komende vijf jaar met meer dan 100



Jonathan Hsu

CV

Jonathan Hsu is bij M&G Investments verantwoordelijk voor de beleggingsvisie op de vastgoedmarkten in de regio Azië/Pacific en strategisch en tactisch advies voor het investeren in dit segment. Voordat hij in 2017 naar M&G in Singapore ging, was Hsu werkzaam bij Invesco Real Estate in Hong Kong en had hij diverse posities bij CBRE, Barclays en UBS, ook allemaal in Hong Kong. Hsu studeerde Management Sciences met de specialisatie Finance aan de Universiteit van Californië.

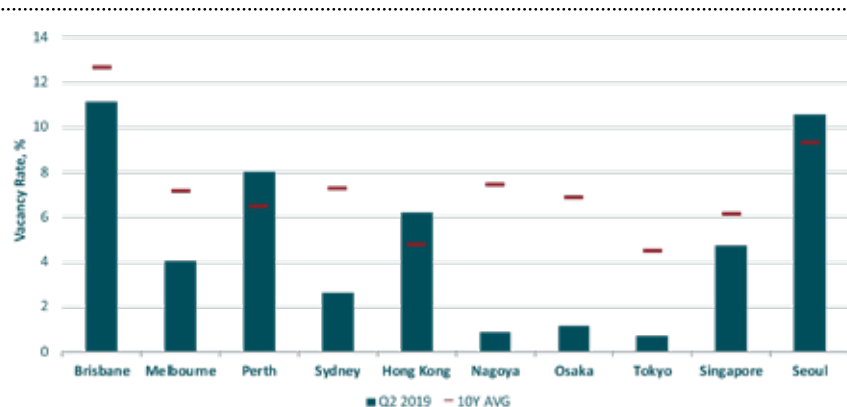
miljard dollar zal groeien, waardoor alleen al voor e-commerce meer dan 14 miljoen vierkante meter logistieke ruimte nodig zal zijn. Dit, in combinatie met steeds hogere eisen die huidige gebruikers van industriële ruimtes aan hun panden stellen en de grotere vraag naar upgrades door de supply chain, zijn enkele structurele factoren die het logistiek vastgoed hoog in de cyclus houden.

De groeiende vraag vanuit de industriële sector en het tekort aan aanbod op de korte termijn, met name op strategische locaties, jaagt de gemiddelde huurgroei op lange termijn op. Aangezien transportkosten een vrij groot aandeel vormen in de logistiek, zijn gunstig gelegen faciliteiten voor e-commerce en externe logistieke bedrijven zeer gewenst om de kosten te drukken. Maar grondposities die dicht bij de consument liggen, zijn schaars. Bovendien is het moeilijker om daar goedkeuring te krijgen voor de bouw van warenhuizen.

VRAAG OM KANTOORRUIMTE HOOG DOOR ONTWIKKELING DIGITALE EN KENNISECONOMIEËN

De vraag naar goed gelegen, goed ontworpen en goed beheerde kantoorruimte groeit waarschijnlijk ook omdat bedrijven dit kunnen inzetten in hun strijd om aanstormend talent. De overgang naar een meer digitale en op kennis

Figuur 2: Prijzen kantorenmarkt Azië-Pacific



Bron: M&G Real Estate Research

gebaseerde economie vergroot de wedloop om het zeldzame talent binnen te halen dat een bedrijf kan laten groeien. In de belangrijkste markten zullen overheden bedrijven helpen om talent aan te trekken, omdat hun komst de economische groei stimuleert en innovatie verhoogt. De steun zal vooral bestaan uit het aanleggen van infrastructuur voor openbaar vervoer en een versoepeling van de regels om kenniswerkers uit het buitenland aan te trekken. Dit zou de vraag naar kantoorruimte moeten bevorderen, aangezien kantoorgebonden werkgelegenheid groeit.

Op de korte termijn is de lage leegstand een zegen voor de kantoormarkt.

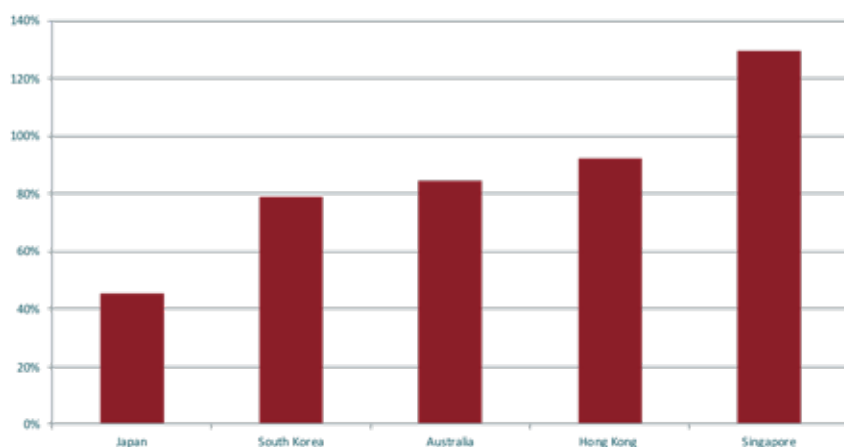
Met uitzondering van Perth en Brisbane ligt de bezettingsgraad van kantoren in de hele Azië-Pacific regio hoger dan het langjarige gemiddelde. In Singapore en in Japanse provinciesteden blijft het aanbod op korte termijn beperkt.

NIEUWE VRAAG NAAR WONINGEN IN STEDEN

De consolidatie en groei van kantoorwerkgelegenheid is ook positief voor appartementencomplexen in de belangrijkste provinciesteden van Japan. Bovendien zorgen positieve demografische trends, zoals een bevolkingsgroei in de binnensteden van Osaka en Tokyo en een stijging van het aantal gezinnen met twee inkomens, voor een toenemende vraag naar dit type woningen. Dit trekt ook weer de aandacht van zowel binnenlandse als buitenlandse beleggers die op zoek zijn naar stabiele inkomstenstromen. «

- De strijd om talent jaagt vraag naar kantoren aan;
- 5G wakkert groei in ICT-sector aan;
- Logistiek vastgoed profiteert van booming e-commerce;
- Appartementen gewilde manier van wonen.

Figuur 1: Groei E-commerce in Azië-Pacific



Bron: M&G Real Estate Research

Nederlandse winkelmarkt zoekt nieuw evenwicht

DOOR JUDI SEEBUS

De winkelmarkt verandert snel en de Nederlandse markt is hierop geen uitzondering. Naast de vele uitdagingen liggen er echter ook kansen. Partijen met bewezen expertise en kennis van de vele veranderingen die momenteel plaatsvinden in het winkellandschap kunnen daarvan profiteren. Om de mogelijkheden goed in kaart te brengen, deed het researchteam van institutionele vastgoedbelegger Bouwinvest onderzoek naar de Nederlandse retailmarkt en publiceerde een rapport.

'De markt beweegt naar een nieuw evenwicht en de toekomst van retail is multichannel met spelers die een complete online én offline winkelervaring kunnen bieden,' aldus research manager Jeroen Jansen van Bouwinvest.

Hoe kijken jullie naar het huidige winkellandschap in Nederland?

'Winkelvastgoed speelt traditioneel een belangrijke rol in de portefeuilles van institutionele beleggers en heeft historisch gezien veel waarde toegevoegd. Als gevolg van de reeks aan faillissementen in de laatste jaren, de internationale afwaarderingen van genoteerde winkelvastgoedfondsen en de daling van directe vastgoedinvesteringen in dit segment door het teruglopend vertrouwen van beleggers, is een kritische blik op het functioneren van de Nederlandse winkelvastgoedmarkt essentieel.'

'Tegelijkertijd zijn er naast alle sombere berichten ook positieve ontwikkelingen die niet over het hoofd gezien mogen worden. Luxe merken doen het goed, maar ook een discounter als Action zag in 2018 de omzet fors groeien. Winkelketen Rituals blijft nieuwe vestigingen openen en kondigde onlangs aan uit te willen breiden in Frankrijk. Daarnaast hebben internationale ketens als Decathlon, Søstrene Grene en Lego in Nederland de laatste jaren de winkelportefeuille verder uitgebouwd. Ook komen er steeds meer innovatieve horecaconcepten op de markt en wordt er vaker plaats ingeruimd voor restaurants en andere soorten horeca in winkelstraten, grote en kleine winkelcentra en rondom treinstations en andere vervoershubs.'

Al doet de horeca het goed in veel traditionele winkelgebieden, de detailhandel wordt wel geraakt door de groei van onlineverkoop. Welke segmenten worden het zwaarst getroffen?

'De winkelleegstand in Nederland is sinds 2008 toegenomen. De verschuiving naar online is het grootst in de sectoren mode, consumentenelektronica en speelgoed. In de nasleep van de financiële crisis is het consumentenvertrouwen gedaald en mede als gevolg daarvan zijn de consumentenbestedingen gekrompen. De winkeldichtheid in Nederland per hoofd van de bevolking is significant lager dan in de Verenigde Staten, Groot-Brittannië en Australië, maar in Europees verband ligt het hoog en ons land staat op nummer drie na Oostenrijk en België met 1,59 vierkante meter per persoon. Het afgelopen decennium is de winkelvoorraad zelfs met 4,7% toegenomen naar 28 miljoen vierkante meter, maar het cijfer per persoon is stabiel gebleven dankzij de groei van de bevolking.'

Hoe snel groeit het aandeel van onlineverkoop?

'Het aandeel van online bedraagt momenteel ongeveer 10% van alle winkelverkoop, maar stijgt naar verwachting richting 20% in 2025. Er zijn echter wel grote verschillen per



Foto: Archief Bouwinvest

JEROEN JANSEN

segment: voor supermarkten ligt het cijfer momenteel rond de 4% terwijl in de speelgoedbranche bijna de helft van alle verkopen online plaatsvindt. Tegelijkertijd is de groei van online niet de enige factor die impact heeft op het winkelgedrag van consumenten en derhalve op de inrichting van het winkellandschap.'

Welke andere ontwikkelingen spelen mee?

'Een aantal demografische ontwikkelingen vallen de komende jaren samen. Door immigratie groeit de Nederlandse bevolking nog steeds, maar het aantal mensen in de groep 15-64-jarigen neemt landelijk af. De effecten van de vergrijzing worden het meest zichtbaar in de hoofdwinkelstraten, omdat recreatief winkelen bij ouderen relatief minder in trek is. Wij verwachten dan ook dat winkelkernen compacter worden. De toename van senioren in de leeftijdscategorie van 75+ zal met name gevolgen hebben voor stadscentra in kleinere steden en gebieden waar de groei van de rest van de bevolking achterblijft. Daar zullen winkeliers en winkelcentra nog veel meer dan elders in moeten spelen op de veranderende behoeften van oudere consumenten en de daarmee samenhangende verschuiving van uitgaven naar diensten en zorg. De vraag naar diensten zal overigens over de gehele linie harder stijgen dan de vraag naar goederen. Winkeliers dienen ook daarmee rekening te houden.'

Waarom blijven jullie actief in dit segment?

'Historisch gezien biedt winkelvastgoed een interessante toegevoegde waarde aan een beleggingsportefeuille: winkelvastgoed heeft tot nu toe nog nooit een negatief totaalrendement gegenereerd en de totaalrendementen van winkelvastgoed behoren tot de beste vier beleggingscategorieën in Nederland. Daarbij verwachten we dat het relatief hoge dividendrendement zal aanhouden. Ook was het rendement van winkelvastgoed in de afgelopen 10 jaar minder volatiel dan van andere vastgoedsegmenten. Dat is uiteraard geen garantie voor de toekomst. Beleggers dienen rekening te houden met de veranderingen in het winkellandschap, zowel op korte als langere termijn, en zich aan te passen aan de nieuwe realiteit.'

'Vanuit researchperspectief ben ik ervan overtuigd dat het mogelijk is om goede resultaten te halen voor beleggers die een gedegen kennis hebben van deze sector en die vertrouwd zijn met de uitdagingen waar veel winkeliers en winkelcentra momenteel voor staan. Onze researchafdeling is continu bezig om de kansen en bedreigingen in kaart te brengen en wij verdiepen ons bovendien in aanpalende marktsegmenten

Historisch gezien biedt winkelvastgoed een interessante toegevoegde waarde aan een beleggingsportefeuille.

Ook al groeit het aandeel van onlineverkopen de komende jaren richting 20%, fysieke winkels blijven nog altijd verantwoordelijk voor de resterende 80% van alle aankopen.

als logistiek en foodservice. In ons datawarehouse combineren wij onder meer demografische, economische en winkelgegevens en zijn wij in staat om via diverse invalshoeken naar de winkelmarkt te kijken. Dankzij deze modellen kunnen wij goede adviezen geven.'

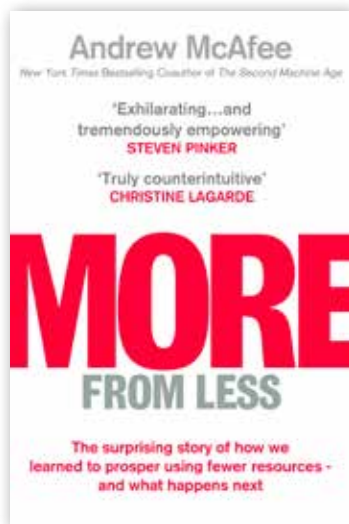
Waar zien jullie kansen?

'Er blijft behoefte aan fysieke winkels en winkelcentra, maar het wordt voor ons als core belegger van steeds groter belang om een goede analyse en beoordeling te maken van de meest kansrijke objecten. Onlangs hebben wij een rapport gepubliceerd over onze winkelvisie voor de komende jaren, waarin duidelijk naar voren komt dat de polarisatie die we nu al waarnemen tussen grote en kleine steden en tussen de Randstad en de rest van het land, in de toekomst zal doorzetten. Zowel winkeliers als consumenten kiezen voor de grootste steden, met name omdat deze er beter in slagen om winkelen en beleving goed te combineren, bijvoorbeeld met aantrekkelijke horecagelegenheden of andere uitgaansfaciliteiten. Als gevolg daarvan scoren de grote steden dan ook substantieel beter wat betreft leegstandscijfers.'

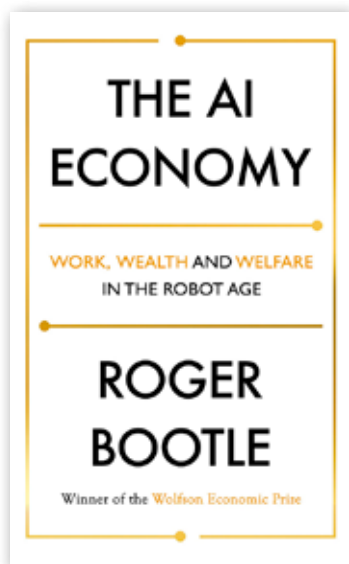
'Hetzelfde geldt voor buurtwinkelcentra voor de dagelijkse boodschappen: daar vormt de supermarkt een belangrijke trekker voor consumenten en heeft deze ook een positief uitstralingseffect op de overige winkels. Nabijheid blijft, óók in een wereld waarin online winkelen toeneemt, een ijzersterk argument om een wijkwinkelcentrum te bezoeken. Wij verwachten dat de meeste hiervan hun functie zullen behouden, ook al zal de invulling van sommige winkels wel veranderen. Een buurtwinkelcentrum ligt vaak centraal in een wijk en is daarom een uitstekende plek voor tal van functies, waaronder de afhandeling van click & collect en andere diensten.'

Dus er is nog wel een toekomst weggelegd voor fysieke winkels?

'Jazeker! Ook al groeit het aandeel van onlineverkopen de komende jaren richting 20%, fysieke winkels blijven dan nog altijd verantwoordelijk voor de resterende 80% van alle aankopen. De toekomst van de detailhandel is multichannel en zowel winkeliers als winkelverhuurders dienen daarmee rekening te houden. Bij alle leeftijdscategorieën, zeker bij jongeren, maar in toenemende mate ook bij ouderen, is er steeds meer behoefte aan multichannel spelers die een complete winkelervaring kunnen bieden, zowel online als offline.' «



Titel: More from less
 Auteur: Andrew McAfee
 Uitgever: Simon & Schuster
 ISBN: 9781471180330



Titel: The AI Economy
 Auteur: Roger Bootle
 Uitgever: Nicholas Brealey
 ISBN: 9781473696167

More from less

Door Joost van Mierlo

Andrew McAfee, wetenschapper aan het Massachusetts Institute of Technology in Boston, raadt ons aan een blik te werpen op onze mobiele telefoon. Die is niet alleen veel eleganter dan de kloeke telefoons van nauwelijks enkele decennia geleden, maar is vooral zo veel meer. Het is een computer, een fotocamera, een rekenmachine, een opname-apparaat en ga zo maar door. Het voorbeeld van de mobiele telefoon leert dat we ook in de toekomst in staat zijn om meer te doen met minder natuurlijke grondstoffen. McAfee is geen somberaar. Zo verwert hij het verwijt van bijvoorbeeld klimaatgoeroe Greta Thunberg dat we afscheid moeten nemen van een failliet groeimodel. Volgens McAfee zullen we dankzij de gelukkige combinatie van het menselijk vernuft en de marktwerking van het kapitalisme in staat zijn toekomstige uitdagingen het hoofd te bieden. McAfee's boodschap is geen simpel herkauwen van stoffig neoliberalisme. De markt faalt wel degelijk en dient in toom te worden gehouden door een goed functionerende democratie met alerte burgers en een verantwoordelijke overheid. Steeds meer landen hebben juist hiermee te maken, aldus McAfee, die zich niet van de wijs laat brengen door bijvoorbeeld de Amerikaanse president Donald Trump, die hij slechts tweemaal noemt, ogenschijnlijk tussen neus en lippen door. McAfee is op zijn best wanneer hij op de successen van de industrie kan wijzen. Een blikje frisdrank bevat nog maar een fractie van de grondstoffen die oorspronkelijk werden gebruikt. Auto's zijn vele malen zuiniger. Het gevolg is dat in de Verenigde Staten nu minder staal, minder hout en minder papier wordt gebruikt dan voorheen. Dat proces zal zich voortzetten. Dat is niet voldoende, maar met alertheid en de juiste politieke keuzes kan zelfs de klimaatverandering – ook volgens McAfee het meest serieuze probleem waar we mee te maken hebben – worden bezworen. Markten de ruimte gunnen en het stimuleren van onafhankelijk onderzoek zijn daarbij cruciaal. Meer kernenergie ook. McAfee's boek inspireert, maar zal niet alle twijfelaars overtuigen.

The AI Economy

Door Joost van Mierlo

Roger Bootle is een fascinerende econoom. De oprichter en eigenaar van onderzoeksbureau Capital Economics is in zijn vakgebied een van de weinige voorstanders van Brexit. Hij ziet een glansrijke toekomst voor de Britten nadat ze de EU hebben verlaten. Zelfs als dat gebeurt zonder deugdelijke overeenkomst, hetgeen niet langer aannemelijk lijkt. Over Brexit maakt Bootle zich dus geen grote zorgen. Driemaal raden hoe hij denkt over de invloed van Kunstmatige Intelligentie, een ander onderwerp waarover veel economen hun hart vasthouden? Precies, ook die zorgen vindt hij overdreven. Waar Bootle zichzelf, niet ten onrechte, als expert beschouwt als het gaat om Brexit, is hij duidelijk geen kenner van technologische ontwikkelingen. Volgens zijn kinderen is Bootle zelfs een technofoob, wat hij niet ontkent. Maar Bootle is gefascineerd door het onderwerp, heeft zich de afgelopen jaren duchtig ingelezen en denkt nu mee te kunnen praten. Het levert een aantrekkelijk boek op, waar andere technofoben, zoals ondergetekende, hun hart aan kunnen ophalen. Het boek is vlot en helder geschreven en voert de lezer in sneltreinvaart langs de wonderen die de computer de mensheid heeft geschonken. Bootle denkt met zijn recent verworven kennis te bewijzen dat er geen reden is om te denken dat computers menselijk ingrijpen overbodig zullen maken. Immers, het ontbreekt computers aan emotionele intelligentie, creativiteit en 'menselijkheid'. Echte experts halen hierover hun schouders op. Bootle is duidelijk niet op de hoogte van de meest recente literatuur over het onderwerp, waar juist wordt bewezen dat computers deze eigenschappen wel bezitten, of in ieder geval kunnen bezitten. Dat mag dan waar zijn, het boek van Bootle blijft een aardige inleiding tot deze laatste ontwikkelingen. Misschien dat hij een nieuw hoofdstuk kan schrijven tegen de tijd dat de paperback-versie volgend jaar uitkomt.



Titel: Principes
Auteur: Ray Dalio
Uitgever: Business Contact
ISBN: 9789047012665



Titel: De afrekening
Auteur: Roel Janssen
Uitgever: Balans
ISBN: 9789463820271

Principes

Door Hans Amesz

Op een winterse dag in 1993 kreeg Ray Dalio, oprichter en CEO van Bridgewater Associates, het grootste hedgefund ter wereld, een memo van zijn topmanagers. Daarin stond dat hij soms dingen tegen medewerkers zegt waardoor zij zich incompetent, overbodig, vernederd, overweldigd, gekleineerd, onderdrukt of anderszins onprettig voelen. Hij kreeg de boodschap dat, als hij niet goed met mensen omgaat, het de groei van Bridgewater beperkt, wat iedereen raakt. Dalio's reactie was: 'Au, dat deed pijn. En het verbaasde me ook. Ik had er geen idee van dat ik zo'n invloed had op mensen.' Dalio concludeerde dat zijn aanpak moest veranderen. 'Het drong ten volle tot mij door dat mensen die een bepaalde relatie met elkaar hebben, glashelder over hun principes moeten zijn als ze goed met elkaar willen omgaan.'

Hij besloot zijn eigen levensprincipes, de 'fundamentele waarheden die ten grondslag liggen aan je gedrag', op papier te zetten en binnen Bridgewater toe te passen. Het boek 'Principles: Life and Work' verscheen, werd nummer 1 op de bestsellerlijst van de New York Times en werd Amazon's Business Book van 2017. Dalio werd een veelgevraagd spreker en adviseur van belangrijke politici en ondernemers. Hij groeide niet alleen uit tot een van de honderd rijkste mensen ter wereld (aldus Forbes) maar ook tot een van de honderd meest invloedrijke (aldus Time). Nu is er dan de Nederlandse vertaling.

Het eerste principe luidt: bedenk voor jezelf 1) wat jij wilt, 2) wat waar is, en 3) wat je moet doen om nummer 1 in het licht van nummer 2 te realiseren. Verder vindt Dalio dat je 'geloofwaardigheids-gewogen' beslissingen moet nemen, moet handelen op basis van principes en je besluitvorming moet systematiseren. De metafoer in de kern van zijn denken, is een machine. 'Zie jezelf als een machine', schrijft Dalio, 'en handel altijd volstrekt transparant en waarheidsgetrouw'.

Ongeveer twee derde van het boek is gewijd aan Principes voor het Leven en Principes voor het Werk. Daar valt zeker het een en ander van op te steken, maar veel van Dalio's principes zijn gemeenplaatsen, zoals principe 4.1a, dat in alle ernst luidt: We worden geboren met attributen die ons kunnen helpen en kwetsen, afhankelijk van hun toepassing. Verreweg het interessantst is het autobiografische eerste deel. Daarin spaart Dalio zichzelf niet en daar kunnen vooral vermogensbeheerders van profiteren.

De afrekening

Door Hans Amesz

Over de neergang en nationalisatie van ABN AMRO zijn verschillende boeken gepubliceerd en is in 2018 een documentaire uitgekomen. In vergelijking hiermee heeft de redding van ING veel minder aandacht gekregen. Volgens Roel Janssen is dat merkwaardig, want de zaak ING was groter, complexer en de overheidssteun was omvangrijker dan bij ABN AMRO. Daarom heeft Janssen, die ten tijde van de financiële crisis Economisch Redacteur bij NRC Handelsblad was, het boek 'De afrekening. Hoe ING langs de rand van de afgrond scheerde' geschreven.

ING werd door de overheid gered met een kapitaalinjectie van ruim 32 miljard euro, aanzienlijk meer dan de 10 miljard die in eerste instantie aan de bankverzekeraar werd verstrekt. Eigenlijk vond ING dat laatste bedrag veel te hoog, wat illustreert hoe weinig de bestuurders op de hoogte waren van hun eigen huishouden en van de risico's die ING daardoor liep. Tot het moment dat eind september 2008 paniek uitbrak, had de top van ING altijd ontkend dat de bankverzekeraar in gevaar verkeerde. Sterker nog, na het failliet van de Amerikaanse bank Lehman Brothers werd meegedeeld dat ING wel tegen een stootje kon.

Hoe dat kon gebeuren, wordt door Janssen kundig gereconstrueerd. Hij heeft in totaal vijftientwintig personen geïnterviewd, die destijds werkten bij ING, het Ministerie van Financiën, De Nederlandsche Bank en het directoraat-generaal Mededinging in Brussel. Ook sprak hij met Tonko Gast, die in New York het bedrijf Dynamic Credit Partners had opgericht. Gast waarschuwde ING en DNB al vroeg voor de gevolgen van de giftige hypotheekbeleggingen. Naar hem werd helaas niet geluisterd.

Beleggen met een langetermijnfocus creëert waarde

DOOR GERTJAN MEDENDORP EN ANNA CZYLOK, INVESTMENT STRATEGISTS BIJ TKP INVESTMENTS, EN JAAP VAN DER GEEST, PORTEFEUILLEMANAGER VAN HET TKPI MM LONG TERM INVESTMENT FUND

Tot voor kort heerste er wereldwijd een cultuur waarbij persoonlijke welvaart onze gezamenlijke belangen op de langere termijn domineerde. Hierdoor waren bestuurders en aandeelhouders van ondernemingen gefocust op kortetermijnresultaten. De opkomst van long-term investment strategieën laat echter zien dat er een nieuwe wind waait. Strategieën die toekomstige ontwikkelingen incorporeren en daarmee toegevoegde waarde kunnen blijven creëren, hebben de aandacht.

Focus op de korte termijn kan kostbaar uitpakken

In de jaren '80 van de vorige eeuw ontstond er in de Verenigde Staten een trend om de aandeelhouderswaarde op de korte termijn te maximaliseren. Diverse bedrijfsschandalen in de recente historie laten zien dat deze tendens heeft doorgezet. Er lijkt een vicieuze cirkel te zijn ontstaan, waarbij ondernemingsbestuurders en aandeelhouders van kwartaalcijfer naar kwartaalcijfer springen. Dit kortetermijndenken schaadt op de lange termijn het

beleggingsrendement en de economische groei.

Nieuwe generaties kunnen een trendbreuk veroorzaken

Recentelijk zien we echter tekenen die kunnen wijzen op een trendbreuk. Uit verschillende onderzoeken blijkt dat millennials en generatie Z significant meer waarde hechten aan collectieve belangen en het algemene welvaartsniveau dan de voorgaande generaties. Bij de jonge generaties, geboren tussen 1980 en 2010, draait het minder om financiële overwegingen. Juist een

goede werk-privébalans, gezondheid, betrokkenheid bij de maatschappij en duurzaamheid worden hoger gewaardeerd. Millennials en generatie Z zullen een steeds belangrijker rol spelen in onze maatschappij.

De denkbeelden van deze generaties zijn lastig te verenigen met korte termijn winstmaximalisatie. Het streven om hiermee aandeelhouderswaarde te verhogen, gaat namelijk vaak gepaard met suboptimale uitkomsten voor de maatschappij op de lange termijn. Daarnaast lijkt technologische innovatie zich in een versneld tempo te ontwikkelen door de nieuwe generaties. De verkorte levenscyclus van ondernemingen zal eraan bijdragen dat de winnaars uit het verleden vaker niet dan wel de toekomstige winnaars zijn. In dit wereldbeeld hebben innovatieve bedrijven een voordeel, omdat ze het aanpassingsvermogen hebben om in te spelen op de ontwikkelingen om ons heen.

Winnaars van vandaag kunnen verliezers van morgen zijn

Bij de meeste bedrijven lijkt de oude manier van denken diepgeworteld in de ondernemingscultuur. Daardoor is het voor deze bedrijven vaak een grote uitdaging om noodzakelijke fundamentele veranderingen door te voeren. Passieve beleggers die hun aandelenexposuur via indexfondsen realiseren, zijn juist aan dit soort bedrijven blootgesteld. Zijn



GERTJAN MEDENDORP, ANNA CZYLOK EN JAAP VAN DER GEEST

Millennials en generatie Z hechten significant meer waarde aan collectieve belangen en het algemene welvaartsniveau dan de voorgaande generaties.

ondernemingen die het in het verleden goed hebben gedaan in staat om in de toekomst toegevoegde waarde te blijven creëren? Wij geven de voorkeur aan beleggingsstrategieën die zich minder laten leiden door de samenstelling van een brede aandelenindex en vinden juist strategieën die uiting geven aan de visie op toekomstige ontwikkelingen aantrekkelijk.

De opkomst van long-term investmentstrategieën laat zien dat andere beleggers deze ontwikkelingen ook nauwlettend in de gaten houden. De nadruk van deze strategieën ligt op het eigenaarschap van een bedrijf en niet enkel op het kopen en verkopen van aandelen. Hierdoor loopt het belang van beleggers en ondernemingen meer gelijk op. De lange beleggingshorizon stelt de aandeelhouder in staat om bestuurders daadwerkelijk aan te spreken op hun verantwoordelijkheid richting de maatschappij.

Ruimte voor innovatie

Duurzame ontwikkeling wordt gezien als een belangrijke wind in de rug en is voor ondernemingen op lange termijn van levensbelang. Beleggers met een long-term investmentstrategie geven ondernemingen de ruimte om te innoveren, te investeren en uiteindelijk te groeien.

Innovatie en investeringen hebben een aanvankelijk onzekere, maar op termijn naar verwachting positieve impact. Hierdoor kunnen beleggers met een

langetermijnhorizon een risicopremie ontvangen voor het aanhouden van de aandelen van deze ondernemingen. In de huidige omgeving, met relatief lage verwachte rendementen is deze rendementsbron extra aantrekkelijk. Voor ons is het optimaal benutten van de beschikbare rendementsbronnen een belangrijk uitgangspunt voor de portefeuilleconstructie.

Toekomstige succesfactoren voor long-term investing

Vooruitkijkend verwachten wij ook dat een long-term investmentstrategie blijft profiteren van vroegtijdige herkenning van maatschappelijke trends. Hierbij valt te denken aan de toenemende aandacht voor het afremmen van klimaatverandering, het streven naar efficiëntere logistieke- en vervoerssystemen en de wens tot een hoogwaardige en tegelijk kosten-efficiënte gezondheidszorg te komen. Het is daarom van belang te beleggen in ondernemingen die goed zijn gepositioneerd en met hun producten en diensten bijdragen aan oplossingen voor deze uitdagingen.

De aanpak van TKP Investments

In 2016 is TKP Investments (een handelsnaam van Aegon Investment Management B.V.) samen met haar klanten gestart om een long-term investmentstrategie vorm te geven. Dit heeft geleid tot de lancering van het TKPI MM Long Term Investment Fund. Overeenkomstig onze multi-manager benadering hebben we voor deze beleggingsoplossing verschillende vermogensbeheerders aangesteld. Belangrijke voorwaarde hierbij is dat uitsluitend langetermijncriteria gehanteerd worden voor de aandelenselectie. Meer informatie over het fonds is te vinden in het prospectus en de KIID.

Een voordeel van onze multi-manager-aanpak is dat de geselecteerde externe vermogensbeheerders elk een eigen accent kunnen leggen. Hierdoor hebben wij drie langetermijnthema's in één beleggingsoplossing kunnen integreren:

- Waardecreatie: Aandacht voor structurele aspecten en strikte kwaliteitsnormen;
- Duurzame ontwikkeling: Aandacht voor productieprocessen, producten, reputatie en gedrag;
- Verkortende levenscycli: Aandacht voor innovatieve bedrijven en nieuwe technologieën.

Long-term investering is bij uitstek een strategie waarmee beleggers maatschappelijke doelstellingen kunnen behalen. Daarom was het bij de vormgeving van onze beleggingsoplossing van groot belang dat de vermogensbeheerders aantoonbaar maatschappelijk verantwoord DNA hadden. Het beperkte aantal bedrijven in de portefeuille, in combinatie met de lange beleggingshorizon, maakt het realistisch om als eigenaar op te treden en om bedrijven daadwerkelijk aan te spreken op hun beleid.

De financiële doelstelling van het fonds is om op een vijfjaars-basis een cumulatief overrendement van 10% te behalen. De succesfactoren van ons fonds zijn de langetermijnhorizon, de lage turnover en de focus op kwaliteit en duurzame ontwikkeling. Deze aanpak heeft sinds de oprichting van het fonds geresulteerd in gemiddeld ruim 2% extra rendement (na aftrek van kosten) op jaarbasis ten opzichte van de benchmark. «

Long-term investing is bij uitstek een strategie waarmee beleggers maatschappelijke doelstellingen kunnen behalen.

Disclaimer:

De informatie in dit artikel is uitsluitend opgesteld ter informatie en kan niet worden gezien als een persoonlijk advies. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Invloed Millennials wordt almaar groter

DOOR HARRY GEELS

Millennials hebben met hun bestedingen al een enorme invloed op het succes van bedrijven. Die invloed wordt nog sterker als ze de komende jaren ook massaal gaan beleggen, verwacht Martyn Hole, Investment Director bij Capital Group.

'Mijn kinderen gedragen zich totaal anders dan ikzelf toen ik midden twintig was. Waar ik LP's en later CD's kocht, zijn zij vooral op zoek naar ervaringen. Ze zijn veel minder geïnteresseerd in het bezitten van spullen. Aan een auto denken ze niet. Mijn oudste heeft een rijbewijs, maar het is jaren geleden dat hij heeft gereden. Uber is veel gemakkelijker.'

Welkom in de wondere wereld van de Millennials. De jonge volwassenen, geboren tussen 1981 en 1996, zijn met wereldwijd 1,8 miljard vertegenwoordigers een doorslaggevende groep als het gaat om hun bestedingsgedrag. Dat gedrag is totaal anders dan dat van hun ouders, zoals Martyn Hole, Investment Director bij Capital Group, dagelijks ervaart als hij zijn volwassen kinderen observeert. 'Ze hebben geen abonnementen op kranten; als ze iets kopen dan is het online en ze kijken niet naar reguliere televisiezenders. Toen ik jong was keken wel 20 miljoen mensen naar een populair BBC-programma. Nu zijn ze blij met een bereik van 3 miljoen.'

Met een omvang van ruim 4,8 miljard dollar is het New Perspective Fund van Capital Group een van de meest populaire fondsen van de in Californië gevestigde vermogensbeheerder. Als investment director is Hole nauw betrokken bij de strategie. Het fonds tracht te profiteren van de belangrijkste ontwikkelingen die wereldwijd plaatsvinden. Het observeren van het gedrag van Millennials is daarbij cruciaal. 'In de komende twintig jaar krijgen ze, alleen al via erfenissen, 30 miljard dollar in handen. Een deel van dat geld zal gebruikt worden voor ervaringen, maar het grootste deel wordt belegd. De invloed van Millennials op het succes van ondernemingen wordt alleen maar groter.'

U heeft het over 1,8 miljard Millennials. Het leeuwendeel daarvan woont in opkomende landen. Kunnen ze over één kam worden geschoren met jonge volwassenen in het Westen?

'Het klopt dat veel van de Millennials zich in Azië en Afrika bevinden. Het gaat bijvoorbeeld om 350 miljoen Millennials in China en 200 miljoen in India. Maar het is, als het om hun bestedingsgedrag gaat, een homogene groep. Hun mobiele telefoon is de toegangspoort tot de wereld. Ze zijn gemiddeld vijftig uur per week online.'

Millennials kennen een hele hoge waarde toe aan het duurzame karakter van ondernemingen.



Foto: Archief Capital Group

CV

Martyn Hole is Equity Investment Director bij Capital Group in Londen. Hij heeft 37 jaar ervaring in de sector en werkt sinds 2003 bij Capital Group. Eerder was hij actief bij J.P. Morgan Asset Management. Hole studeerde Natuurwetenschap en Techniek aan de Universiteit van Cambridge. Hij is een bevoegd Chartered Financial Analyst.

Millennials zijn gemiddeld 50 uur per week online.

'Dat geldt overal ter wereld. Bankieren in Afrika gaat tegenwoordig vrijwel volledig via smartphones. Maar ook in het Westen is cash aan het verdwijnen. Afgelopen week was bij een lunchzaak in de buurt het pinapparaat kapot. De meeste klanten waren daardoor niet in staat om te betalen.'

Wat betekent dat voor de beleggingsportefeuille?

'Het vorige decennium stond in het teken van de massale groei van opkomende markten en de razendsnelle verstedelijking in China. De belangrijkste aandelen in het New Perspective Fund waren indertijd mijnbedrijven of multinationals die zich richtten op consumentenproducten als Nestlé, Vale en POSCO. Nu hebben we te maken met de opkomst van de consumerende Millennial en de digitale disruptie, zoals wij het noemen, die daarvan het gevolg is. Dat betekent dat we nu bedrijven als Amazon.com, Naspers en jullie Nederlandse ASML in de portefeuille hebben.'

'We waren er wat ASML betreft vroeg bij. Ergens rond de millenniumwisseling was er een interne discussie over welke lithography-aanbieder leidend was. Indertijd had ASML concurrentie van Canon en Nikon, maar het was ons duidelijk dat de twee Japanse bedrijven niet in staat waren de investeringen te financieren die noodzakelijk waren om de achterstand op ASML goed te maken. Het is een zeer succesvolle belegging gebleken. In die zin is het typisch dat we onszelf als langetermijnbeleggers beschouwen. Meer dan een derde van de ondernemingen waar het fonds in belegt, is meer dan acht jaar in portefeuille.'

U heeft het over bedrijven als Amazon. Zijn de waarderingen daarvoor niet extreem?

'Ja, ze zijn hoog als wordt gekeken naar de huidige koers-winstwaardering. Maar het is wezenlijker om te kijken naar de snelle groei die deze ondernemingen doormaken. Neem bijvoorbeeld Netflix. Dat bedrijf staat niet in onze top twintig, maar is toch een serieuze belegging. Op basis van de huidige winst is de waardering extreem, maar als we kijken naar de verwachte winst over vijf jaar is sprake van een k/w van 13x. Dat is niet langer extreem.'

In de komende twintig jaar krijgen Millennials, alleen al via erfenissen, 30 miljard dollar in handen. Een deel van dat geld zal gebruikt worden voor ervaringen, maar het grootste deel wordt belegd.

Er zitten ook politieke risico's aan de machtspositie die bedrijven als Amazon, Facebook en Google hebben. Is het niet zo dat diverse Democratische presidentskandidaten openlijk praten over opsplitsen?

'Ik hoop en verwacht dat het gezonde verstand de boventoon blijft voeren. Er wordt altijd verwezen naar de positie van Standard Oil aan het begin van de vorige eeuw, maar dat bedrijf had een dominante positie in de markt en kon prijzen manipuleren. Dat is op dit moment niet aan de orde. Een bedrijf als Amazon maakt pas sinds kort winst. Ik vind het een uiterst gebruikersvriendelijke onderneming. Als ik een boek koop, dan krijg ik talloze suggesties van andere boeken die me wellicht ook interesseren. Regelmatig koop ik die dan. Maar daar ben ik toch zelf bij? Dat kun je toch geen misbruik noemen?'

We hebben het voortdurend gehad over de huidige situatie en de veranderingen waar Millennials voor zorgen in hun bestedingsgedrag. Hoe zit het met hun beleggingen? Beleggen ze ook anders?

'Bij Capital Group hebben we altijd een groot belang gehecht aan goed leiderschap. Wat je bij Millennials ziet, is dat ze daarnaast een hele hoge waarde toekennen aan het duurzame karakter van ondernemingen. Maar ze zijn zich ook sterk bewust van sociale kwesties. Ze kijken of er gebruik wordt gemaakt van kinderarbeid. Dat soort zaken zijn vaak belangrijker voor hen dan het rendement. Dat heeft consequenties voor ondernemingen. Een bedrijf als Nike heeft wereldwijd 500 fabrieken. Er zijn tientallen medewerkers die constant checken of die fabrieken aan de moderne eisen voldoen. Het gaat om de authenticiteit van het merk. Die moet ten koste van alles worden beschermd.'

Moeten bedrijven meer aandacht besteden aan hun zogenaamde ESG-criteria?

'Dat proces is natuurlijk al gaande, maar het zal nog belangrijker worden naarmate Millennials meer gaan beleggen. Dit betekent ook dat ondernemingen als de verzekeraar AIA en het beursbedrijf CME zullen profiteren van het veranderende spaargedrag. AIA heeft zich sinds de kredietcrisis gericht op ontwikkelingen in Azië en kan daar de komende jaren van profiteren. Door onze wereldwijde aanwezigheid, met honderden analisten tot in landen als Vietnam en Myanmar, zijn we in staat de relevante ontwikkelingen te volgen.' «

Millennials wereldwijd vrij homogene groep;

Duizenden miljarden in erfenissen in verschiets;

Meer aandacht voor duurzaamheid en sociale kwesties.

VOORZITTER

Marcel Jeucken, SustFin

DEELNEMERS:

Gosse Alserda, TKP Investments

Todd Bridges, State Street Global Advisors

Iancu Daramus, Legal & General Investment Management

Nina Hodzic, Allianz Global Investors

Frank Huitema, Telegraafpensioenfonds

Sebastiaan Masselink, ACTIAM

Matthew Michael, Schroders

Thierry Oeljee, Achmea Investment Management

Sylvia van Waveren, Robeco

Jeroen Wolfs, Aquila Capital

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Achmea Investment Management, ACTIAM, Allianz Global Investors, Aquila Capital, Legal & General Investment Management, Robeco, Schroders, State Street Global Advisors en TKP Investments.



HET ZIJN DE DETAILS DIE TELLEN

Door Arnoud Veilbrief

Beleggen in de thema's klimaatverandering en energietransitie; het is wat je noemt een 'hot topic'. Maar ook enorm complex. Nieuwe technologieën schieten links en rechts uit de grond, maar welke zetten nu de meeste zoden aan de dijk en welke overleven? Dat is maar een van de vele vragen in een zeer uitdagend nieuw beleggingsuniversum dat steeds meer vergt van asset managers en asset owners. 'Als je de grootste kerncentrale van de VS bouwt in de woestijn, moet je vooraf heel goed weten met wie je concurreert om toegang te krijgen tot het koelwater.'



Eerst een algemene vraag, die voor velen nog steeds belangrijk is: staat ESG op gespannen voet met rendement, of niet?

Gosse Alserda: 'Er is veel onderzoek gedaan naar ESG-integratie en we zijn er sterk van overtuigd dat ESG-integratie leidt tot een betere portefeuille en een betere diversificatie.'

Todd Bridges: 'Dat klopt, maar: the devil is in the detail. Mits verstandig gedaan, zetten een paar uitsluitingen geen rem op je rendement. Als je te ver gaat en je sluit te veel items in de portefeuille uit, dan begin je natuurlijk wel rendement in te leveren. Maar in het algemeen zeg ik: ESG-integratie gericht op wezenlijke en doorslaggevendende financiële risico's is niet in tegenspraak met risico-rendementsdoelstellingen. Integendeel zelfs.'

Nina Hodzic: 'Wij zijn ervan overtuigd dat de toegevoegde waarde van ESG pas echt tot zijn recht komt met actief beleggen. Daarbij hoort het om zelf in-house ESG-research te doen en om niet zomaar externe ESG-dataproviders te volgen. Het overgrote deel van academische onderzoeken laat zien dat ESG een positief effect heeft op het risico-rendementsprofiel van beleggingen. Ons eigen meest recente whitepaper laat zien dat het managen van ESG-risico's in een portefeuille meer oplevert in termen van rendement dan het overwegen van de best presterende bedrijven op ESG-gebied.'

Iancu Daramus: 'Veel mensen zijn gericht op het feit dat ESG-informatie goede bedrijven kan identificeren. Met andere woorden, op het nastreven van alpha, of betere prestaties. Maar klimaatverandering is een kwestie die de hele markt - met andere woorden: de beta - zal beïnvloeden. Beide aspecten tellen.'

> **Dr. Marcel Jeucken** is oprichter van SustFin, dat onafhankelijk advies biedt op het vlak van het integreren van duurzaamheid in de activiteiten en ambities van financiële instellingen en institutionele beleggers. Jeucken heeft 23 jaar ervaring in de financiële sector en met duurzaamheid, onder andere opgedaan bij Rabobank, Triodos Bank, de Wereldbank, Sustanalytcs en PGGM. Hij was onder meer Directeur Verantwoord Beleggen bij PGGM en vice-voorzitter van Eumedion. Jeucken is gepromoveerd op het gebied van duurzaamheid en de financiële sector.





> **Gosse Alserda** begon in 2017 bij TKP Investments als Investment Strategist en is sinds 2018 teamlid van het overkoepelende Client Investment Solutions-team van Aegon Asset Management. In zijn rol als Investment Strategist adviseert hij fiduciaire klanten over de strategische asset allocatie en houdt hij zich bezig met beleggingsonderzoek. Alserda studeerde bedrijfseconomie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam, waar hij ook promoveerde in Finance. Alserda is tevens CFA-charterholder.

Jeroen Wolfs: 'Door ESG-criteria strikt toe te passen en daarmee bepaalde sectoren uit te sluiten, laat je op de korte termijn kansen liggen die niet per se duurzaam zijn. Ik sprak onlangs een Canadese fondsbeheerder die van mening was dat leningen aan de olie- en gasector nu zeer aantrekkelijk zijn. Maar op de langere termijn zou ik zeggen dat je ESG niet kunt negeren wanneer je op zoek bent naar duurzame rendementen.'

Is klimaatverandering zo ingrijpend dat het jullie bestaande beleggingsbeleid en de asset allocatie aanzienlijk verandert?

Matthew Michael: 'Investerings in energietransitie worden gedreven door twee soorten vragen: de eerste betreft de zorg om het milieu, de tweede is financieel-economisch van aard. Mensen zien dat er een reëel winstgroei-potentieel is. En zo wordt de klimaatverandering echt naar de voorhoede geduwd. Ik ben ervan overtuigd dat het onderwerp de komende tien of vijftien jaar in de bestuurskamers, waar de beleggingsbeslissingen worden genomen, zal domineren.'

Sylvia van Waveren: 'Wij voeren veel beleggingsstrategieën uit, van mainstream tot thematisch, en het hangt van de

gehanteerde strategie af of het klimaatrisico in de portefeuilles zo groot is dat het ons bestaande investeringsbeleid verandert. We zijn hard op weg naar het punt dat we serieus nadenken over de mogelijke impact van klimaatrisico's en klimaatkansen in ons beleggingsbeleid.'

Sebastian Masselink: 'Klimaatverandering is al jaren een vast thema binnen ons beleggingsbeleid. Wel zijn wij een van de eerste beleggers geweest die de combinatie van energietransitie en private debt aanbood, waar inmiddels al € 150 miljoen aan geëncmitteerd is. Dat is een mijlpaal in de institutionele wereld.'

Alserda: 'Wat we altijd in gedachten moeten houden, is dat het klimaatrisico slechts een van de risico's is, dat we in evenwicht moeten brengen met alle andere risico's. Zoals het transitierisico: de overgang van een economie op fossiele brandstoffen naar een duurzame economie. We zien dat vooral het transitierisico een financieel risico op korte termijn in de portefeuilles oplevert. Het voldoen aan het Akkoord van Parijs zal leiden tot een herschikking van de winstgevendheid van bedrijven. De olie- en gasindustrie zal harder getroffen worden dan bijvoorbeeld de consumptiegoederenindustrie als geheel. We hebben dit onderzocht en geprobeerd er in een breder perspectief naar te kijken.'

En dat zou leiden tot een verandering in de asset allocatie?

Alserda: 'Ik denk dat dat onvermijdelijk is, ja. De grote vraag is hoe je dat transitierisico afweegt tegenover andere risico's.'

ESG-integratie gericht op wezenlijke en doorslaggevende financiële risico's is niet in tegenspraak met risico-rendementsdoelstellingen. Integendeel zelfs.



Het CO₂- en klimaatvraagstuk is er eentje van timing; het is lastig om goed te bepalen welke technieken over 30 jaar bepalend zullen zijn.

Bridges: 'Het bestaande beleggingsbeleid begint zijn vruchten af te werpen, toch? De herallocatie van assets op basis van klimaatfactoren komt overal op gang. En het is fantastisch om de leiding van het Network for Greening the Financial System, de NGFS, bezig te zien. Centrale banken die gezamenlijk verklaren: klimaatrisico's zijn financiële risico's. Dat verandert dus echt het wereldwijde asset landschap.'

Frank Huitema: 'Ik denk dat veel mensen zien dat de markt niet genoeg doet om de veranderingen te brengen die het Akkoord van Parijs vereist en dat overheden het voortouw moeten nemen bij het invoeren van CO₂-belastingen en dergelijke maatregelen. Want op dit moment zijn de pogingen te versnipperd en proberen landen alleen maar de last naar elkaar door te schuiven. Als die mentaliteit aanhoudt, komen we er nooit.'

Dat is een goed punt. Denken jullie dat de tijd bijna op is?

Huitema: 'Ja. Als je kijkt naar hoe de opwarming van de aarde is versneld en hoe lang het zal duren voordat de opwarming van de aarde afvlakt, zelfs als er geen CO₂-uitstoot meer zou plaatsvinden, dan kun je zeker zeggen dat de tijd bijna op is.'

Michael: 'Jullie zijn je er vast van bewust dat er tussen nu en 2050 zo'n 120 biljoen dollar aan investeringen nodig zal zijn om de klimaatverandering tot twee graden te beperken. En dat we vorig jaar meer CO₂ uitgestoten hebben dan ooit tevoren in de menselijke geschiedenis. Dit betekent dus nu al dat we onze uitstoot tegen 2030 met een derde moeten verminderen om weer op schema te komen. Dus er is nog een lange, lange weg te gaan. Dat wordt nu breed erkend en vertaalt zich in de prijzen van assets.'

> **Todd Arthur Bridges, Ph.D.**, is Hoofd ESG Research en Strategy Development bij State Street Global Advisors. Hij maakt deel uit van het Global Equity Solutions-team. Dit team is verantwoordelijk voor onderzoek naar geïndexeerde aandelen, smart beta en klimaat. Het team leidt de thought leadership-inspanningen in deze gebieden door middel van whitepapers, wetenschappelijke artikelen en het ontwikkelen van strategisch onderzoek. Bridges heeft een MA- en Ph.D.-graad van Brown University.



Van Waveren: 'Klimaatverandering is een systeemrisico bij beleggingen. Heel anders dan de risico's waar we gewend waren om rekening mee te houden, zoals het marktrisico, het aansprakelijkheidsrisico, het kredietrisico, noem maar op. We zien het ook als een kans, mits het gepaard gaat met een goed prijsmechanisme dat we nodig hebben voor CO₂ en misschien ook wel voor methaan.'

We willen naar een CO₂-arme economie. Welke uitdagingen zien jullie daarbij in jullie portefeuilles?

Thierry Oeljee: 'Onze klanten zijn pensioenfondsen met overwegend breed gespreide aandelen- en obligatieportefeuilles. Zoals bekend is het CO₂- en klimaatvraagstuk er eentje van timing; het is lastig om goed te bepalen welke technieken over 30 jaar bepalend zullen zijn. Wij zien een belangrijke rol voor onszelf in actief aandeelhouderschap. We spreken ondernemingen aan en bewegen ze om een meer duurzame koers te varen. We zijn overtuigd van het grote potentieel van de private sector en het belang van de dialoog tussen onderneming en investeerder.'





> **Iancu Daramus** is Analist Duurzaamheid bij LGIM en in deze rol met name verantwoordelijk voor low-carbon investmentstrategieën. Hij is tevens betrokken bij de engagement met bedrijven op het punt van klimaatverandering. Daramus is gestart bij LGIM in 2017 na een aantal jaren actief te zijn geweest in communicatie en discussie met beleggers in het Carbon Tracker Initiative, een denktank die klimaatrisico's en de weerslag op kapitaalmarkten onderzoekt. Daramus is afgestudeerd aan de London School of Economics met een graad in filosofie en beleidsstudies.

Is klimaatverandering een wezenlijk ander soort risico? Zijn we niet gewend om systematische risico's af te dekken en aan te pakken? En betekent het ook dat we er veel meer top-down naar moeten kijken?

Oeljee: 'We kijken hier altijd naar vanuit het perspectief van de klant. Hoe ziet de portefeuille eruit, welke risico's zijn er en welke mogelijkheden zijn er om hierop in te grijpen? Die kunnen sterk variëren; de mogelijkheden via een beleggingsfonds zijn anders dan die via een mandaat. We beschikken over de middelen om hierover te adviseren. Dat is nodig, want dit gaat om een combinatie van kennis op het gebied van finance, milieu, wet- en regelgeving, techniek en beleid. Klimaatrisico's zijn bovendien vaak sector- en bedrijfsspecifiek. We laten via stemmen en engagement blijken waar we een risico zien en wat de onderneming zou moeten veranderen.'

Masselink: 'De markt van energietransitiebeleggingen is eigenlijk nog steeds heel klein en gefragmenteerd. Vaak gaat het om nieuwe businessmodellen op basis van nieuwe structuren en/of technologieën. Maar die markt kan snel groter worden als de adoptie van nieuwe businessmodellen accelereert. Dan wordt de

verstorende werking hiervan voelbaar in oude sectoren en een risico in beleggingsportefeuilles. Een goed voorbeeld is wat een paar jaar geleden gebeurde in de Duitse nutssector. De groei van zonne-energie is veel sneller gekomen dan iedereen had verwacht, waarbij de koersen van aandelen sindsdien meer dan gehalveerd zijn en er zelfs onderscheid wordt gemaakt tussen enerzijds 'goede' en aan de andere kant 'slechte' bedrijven, met een potentieel van gestrande activa.'

Wolfs: 'Je hebt een goed punt over die relatief kleine en gefragmenteerde markt, maar deze groeit niettemin enorm snel. En ik denk inderdaad dat er meer nodig is dan alleen de goede wil van investeerders en marktpartijen. Overheden moeten volledig op één lijn zitten en sneller in beweging komen om nieuwe technologieën te ondersteunen en marktintegratie te accelereren. Het probleem daarbij is dat de ambtsduur van een gemiddelde politicus vele malen korter is dan de periode waarop zijn of haar beleid invloed heeft, waardoor impopulaire maatregelen vaak niet makkelijk genomen worden en langetermijnbeleid vaak weinig ambitieus is, dan wel te weinig zekerheid biedt. Dat bemoeilijkt de energietransitie. Investeerders en marktpartijen houden immers over het algemeen niet van instabiliteit en onzekerheid. Hierdoor zullen er grote regionale verschillen ontstaan en waarschijnlijk voorlopig ook blijven bestaan.'

Michael: 'Volkomen juist. Maar het universum groeit, met name in accu's en batterijen. Daar gebeuren nu interessante dingen in de opslag. Terugkomend op de vraag naar een top-down benadering: er zijn drijvende krachten achter de transitie. Denk aan beleid, economie en consument. Vooral het beleid verbetert. In de Verenigde Staten gebeurt er op staatsniveau heel veel. Door de retoriek vanuit de huidige federale overheid vergeten we dat nog wel eens. Maar de duurzame ontwikkelingen gaan gewoon door, ook in een oude industriestaat als Pennsylvania. Waarom? Omdat duurzame energie inmiddels gewoon goedkoper en efficiënter is dan het bouwen van een kolencentrale of gasturbine.'

Ik verwacht dat in de opslag en transport de komende jaren de sterkste groei zal plaatsvinden.



Carbon footprinting begint gemeengoed te worden binnen onze industrie, maar klimaat-scenario-analyse staat nog in de kinderschoenen.

Van Waveren: 'We zitten nu midden in het proces om de CO₂-footprint van onze mainstream beleggingsportefeuilles naar beneden te brengen. Hiervoor zijn goede data en heldere doelstellingen nodig. Want wanneer is je portefeuille in lijn met 'Parijs'? Dit is minder makkelijk dan op het eerste gezicht lijkt. Als wij al onze 'fossiele' aandelen verkopen en iemand anders koopt ze weer, wat is de wereld er dan per saldo mee opgeschoten? Je portfolio is groener. Nou, gefeliciteerd. In contact treden met de bedrijven waarin je belegt en hen vragen om echt die energietransitie in te gaan, is veel zinvoller.'

Bridges: 'Het is belangrijk dat elke individuele organisatie haar eigen CO₂-reductiedoelstellingen en klimaatbeleggingsbeleid definieert. Maar ik denk dat de EU, de Europese Commissie en de Technical Expert Group het afgelopen jaar geweldig werk hebben verricht. Ze hebben gespecificeerd hoe een klimaatbenchmark eruitziet. Het kader, de gehanteerde maatstaven, de feitelijke technische richtlijnen voor hoe een Carbon Transition Benchmark of een Paris Aligned Benchmark voor de koolstoftransitie eruitzien. En dat zijn nu dus de uitgangspunten voor veel gesprekken.'

Hoe moet de belegger bij het ontwerpen van beleggingsoplossingen op portefeuilleniveau een evenwicht zien te vinden tussen de verschillende klimaatgerelateerde risico's? Zoals fysieke risico's, beleidsrisico's, het transitie- of overgangsrisico, enzovoort?

Hodzic: 'Dat is geen gemakkelijke vraag. Als grote vermogensbeheerder die wereldwijd opereert en belegt, willen we al deze risico's op de juiste manier kunnen monitoren en meten. Idealiter zou je één geïntegreerd model willen hebben.'



Carbon footprinting begint gemeengoed te worden binnen onze industrie, maar klimaat-scenario-analyse staat nog in de kinderschoenen. Wij hebben de modellen van meerdere externe researchproviders op dit gebied getest, maar tot nu toe geen enkele gevonden die een uitkomst oplevert die gemakkelijk kan worden geïnterpreteerd door portfoliomanagers. Het vak van portefeuillebeheerder wordt dus steeds complexer. Aan de andere kant biedt het ook kansen voor innovaties. Zo hebben wij een climate transition fonds dat zich richt op een vooruitkijkende methodologie, wat heel wat anders is dan de vele low-carbonfondsen in de markt doen.'

Bridges: 'Met dit complexe vraagstuk hebben we de afgelopen twee jaar geworsteld. Het moet worden ontrafeld om een samenhangend inzicht te krijgen. Zo hebben we bijvoorbeeld de afgelopen tweeënhalve jaar voor het bedrijf een ESG-data-architectuur ontworpen die ongeveer 4.000 meeteenheden oplevert die alle aspecten van duurzaam beleggen bestrijken. Scope 1, scope 2, scope 3, fossiele brandstoffen, ontbossing, water, noem maar op. De klant kan daaruit zelf een selectie maken en anders komen we wel met kant-en-klare oplossingen.'

> **Nina Hodzic** is Director ESG Strategy and Integration bij Allianz Global Investors sinds 2017. Hodzic leidt verschillende projecten op het gebied van ESG-strategie, ESG-integratie en ESG-marktpositionering. Ze heeft meer dan 15 jaar ervaring in de financiële sector en werkte eerder bij ING Group en NN Investment Partners in Nederland en België. Hodzic is lid van de adviesraad van LeaderXXchange en lid van de Steering Committee WBCSD Aligning Retirement Assets with Sustainability. Ze heeft een Master of Science in Financial Econometrics van de Erasmus Universiteit in Rotterdam en heeft tevens gestudeerd aan de University of Technology in Sydney, Australië.





> **Frank Huitema** is Macro-Econoom met ruim 20 jaar werkervaring in de financiële sector. Hij begon in 1999 bij Nokia Networks op het gebied van Corporate Treasury. Vanuit zijn functie als Corporate Treasurer bij Mediahuis Nederland, werd hij lid van de beleggingscommissie van Telegraafpensioenfonds (Tpf). Sinds 2012 is hij CIO van Tpf. In 2017 – 2018 heeft hij meegeschreven aan de Dutch Stewardship Code.

Oeljee: 'Klimaatverandering kent twee belangrijke risico's: de fysieke risico's van klimaatverandering en de risico's die de energietransitie met zich meebrengt. Deze twee zijn complementair. Als er veel werk van de energietransitie wordt gemaakt, zullen de fysieke effecten van klimaatverandering waarschijnlijk lager zijn. Anderzijds zijn de fysieke effecten naar verwachting sterker als we nu niets doen. In het ontwerpen van oplossingen op portefeuilleniveau moet een belegger eerst inzicht proberen te krijgen in de impact van klimaatverandering op de portefeuille. Bijvoorbeeld met een klimaatcrisis-scenario. Dit beschrijft een situatie waarin klimaatverandering leidt tot economische en financiële schade. Zo ontstaat inzicht in de beleggingscategorieën en in regio's die het meest gevoelig zijn

Klimaatverandering kent twee belangrijke risico's: de fysieke risico's van klimaatverandering en de risico's die de energietransitie met zich meebrengt. Deze twee zijn complementair.

voor beide typen risico. Daarna volgt het inzicht in de gevoeligheid van beleggingen voor klimaatverandering. Dit doe je via de CO₂-footprint en CO₂-intensiteit. Omgekeerd geeft een regio-analyse inzicht in de gevoeligheid voor fysieke risico's. De combinatie van beide biedt portefeuille-opties om de uitdagingen van klimaatverandering aan te gaan.'

Masselink: 'Het is een groot verschil of je kijkt naar liquide publieke markten of naar meer illiquide private debt en equity. In private markten is veel aan de hand op het gebied van aanpassingen van de energie-infrastructuur. Kijk maar naar de gevolgen van de installatie van grootschalige wind- en zonne-energieparken of van batterijen en energieopslag. Het interessante daarbij is dat je uiteindelijk veel joint ventures ziet ontstaan tussen grote, gevestigde bedrijven en kleine, nieuwe spelers. Grote bedrijven moeten mee in de transitie en hebben kleinere bedrijven daarbij hard nodig. Je kunt de markt voor energieopslag van nu vergelijken met de fase waarin zonne-energie zich in 2003 bevond.'

Moet je een zekere risicobereidheid hebben om die stap daadwerkelijk te maken, omdat je vroeg in de markt komt?

Masselink: 'Ja, de timing is natuurlijk heel belangrijk. Je moet echt rechtstreeks in contact staan met de markt om te zien waar de kansen en de risico's van dat moment zitten.'

Michael: 'De verwachte groei in het gebruik van elektrische voertuigen en de vervanging van olie door elektriciteit als gevolg daarvan is aanzienlijk. Een olievervanging van 7 miljoen vaten per dag in 2040 komt neer op minstens 2000 TWh extra elektriciteit. Dit komt overeen met driemaal de omvang van de totale huidige Duitse elektriciteitscapaciteit. En ik ben het verder eens met wat je zegt over transport en opslag. Ik verwacht dat in de opslag en transport de komende jaren de sterkste groei zal plaatsvinden. Daar gaan dus interessante dingen gebeuren. Netten waarin de elektriciteit twee richtingen op stroomt; je kunt afnemen en teruggeven aan het net; nieuwe accutechnologie. Bestaande transportsystemen voor stroom zijn vaak zeer inefficiënt. Er is meestal een verlies van 15 tot 20 procent van de elektriciteit die wordt opgewekt aan de bron. In



Klimaatverandering is een systeemrisico bij beleggingen. Heel anders dan de risico's waar we gewend waren om rekening mee te houden.

opkomende markten kan dat verlies wel 60 procent zijn. Dus in dat hele gebied liggen grote kansen.'

Daramus: 'In het Verenigd Koninkrijk is er veel druk op pensioenfondsen om te investeren in infrastructuur, maar ze zullen niet snel naar Afrika gaan. Ze zijn op zoek naar fondsen die minder politieke en valutarisico's met zich meebrengen, wat vaak betekent dat er in ontwikkelde markten - zoals windmolenparken in de Noordzee - volwassen technologieën worden gebruikt. We hebben regeringen en multilaterale ontwikkelingsagentschappen nodig om een deel van het risico in een vroeg stadium te helpen dragen en de koolstofarme infrastructuur aantrekkelijk te maken voor institutionele beleggers.'

Wolfs: 'Nog niet zo lang geleden was duurzame energie een heel overzichtelijk gebied. Het ging voornamelijk over subsidies voor individuele projecten. Inmiddels zijn die subsidies in het grootste deel van Europa verdwenen, heeft de technologie enorme sprongen gemaakt en zijn er nieuwe technologieën bijgekomen. De smart grid, decentrale opwekking, energiemeters, opslag, van alles. Dat zorgt voor een heel ander risico-rendementsprofiel. Bovendien is het nagenoeg onmogelijk om nog naar een individueel project te kijken; verscheidene externe

Het hele duurzame energielandschap verandert constant, met nieuwe plannen en nieuwe ideeën, en daarmee verandert ook het risico-rendementsprofiel.

> **Sebastian Masselink** is Senior Portefeuillemanager Impact Investing bij ACTIAM. Masselink is sinds 2017 in dienst bij ACTIAM, waar hij verantwoordelijk is voor de beleggingen in energietransitieniches in Europa voor institutionele investeerders. Daarvoor was hij strategisch adviseur van de board van verschillende duurzame technologiebedrijven en was hij vanaf 2011 manager van de Global Cleantech-operaties van Kempens & Co. Masselink was tevens CEO van Kempens Noord-Amerikaanse activiteiten in New York. Zijn carrière begon in 1997 bij ABN AMRO, waar hij diverse rollen op het gebied van aandelen bekleedde.



factoren spelen nu een grotere rol en netintegratie is van wezenlijk belang. Door aanzienlijk meer niet-controleerbare capaciteit in de opwekking kunnen de stroomprijzen gedurende de dag flink dalen en is het patroon over het algemeen grilliger, met gevolgen voor het rendement. Jullie noemden verder ontwikkelingen in accu's, waarbij iedereen zich met name richt op lithium-ionbatterijen. Wij richten ons ook op 'waterbatterijen', waarmee we stuwmeren voor waterkracht bedoelen. Ik bedoel maar, zo kun je ook naar een stuwmeer kijken, als een enorme accu. Dan kun je zeggen dat het potentieel voor nieuwe stuwmeren beperkt is, omdat ze door natuurlijke omstandigheden zijn ontstaan. Dat is waar, maar er zijn ook plannen voor kunstmatige stuwmeren met de turbine diep onder de grond. Het hoogteverschil wordt gecreëerd door de diepte in te gaan. Enfin, we moeten zien of dat ook gaat gebeuren. Maar het illustreert mijn boodschap: het hele duurzame energielandschap verandert constant, met nieuwe plannen en nieuwe ideeën, en daarmee verandert ook het risico-rendementsprofiel.'

Huitema: 'Dat maakt erin investeren overigens best lastig, zeker voor kleinere institutionele beleggers. Door de snelle technologische veranderingen zijn de beleggingsrisico's veel





> **Matthew Michael** is Product Director Emerging Market Debt and Commodities bij Schroders. Hij is verantwoordelijk voor het productbeheer en de marketing van Schroders' Emerging Markets Debt Absolute Return en Commodity-fondsen. Hij is in 2004 in dienst getreden bij Schroders en is gevestigd in Londen. Michael heeft een MSc in International Finance van CERAM European School of Management.

groter dan bij een traditionele large-cap of zelfs small-cap-benadering. Je hebt heel goede research nodig, iets waarop de laatste jaren voor beursgenoteerde aandelen juist bezuinigd lijkt te zijn.'

Misschien is dit een goed moment om het over data te hebben. TCFD is van plan om investeerders te helpen door betere informatieverstrekking door bedrijven te bewerkstelligen. Wie maakt hier gebruik van en ziet het als een krachtig instrument?

Hodzic: 'Jazeker, wij gebruiken het en zijn ook zelf als asset manager een officiële 'supporter' van de TCFD-aanbevelingen. Deze aanbevelingen zijn echt een game changer en het verbaast me niet dat ze nu 2,5 jaar na de introductie een groot succes zijn. Het is een rapportageframework voor bedrijven, asset owners en asset managers, wat betekent dat positieve verandering echt versneld kan worden. Wij gebruiken het in onze engagement met bedrijven en verwachten dat ze rapporteren volgens dit framework. Dit stelt ons in staat om de klimaatrisico's en -kansen van bedrijven waarin we beleggen beter in kaart te brengen, te meten en daarop in te spelen.'

Daramus: 'We hebben een engagementprogramma met 80 van 's werelds grootste bedrijven, rond hun klimaatstrategieën. We geven bedrijven 'huiswerk', ook rond TCFD-rapportage, en er volgen maatregelen als ze niet intensiever gaan werken. Als ondernemingen niet voldoende informatie verstrekken of als hun strategieën niet robuust zijn, zullen we ze binnen bepaalde fondsen van de hand doen. Dit is het tweede jaar dat we dit hebben gedaan. Zo hebben we bijvoorbeeld ExxonMobil verkocht. Het is een sterk signaal dat beleggers op zoek zijn naar meer en betere klimaatinformatie.'

Doe je dat voor de hele portefeuille?

Daramus: 'Nee. We verkopen alleen in die fondsen waar we van de klant toestemming hebben bedrijven te verkopen als ze tekortschieten. Wat we in onze hele portefeuille doen, is tegen de voorzitter van het bestuur van deze bedrijven stemmen, als ze in andere fondsen worden gehouden.'

Bridges: 'Op het gebied van asset stewardship is het van cruciaal belang dat we ervoor zorgen dat bedrijven weten wat TCFD is: goed bestuur, strategie, maatstaven en doelstellingen. Bij het ontwerpen van investeringsoplossingen besteden we veel aandacht aan de gewogen gemiddelde koolstofintensiteit, oftewel de WACI-methode. Het is een beetje geeky. Deze technische richtlijnen die in het document worden onderschreven, helpen ons echt. We zijn onlangs benaderd door een zeer deskundige CIO van een grote Nederlandse organisatie, die sterk gericht was op de WACI-methode. Daarom hebben we voor hen een strategie ontworpen die rechtstreeks van de TCFD-aanbeveling komt. We gebruiken deze strategie in onze rapportages, dus ook hier is het belangrijk voor asset owners over de hele wereld om hun CO₂-footprint, hun gewogen



Wij vragen momenteel aan elk olie-, gas- en nutsbedrijf om zich te houden aan de TCFD-standaarden. TCFD is erg belangrijk voor ons.

gemiddelde CO₂-intensiteit en alle overige meetgegevens te kennen.'

Van Waveren: 'Mag ik vragen of er bij de WACI-methode onderscheid wordt gemaakt tussen aandelenportefeuilles versus creditportefeuilles?'

Bridges: 'Ja, dat is een uitstekende vraag voor TCFD. Normaliseer je op basis van inkomsten of op basis van marktkapitalisatie?'

Van Waveren: 'En het antwoord is...?'

Bridges: 'Dat verschilt naar gelang beleggingscategorie en asset class. Dat is de schoonheid van deze aanbeveling.'

Hodzic: 'Er is zelfs uitgebreid onderzoek gedaan naar de kwaliteit van klimaatrapportages door bedrijven afhankelijk van welk rapportageframework ze gebruiken. Het blijkt dat beleggers duidelijk de voorkeur geven aan CDP/TCFD en ook een hogere bereidheid tonen om kapitaal te verschaffen aan deze bedrijven dan aan bedrijven die rapporteren volgens de 'simpele' SEC-standaarden.'

Van Waveren: 'Wij vragen momenteel aan elk olie-, gas- en nutsbedrijf om zich te houden aan de TCFD-standaarden. TCFD is erg belangrijk voor ons. Het niet naleven hiervan zou tot beleggingsaanpassingen kunnen leiden.'

We hebben het gehad over transitierisico's en over technologierisico's. Klimaatverandering is ook een kwestie van fysieke risico's. Hoe vang je die risico's op in je portefeuille?

Alserda: 'We hebben hiernaar gekeken en zien dat er erg veel onzekerheid is over fysieke risico's. Er zijn erg veel factoren die lastig te modelleren zijn, zoals geofysische risico's. Bovendien hebben we het over een zeer lange tijdshorizon. De impact neemt geleidelijk toe en het zal waarschijnlijk nog een lange tijd duren voordat er een materiële impact is op een goed gespreide portefeuille. Zodoende denken we dat het nog te



vroeg is om iets te doen op asset allocatie-niveau. Tegelijkertijd verwachten we van onze fondsmanagers dat ze materiële risico's meenemen in hun selectieproces, zoals overstromingsgevaar bij vastgoedprojecten; oftewel dat ze ESG-integratie toepassen.'

Van Waveren: 'Wij kijken nu bijvoorbeeld al naar de locatie van olieraffinaderijen in onze portefeuilles, als belangrijke assets binnen onze olie- en gasbeleggingen.'

Huitema: 'Bij de fysieke risico's gaat het om het netto-risico, dus je moet daarin ook meenemen hoe effectief samenlevingen maatregelen kunnen treffen om fysieke risico's te beteugelen.'

Oeljee: 'We weten heel goed dat er fysieke risico's bestaan die heel relevant kunnen zijn voor bedrijven waarin wij beleggen. Meer dan 40 procent van de elektriciteitscentrales wereldwijd staat in gebieden met 'waterstress'. Zodra in die gebieden veranderingen in neerslagpatronen optreden, merken die bedrijven meteen de gevolgen voor beschikbaarheid van koelwater. Als je, zoals bij Pinnacle West gebeurde, de grootste kerncentrale van de VS bouwt in de woestijn, moet je vooraf

> **Thierry Oeljee** werkt sinds 2016 bij Achmea IM als Senior Engagement Specialist. Hij werkte eerder bij SNS Asset Management en ACTIAM als Senior ESG-Analyst. Oeljee is binnen het MVB-team van Achmea IM specialist op het gebied van klimaat en energie. Dit betekent onder andere dat hij een focus heeft op de transportsector en op duurzame energie. Oeljee studeerde Communicatie aan de Hogeschool van Utrecht.





> Sylvia van Waveren is Engagement Specialist in het Active Ownership-team van Robeco. Zij is lid van de UN PRI Working Group on Methane Emissions en lid van de ICCR Climate Working Group. Van Waveren begon haar carrière bij Centraal Beheer in 1988 en ging in 1990 over naar PGGM, waar ze verschillende functies bekleedde als Portfolio Manager. Ze heeft een Master in Economie van de Universiteit van Tilburg en is CFA-charterhouder.

heel goed weten met wie je concurreert om toegang tot koelwater. We zetten engagement heel bewust in om dit soort risico's in onze portefeuille in kaart te brengen.'

Masselink: 'De agrarische sector loopt duidelijk grote risico's door klimaatverandering. Maar hier ontstaan óók kansen. Het interessante fenomeen dat zich voordoet op sommige plaatsen, is dat overstromingen door klimaatverandering weer kansen bieden aan nieuwe vormen van landbouw, bijvoorbeeld superfoods op plantaardige basis, die de plaats innemen van veeteelt. Dat is een interessante transitie naar koolstofarme landbouw.'

Kun je er al in beleggen?

Masselink: 'Het is nog klein, maar met grote potentie vanwege de lage kostprijs. Een typische private debt-investering: bewezen technologie nu opschalen. Een voorbeeld hiervan is eendenkroos. Dat is zeer proteïnerijk, het haalt CO₂ uit de lucht tijdens de productie en speelt in op de sterk groeiende markt voor vegetarische producten.'

In een tijd waarin we het steeds meer hebben over AI en technologische ontwikkelingen, blijft menselijk kapitaal onmisbaar.

Ziet iemand ook een onderschat risico van klimaatverandering?

Daramus: 'Eén ding dat maar terug blijft komen in het debat, is wanneer de olievraag piekt. Iedereen denkt dat de vraag naar olie op een gegeven moment over de klif valt. Bedrijven antwoorden daarop steevast met: geen zorgen, voorlopig blijven olie en gas belangrijk. Ik denk dat de vraag niet is wanneer we stoppen met het gebruiken van olie, maar wanneer de vraag naar olie stopt. Historisch gezien werden overinvesteringen door de olie-industrie gecompenseerd door een stijging van de vraag. Zo bleef er een evenwicht. Dat is niet langer per se het geval. Ik vind dat een zeer interessante vraag om in gedachten te houden.'

Hodzic: 'Een ander aspect dat vaak onderschat of zelfs vergeten wordt, is de zogeheten 'Rechtvaardige Transitie'. Voor sommige sectoren, zoals de kolenindustrie, leidt de overgang naar een koolstofarme economie tot radicale veranderingen. 'Kunnen de werknemers omgeschoold worden?', is zo'n vraag. Wij nemen dit soort aspecten mee in onze beleggingsanalyse, want bedrijven die deze zaken op de juiste manier aanpakken, hebben veel meer kans om het te schoppen tot de winnaars van morgen. In een tijd waarin we het steeds meer hebben over AI en technologische ontwikkelingen, blijft menselijk kapitaal onmisbaar.'

Ik ben ervan overtuigd dat klimaatverandering de komende tien of vijftien jaar in de bestuurskamers, waar de beleggingsbeslissingen worden genomen, zal domineren.



> **Jeroen Wolfs** is sinds september 2018 Director in het Energy & Infrastructure-team van Aquila Capital en Co-Head van het Energy Transition Infrastructure Fund. Hij houdt zich met name bezig met het sourcen en verwerven van Europese duurzame energieprojecten. Hiervoor was hij bijna negen jaar werkzaam bij PGGM in het Infrastructuurteam en daarvoor bijna vier jaar bij Grontmij. Wolfs is afgestudeerd als bouwkundig ingenieur aan de Technische Universiteit Eindhoven en is daarnaast CFA-charterholder.



Alserda: 'Interessant is dat we nu al anderhalf uur praten en we hebben het alleen nog maar gehad over bedrijven. Een van de punten die we vaak verwaarlozen, is het gedrag van de consument. Zolang het gedrag van de consument niet echt verandert, zal er altijd iemand zijn die doorgaat met vervuilende activiteiten. Dus eens in de zoveel tijd moeten we ook kijken hoe we het gedrag van de consument kunnen veranderen, hoe we daarin kunnen investeren.'

Zijn we het daarmee eens?

Wolfs: 'Eens, die rol is zeker van belang. We zien in Nederland hoe dat gaat. Probeer tegenwoordig maar eens een windmolenpark of een zonne-energiepark te bouwen. Dat is bijna onmogelijk. Verzet is overal. Ook in een land met veel ruimte als Noorwegen. Hetzelfde zien we in Polen. Dus ja, we staan voor uitdagingen.'

Michael: 'De consument wordt door de grote ontwikkelingen wel een bepaalde kant opgeduwd, maar uiteindelijk wordt zijn keuze gedreven door economische overwegingen en dus zal de prijs voor elektrische auto's heel belangrijk zijn. Hetzelfde geldt voor energieverbruik in huis. Vervanging van gas door elektriciteit, warmte-opwekkingsinstallaties, dat soort dingen, zullen in prijs moeten dalen voordat mensen overstappen.'

Masselink: 'De consument is steeds bewuster, wil een gezonder leven en een gezondere leefomgeving. Dit drijft het gedrag van bedrijven. Niet voor niets moeten Duitse autobedrijven achter Tesla aanhollen om geen belangrijk marktaandeel structureel te verliezen. Dat is gedreven door de consument én de schaal die Tesla in batterijen en elektrische auto's weet te maken.'

CONCLUSIE

Iedere discussie over ESG begint onvermijdelijk met de vraag: lever je er rendement voor in? Nee, niet meer. Daarover is iedereen het nu wel eens. ESG zorgt voor een beter gespreide, meer toekomstbestendig portfolio. Mits je het met beleid doet, want met de botte bijl gaan uitsluiten, is geen goed idee. ESG komt pas echt tot zijn recht met een actieve strategie. Daarbij hoort ook eigen research en niet het passief volgen van externe ESG-dataproviders. Investerings in energietransitie worden gedreven door twee soorten vragen. Het is niet alleen milieu; financieel-economische redenen worden steeds sterker, zelfs in het oude industriële hart van Amerika. ESG en impactbeleggen worden alleen maar groter. Maar de uitdagingen zijn reusachtig. Wie impact wil maken, heeft allereerst data nodig. Daar is een grote honger naar. Vervolgens zijn er methodieken nodig om die

data te verwerken en te beoordelen. Komen er pasklare keuzes uit voor asset managers? Helaas nog lang niet altijd. Het aantal variabelen is soms duizelingwekkend. Welke risico's zijn er allemaal? Van het risico dat een olieraffinaderij overstroomt tot risico's in je portefeuille omdat bepaalde technologieën binnenkort niet langer gewenst zijn en aandelen daardoor flink in waarde kunnen dalen. Hoe voorspel je dat? En waarin te investeren? Welke technologieën worden een succes en welke vallen af? Welke bedrijven zijn binnen die technologieën het meest kansrijk? En dan moet de consument ook nog eens heropgevoed worden. Ga er maar aan staan. Het is een vrijwel eindeloos universum aan thema's, problemen en kansen dat asset owners en managers de komende decennia flink zal bezighouden en waarover we voorlopig nog niet zijn uitgesproken.

Alleen concrete resultaten tellen bij impact investing

DOOR ARNOUD VEILBRIEF

Impact investing is de laatste trend op het gebied van duurzaam beleggen. Wat is het precies, waar liggen de kansen en hoe kunnen fiduciair managers deze markt betreden? Martin Ewald van Allianz Global Investors vertelt erover.

'Je hoort het, we zijn al een tijdje on tour', zegt Martin Ewald midden in het gesprek opeens lachend. De blijmoedige Duitser slaat zich op de knie. Ewald, Lead Portfolio Manager Impact Investment, is met een collega bezig met een roadshow langs Europese landen voor het Allianz Renewable Energy Fund. Maar vermoeid of verveeld is hij niet. Integendeel. Hij praat enthousiast en uitvoerig over impact investing en het grote belang voor asset managers van het halen van de klimaatdoelen en het verbeteren van de wereld.

Impact investing is 'hot'. Er wordt steeds vaker over gesproken. Is impact investing het nieuwe ESG?

'In zekere zin is het een opvolger of versterkte voortzetting van ESG. Waar ESG vooral denkt – of in elk geval van oudsher dacht – vanuit risico's die je moet vermijden, gaat impact investing duidelijk een stap verder. Daar gaat het om de vraag: hoe kun je op milieu- of sociaal gebied iets concreets en aanvullends bereiken? Het moet ten eerste een meetbare verbetering zijn. Dat is heel belangrijk. Daarnaast moet de verbetering een direct gevolg zijn van de investering die je hebt gedaan. ESG en impact investing blijven natuurlijk naast elkaar bestaan en bovendien omvat impact investing niet de G van 'governance'. Althans, niet direct. Maar harde cijfers en de directe relatie, dat is wat impact investing duidelijk van ESG onderscheidt. In het kader van de Climate Week waren we in september in New York om er meer over te vertellen, want impact investing is nog nieuw. De honger naar kennis is groot.'

Als je zegt rendement te verenigen met impact, is het delen van kennis over hoe je dat rendement hebt gehaald, cruciaal. Het meten van impact is de achilleshiel van de industrie.

Hoe ligt bij impact investing de verhouding tussen impact en rendement?

'Het is ons doel om impact te genereren, maar we mogen de fiduciaire plicht niet uit het oog verliezen. Onze aanpak is geen vorm van filantropie. Hoe die verhouding ligt, verschilt per project en per klant. Maar duidelijk is dat er een gezond rendement moet zijn en dat er een meetbare impact is. Impact investing is per definitie een zaak van betrokkenheid over de lange termijn. Dat past goed in een tijd met lage rentes.'

In wat voor projecten investeert het Allianz Impact Fonds?

'Vooral in projecten die met de E van 'environment' te maken hebben. En in wat mindere mate in projecten met een sociaal karakter. De reden is simpel. Omdat het bij impact investing om meetbare vooruitgang gaat, liggen investeringen met een milieu-aspect meer voor de hand. Investeer in een duurzaam energieproject en je kunt vrij eenvoudig meten hoeveel ton CO₂ je hebt bespaard. Bij sociale projecten ligt dat wat ingewikkelder. Of neem het bouwen van een school. Dat kunnen overheden in Europa over het algemeen veel beter. Wij hebben daar minder toegevoegde waarde. Hier in Europa richten we ons dus voornamelijk op beleggingen die een positief milieu-effect genereren.'

Hoe streng is Allianz bij de selectie van projecten en welke gevolgen heeft dat voor de omvang van het fonds?

'De strikte afbakening van de definitie van impact bepaalt natuurlijk het aantal projecten dat je kunt selecteren. In ons geval hebben we een scherpe definitie gehanteerd en geven we er de voorkeur aan de omvang van het fonds relatief klein te houden.'

Gaat het bij investeringen met een milieu-impact dan over de bekende windmolenparken?

'Oh nee, het is veel breder! Neem Smart Metering, dat is een heel interessante technologie. Op een display kun je zien wanneer er veel stroomaanbod is, bijvoorbeeld als

De markt voor impact investing groeit snel en wordt steeds populairder in het illiquide alternatief.

windparken meer energie geven aan het net omdat het harder waait. Dan weet je: nu kan ik meer energie verbruiken. Een groot deel van de vraag naar elektriciteit is natuurlijk vrij constant en voorspelbaar, maar toch leidt dit tot een efficiënter gebruik van bestaande opwek- en netcapaciteit. Groene kolen, oftewel het verbranden van gebruikt hout, vormen ook een duurzame energiebron. Of neem agrotechnologie. Het waterverbruik in de landbouw is spectaculair gedaald en daalt door nieuwe bedruppelings-technologie steeds verder. Kleine robots met speciale sensoren kunnen 'zien' of een plant meer kunstmest of pesticide nodig heeft. Zo niet, dan krijgt hij die niet en bespaar je daarop, wat opnieuw een gunstige milieu-impact heeft.

Maar er is nog veel meer! Ziekenhuizen hebben hun eigen stroomgeneratoren. Met gecombineerde warmte-kracht-centrales kun je met de hitte die vrijkomt bij het opwekken van stroom uit gas het gebouw verwarmen. Efficiëntere verlichting in grote industriële complexen bespaart ook veel energie. Sommige bedrijven besteden dat uit en betalen een vast bedrag voor de verlichting. Wij kunnen met ons team al deze duurzame technologieën toegankelijk maken voor beleggers. We voegen waarde toe door het kiezen van de juiste projecten en door te zorgen voor transparante rapportages. De asset-industrie speelt een belangrijke rol in het aanpakken van de grote thema's van deze tijd.'

De rapportage is vooral bij impact investing belangrijk.

'Absoluut. Als je pretendeert rendement te verenigen met impact, is het delen van kennis over hoe je dat rendement hebt gehaald, cruciaal. Het meten van impact is de achilleshiel van de industrie. Iedereen weet hoe belangrijk het is, er zijn initiatieven onderweg, maar er is nog geen uniforme standaardmethodologie. Zonder paternalistisch te willen klinken, zien wij onszelf als wetenschapper, opvoeder en onderwijzer. We streven dan ook naar maximale transparantie in onze impactrapportages aan klanten. Onze methodologie krijgt nu tractie en zal meer mainstream worden. Als er meer informatie is over transacties, wordt impact investing vanzelf populairder. Het is onze missie om die data te krijgen.'

Hoe gaan die impactmeting en rapportage precies in zijn werk?

'Goede vraag. Gezien het voortdurende risico van 'impact washing' zijn transparantie en verantwoording met betrekking

tot de gegenereerde impact van het allergrootste belang bij impactbeleggingen. Het belangrijkste is dus de verplichting van de belegger om de sociale en milieuprestaties van de onderliggende activa voortdurend te meten en te rapporteren, om zo transparantie en verantwoording te waarborgen.

De aanpak van beleggers bij het meten van impact kan variëren, afhankelijk van hun doelstellingen. Hoewel de markt duidelijk is over de fasen van het proces waarin de impact moet worden gemeten, zijn de details van de meting en de toegepaste technieken nog verre van gestandaardiseerd.

Binnen ons impact-beleggingsproces volgen we vier stappen. De eerste is het duidelijk definiëren en presenteren van de sociale en milieudoelstellingen voor elke belegging aan



CV

Martin Ewald is Lead Portfolio Manager Impact Investment bij Allianz Global Investors. Daarnaast geeft hij leiding aan het Investment Strategy Team binnen de afdeling Infrastructure Equity.

investeerders. Daarna worden de belangrijkste prestatie-indicatoren met betrekking tot deze doelstellingen vastgesteld aan de hand van een gestandaardiseerd sjabloon en aangepast aan elke beoogde investering. De derde stap is het beheren en monitoren van de prestaties van de belegging ten opzichte van deze doelstellingen, waarbij voortdurend wordt gemeten of er op elk initiatief vooruitgang is geboekt. En als laatste onderdeel rapporteren we aan alle relevante belanghebbenden over de sociale en milieuprestaties.'

Speelt de geografische ligging van een project nog een rol?

'Bij impact investing geldt vaak: hoe hoger de impact, des te hoger het risico. In ontwikkelingslanden is soms grote winst te halen qua impact. Met andere woorden, je kunt er veel goeds doen, maar de risico's zijn navenant. En er is natuurlijk een bovengrens in hoeveel risico een fiduciair mandaat toestaat. Zelf zijn we al jaren betrokken bij een bos-beschermingsproject op Borneo, waarmee we de CO₂-uitstoot van Allianz wereldwijd compenseren. We zijn daar begonnen in 2012 en zitten er nog steeds.'

U bent Duitser, Allianz is Duits. Duitsland vervult een voortrekkersrol op het gebied van duurzame energie met de Energiewende. Toch is die hevig bekritiseerd in eigen land.

'Ik waag me uiteraard niet aan politieke uitspraken, maar die kritiek ken ik. Daar zou ik ook iets tegenover willen zetten. De voorspelbare prijzen hebben veel investeerders getrokken. En bovenal: de Energiewende heeft voor een enorme daling in de prijs van solartechnologie gezorgd, juist vanwege de enorme vraag die ontstond. De prijzen zijn gedaald met 90 procent in tien jaar tijd. Dat is werkelijk ongelooflijk! Dat heeft de hele industrie een enorme zet vooruit gegeven. Als zonnecellen niet zo goedkoop waren, zouden er in China nog meer kolencentrales zijn.'

Hoe ziet u de toekomst van impact investing?

'Zonder twijfel positief. De markt voor impact investing groeit snel en wordt steeds populairder in het illiquide alternatief. Deze groeivoorzichten zijn toe te schrijven aan twee belangrijke drijfveren, en die manifesteren zich zowel in bottom-up- als top-downprocessen.

De eerste is een algemene verandering in de manier waarop particuliere bedrijven werken. Volgens onderzoek van de VN heroverweegt ongeveer 90 procent van de internationale CEO's bijvoorbeeld de strategie van hun bedrijf in het licht van de SDGs. Het creëren van duurzame bedrijfsmodellen die inspelen op belangrijke klant- en milieubehoeften is vandaag de dag van het grootste belang om 'echt klantgericht' te zijn en dus essentieel voor het succes van een bedrijf op lange termijn. Deze ontwikkelingen zullen bottom-up investeringsmogelijkheden creëren voor impact beleggers.

Ten tweede kunnen internationale overeenkomsten, zoals de SDGs of de resoluties van de Conferentie van de Partijen in Parijs in 2015 worden gezien als een top-down groeiaanjager. Het valt te verwachten dat deze overeenkomsten zullen uitgroeien tot een nieuw regelgevend kader dat de ontwikkeling naar meer duurzaamheid moet vergemakkelijken.

Kortom, als onderneming zijn wij van mening dat beleggers de impact van investeringen moeten begrijpen als een belangrijk onderdeel van hun asset-allocatie. In een private equity-strategie kunnen impactinvesteringen de bekende voordelen van niet-beursgenoteerde alternatieve beleggingen opleveren, zoals stabiele rendementen, lage correlatie en inflatiegerelateerde inkomsten die beleggers een aantrekkelijk risico-rendementsprofiel bieden. Daarnaast leveren impactbeleggingen ook een positieve bijdrage.'

Zijn pensioenfondsen een drijvende kracht achter vernieuwing en verduurzaming?

'Zonder twijfel. En pensioenfondsen hebben ook klanten die zich steeds meer bewust zijn van alle grote thema's die momenteel in de wereld spelen: sociale thema's, klimaatverandering, gezondheid. Pensioenfondsen zitten met de vraag hoe ze daarmee om moeten gaan en zijn druk op zoek naar kennis. De asset-industrie speelt daarin een belangrijke rol.'

Is Allianz Global Investors een 'one stop-shop'?

'We hebben veel ervaring met duurzame energie en houden ons met ESG in private equity bezig sinds 2007, dus je mag ons pioniers noemen.' «

Impact investing kan worden gezien als een opvolger of versterkte vorm van ESG;

Het gaat om de vraag hoe je op sociaal en milieugebied iets concreets en aanvullends kunt bereiken;

Binnen Allianz' impactbeleggingsproces worden vier stappen gevolgd:

- **Duidelijk definiëren en presenteren van de sociale en milieudoelstellingen voor elke belegging;**
- **Vaststellen van de belangrijkste prestatie-indicatoren met betrekking tot deze doelstellingen aan de hand van een aangepast sjabloon, aangepast aan elke beoogde investering;**
- **Beheren en monitoren van de prestaties van de belegging ten opzichte van deze doelstellingen;**
- **Rapporteren aan alle belanghebbenden over de sociale en milieuprestaties.**

Ronde Tafel Emerging Markets

Het probleem met opkomende markten is dat de valutacomponent vaak niet zo goed te beheren is als je zou willen, hetgeen ongewenste risico's kan meebrengen.

(Editie 3, pagina 23)

Anne Gram, Onafhankelijk adviseur van pensioenfondsbesturen

Als institutionele beleggers zich bewust zijn van de sturende kracht van geld, is een logische vervolgstap te bepalen hoe je hiermee invloed uit wilt oefenen.

(Editie 2, pagina 66)

Ronde Tafel

Passive Investing in ESG

Engagement activiteiten aangaande ESG-onderwerpen is dé manier om ESG-integratie te stimuleren bij passief beleggen.

(Editie 2, pagina 64)

Ronde Tafel From Active to Passive to Factor Investing

Het idee om van een factor die de laatste tijd slecht gepresteerd heeft over te stappen op een factor die het in die tijd juist goed heeft gedaan, is niet erg verstandig.

(Editie 4, pagina 24)

Ronde Tafel Fixed Income:

ESG is becoming, next to risk and return, a third factor in fixed-income investing.

(editie 5, pagina 44)

Louise van Schaik, Instituut Clingendael

Nederland was ooit een gidsland op het gebied van klimaatverandering en de 'groene' economie in het algemeen.

Dat is niet langer het geval.

(Editie 1, pagina 63)

Ronde Tafel Sustainable Investing in Real Assets

De SDGs zijn geweldig, maar er is geen wegenkaart die leidt tot die doelen.

(Editie 6, pagina 23)

Ronde Tafel Fixed Income

Hoe meer idiosyncratisch risico er in een markt is, des te meer het loont om voor een actieve aanpak te kiezen.

(Editie 7, pagina 27)

Hoe klimaatrisico een klimaatkans kan worden

DOOR HARRY GEELS

De opwarming van de aarde stelt de mensheid voor een grote uitdaging. Maar het biedt ook kansen. Kansen die kunnen worden benut door eerst de huidige situatie goed te begrijpen, vervolgens de consequenties van internationale reguleringskaders te doorgronden en tot slot de juiste 'tools' binnen dat kader te vinden. Dat stelt Matthew Smith, Head of Sustainable Investments bij Storebrand Asset Management.

Tijdens uw lezing op het seminar van Financial Investigator over Climate Change & Energy Transition stelde u dat er ten aanzien van de klimaatverandering en het investeren in klimaatoplossingen drie bepalende krachten voor beleggers zijn. Het begint bij de analyse van de huidige situatie.

'Dat klopt inderdaad. In Figuur 1 is te zien welke scenario's er voor de noodzakelijke vermindering van CO₂-uitstoot zijn om te voldoen aan de doelstelling van het klimaatakkoord van Parijs uit 2015: een maximale temperatuurstijging van de aarde van 1,5 °C. De groene lijn laat zien welke drastische verlaging van de CO₂-uitstoot nodig is om de doelstelling van Parijs te halen. CO₂-emissies moet tussen 2040 en 2060 tot nul terugvallen om onder de 1,5 °C te blijven. De lijn laat voor de afgelopen jaren nog een stijging zien, dus zo'n snelle afname van de CO₂-uitstoot lijkt niet waarschijnlijk.

Er is uitgerekend dat we met de invoering van een CO₂-belasting van minimaal \$ 100 per ton emissie mogelijk het doel wel halen, maar zo'n belasting zal een grote invloed hebben op de winstgevendheid van veel bedrijven en lijkt daarom politiek niet haalbaar. Op dit moment niet althans.

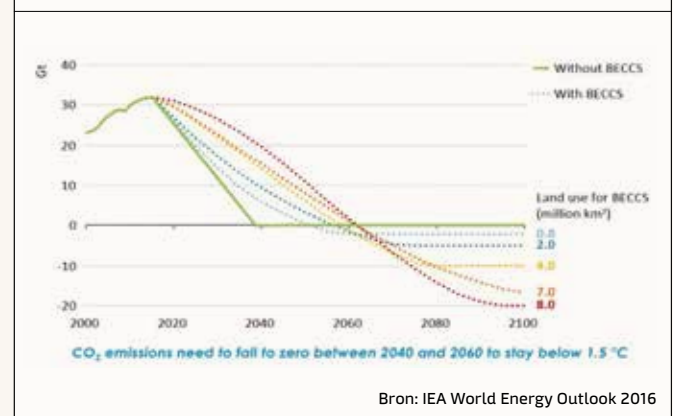
Een andere oplossing zou het gebruik van BECCS (Bio-Energy with Carbon Capture and Storage) zijn. Als deze op grote schaal zou worden toegepast, zou de noodzakelijke afname van de CO₂-uitstoot wat langzamer kunnen gaan, om nog altijd de 1,5 °C-doelstelling te realiseren. In Figuur 1 zijn verschillende scenario's ingetekend die aangeven hoeveel extra tijd we krijgen voordat de CO₂-uitstoot tot nul moet terugzakken als we miljoenen km² extra land gebruiken om biomassa te kweken. Als we de neutrale CO₂-emissie vertragen tot 2060, hebben we een gebied ter grootte van Brazilië nodig als BECCS.'

Rundvleesproductie geeft per kilo een CO₂-equivalent van 99,5 kilo.

Er zijn dus drastische maatregelen nodig om de doelstellingen van Parijs te halen. Dit zet wel aan tot denken.

'Ja, we weten dat BECCS veel land vraagt en dat is, zoals we allemaal weten, beperkt beschikbaar. In The Economist stond laatst een interessant overzicht wat het kost om vlees te produceren in termen van CO₂-emissies, water- en landgebruik. De grootste concurrentie voor BECCS, als het om landgebruik gaat, is de productie van rundvlees. Rundvleesproductie geeft per kilo een CO₂-equivalent van 99,5 kilo. Verder kost de productie van 1 kilo rundvlees 1.451 liter water en 326 m² land. De productie van varkensvlees geeft minder CO₂-uitstoot en vraagt minder land, maar kost per kilo wel meer watergebruik. En ja, als we belastingen gaan invoeren op CO₂-uitstoot, zal dat de winstgevendheid van bedrijven aantasten en daarmee dus ook de beurskoersen. Het ligt in de aard van de mens om niet zomaar te veranderen. Daarom zullen de drastische maatregelen die nu al nodig zijn, niet zomaar worden ingevoerd. De maatregelen die reeds zijn genomen en binnenkort nog worden genomen in het kader van de

Figuur 1: Scenario's van CO₂-uitstoot van de energiesector consistent met een maximale stijging van 1,5°C



doelstellingen van Parijs zijn te gradueel. Ergens in de toekomst, als de nood hoog wordt, zal er een noodzakelijke 'regime shift' plaatsvinden. Die zal zorgen voor drastische veranderingen.'

Dan de tweede belangrijke trend met impact op beleggers, namelijk het internationale regelingskader. Wat kan daarover worden gezegd?

'Er zijn diverse belangrijke regelgevende kaders. Laten we ons beperken tot wat in onze ogen het meest belangrijk is. Ten eerste heeft de VN in 2015 de Sustainable Development Goals (SDGs) ingevoerd, zeventien duurzaamheidsdoelstellingen die een blauwdruk vormen voor vrede, welvaart en behoud van de aarde. Ze vormen een urgente oproep aan alle landen in de wereld om gezamenlijk tot actie te komen.

Daarnaast komt de EU binnenkort met het Taxonomy Technical Report, met als ondertitel Financing a Sustainable European Economy. Dit rapport identificeert economische activiteiten die substantieel bijdragen aan de vermindering van klimaatverandering, inclusief doelstellingen voor sectoren die tezamen meer dan 93% van de broeikasgassen vertegenwoordigen. Volgens de technische details uit de Taxonomy moeten aanbieders van beleggingsproducten straks ook rapporteren welk percentage in lijn is met die taxonomie. Dit heeft veel impact op de rapportages, zeker voor beleggingsproducten die het predicaat 'duurzaam' hebben. Voor de industrie betekent het 'comply or explain'. Bij veel vermogensbeheerders zijn al werkgroepen opgezet die ervoor moeten zorgen dat er straks aan de Taxonomy kan worden voldaan.

Dan zijn er ten slotte de Task Force Climate-related Disclosures (TCFD), die eisen stellen aan bedrijven over het rapporteren van de financiële gevolgen van klimaatrisico's. Zo moet er straks helderheid worden gegeven over Climate Metrics & Targets, Risk Management, Strategy en Governance. Althans, dat wordt aangemoedigd, maar dat kan straks zelfs worden verplicht. De processen van risicomanagement moeten zo worden ingericht dat ze klimaat-gerelateerde risico's kunnen identificeren, beoordelen en managen. De actuele en potentiële impact van klimaat-gerelateerde risico's moeten ook onderdeel uitmaken van de strategie en financiële planning van een organisatie. De TCFD zijn nu nog vrijblijvend, maar Mark Carney van de Bank of England heeft al gezegd dat, als de industrie dit de komende twee jaar niet goed oppakt, hij voor wetgeving gaat zorgen.'

Maar wat zijn nu de 'tools for the job'? Kunnen we de frameworks inzetten om kansen te benutten?

'De SDGs zijn een goede start, maar ze zijn eigenlijk te algemeen. Ze zijn ook niet allemaal even relevant voor beleggers. We richten ons op zes SDGs, nr. 3 Good Health and Well-being, nr. 6 Clean Water and Sanitation, nr. 7

Het belangrijkste kader wordt volgens ons de Taxonomy. Deze biedt op technisch detailniveau inzicht in hoe de EU denkt over welke activiteiten wel en welke geen positieve vermindering en aanpassing van het duurzaamheidsniveau bewerkstelligen.



Foto: Ruben Eshuis Photography

CV

Matthew Smith is Head of Sustainable Investments bij Storebrand Asset Management, waar hij sinds 2008 werkt, eerst als Sustainable Investment Analyst en daarna als Storebrand's Group Head of Sustainability. Daarvoor werkte hij als Adviseur voor het milieuconsultancybedrijf GRIP (Green in Practice). Hij heeft een Master of Public Health (MPH) in Sustainable Development en een BA in Political Science. Smith is op dit moment tevens Bestuurslid van de Norwegian Association for Responsible and Sustainable Investment (NORSIF).



Affordable and Clean Energy, nr. 11. Sustainable Cities and Communities, nr. 12 Responsible Consumption and Production en nr. 13 Climate Action. Deze SDGs hebben directe links met de activiteiten van bedrijven en bieden tegelijkertijd risico's en kansen voor bedrijven.

Het belangrijkste kader wordt volgens ons de Taxonomy. Deze biedt op technisch detailniveau inzicht in hoe de EU denkt over welke activiteiten wel en welke geen positieve vermindering en aanpassing van het duurzaamheidsniveau bewerkstelligen. Meer in het algemeen biedt het gebruik van internationale frameworks als de SDGs en de Taxonomy een groot aantal voordelen voor beleggers. Ze definiëren een substantiële bijdrage aan de klimaatverandering en -aanpassing, ook in een bredere context. Ze maken differentiatie mogelijk tussen hoge emissiesectoren. Ze indiceren de actuele en toekomstige ontwikkelingen op het gebied van regelgeving. En ze geven de richting aan waarheen kapitaal zal stromen en uit welke sectoren kapitaal zal worden onttrokken. Maar de Taxonomy biedt een 'first mover advantage', omdat veel beleggers deze aanbevelingen zullen volgen. De Taxonomy legt immers al bloot hoe beleggers met hun geld gaan schuiven. Wie de implicaties van de Taxonomy goed doorgrondt, kan daar zijn voordeel mee doen, onafhankelijk of een belegger het nu met de Taxonomy eens is of niet. Wij vinden bijvoorbeeld dat nucleaire energie best een positieve bijdrage aan de CO₂-uitstoot kan leveren, maar daar denkt de EU anders over. Daardoor zal er waarschijnlijk toch minder beleggingskapitaal richting de nucleaire energie stromen.'

Hoe werkt dit alles uit in jullie beleggingsbeleid?

'Eigenlijk zijn er vijf stappen. We beginnen met uitsluiten, waarbij we drie vormen kennen: productuitsluitingen, op

normen gebaseerde uitsluitingen en het uitsluiten van niet-duurzame industrieën. Vervolgens bepalen we eigen duurzaamheidsscores op basis van drie blokken: Risk, Opportunity gerelateerd aan de SDGs en Gender Equality. Voor het berekenen van de Risicoscore gebruiken we de ESG-scores van Sustainalytics. Voor het bepalen van de score voor Opportunities hanteren we het FTSE Russell's Green Revenues datamodel. En om een score te kunnen plakken op Gender Equality worden data gebruikt van Equileap. Dit doen we voor zo'n 3.500 bedrijven. Voor onze reeks duurzame fondsen hebben we nog extra criteria. Zo mogen bedrijven maximaal 5% van hun omzet halen uit fossiele brandstoffen, alcohol, pornografie, gokken en wapens.

Uiteindelijk komen we tot een lijst van wat we 'top solution companies' noemen, bedrijven waarvan de kernactiviteiten goed gepositioneerd zijn om de grote maatschappelijke uitdagingen op te lossen, in lijn met de door de VN gedefinieerde SDGs en de doelen van het verdrag van Parijs. Ten vijfde doen we ook aan engagement met bedrijven die wij in de portefeuille hebben, zodat zij meer werk maken van duurzaamheidsbeleid. Het duurzaamheidsteam dat ik leid, gaat gesprekken met bedrijven aan en we stemmen actief op ESG-onderwerpen tijdens aandeelhoudersvergaderingen. Voor aandelen hebben we twee productgroepen. Ons actieve product, Storebrand Global Solutions, bestaat louter uit bedrijven met oplossingen voor de SDGs.

Onze passieve producten moeten de relevante indices volgen met een tracking error van maximaal 1%. Ze zijn 'fossil free' en hebben een beduidend lagere 'carbon footprint' dan de relevante indices. De wegingen van de bedrijven die overblijven zijn net anders dan die van de indices en worden gedaan op basis van onze eerder genoemde duurzaamheidscores. Tot slot moet er tussen de 5 en 10% worden gealloceerd naar de eerder genoemde top solution companies.

Ik kan wat verschillen benoemen. Per 31 december 2018 had de MSCI World Index een allocatie van 11% naar fossiele brandstoffen, terwijl onze Storebrand Global ESG Plus Tracker een allocatie had van 0%. De MSCI World had een 0,4%-allocatie naar top solution companies, wij 8%. De MSCI World had een gemiddelde ESG-score van 62, wij van 80. De MSCI World-bedrijven stootten 200 ton CO₂ per miljoen US dollar omzet uit, wij 50 ton. Deze manier van duurzaam beleggen kost niets extra. Al onze passieve fondsen, die we aanbieden voor aandelen wereldwijd, opkomende markten en Zweden, hebben namelijk een outperformance ten opzichte van vergelijkbare MSCI-indices.' «

De strategieën van Storebrand Asset Management worden gedistribueerd door SKAGEN Funds Nederland.



DOOR THIJS JOCHEMS, ADVISEUR EN PRIVATE INVESTOR

COLUMN

Toezichtkader pensioenfondsen: wat is er 'mis' mee? (2)

In de vorige editie van *Financial Investigator* heb ik in deze column de 'onmacht' van de politiek aangestipt om een mijn inziens adequaat toezichtkader te ontwerpen. Ditmaal een aantal mogelijke oplossingsrichtingen.

Voor welke problemen rondom de pensioenen moeten nu oplossingsrichtingen bedacht worden? De Great Financial Crisis, de voortdurende rentedaling en niet te vergeten de voortgaande verlenging van de levensduur zijn debet aan de sterke daling van de dekkingsgraden van de pensioenfondsen. Hierdoor dreigen de pensioenen van grote aantallen gepensioneerden in 2020 gekort te worden. Daarmee is het een 'hot topic' voor de politiek, die en masse is gaan pensioenpuzzelen...

Welke puzzelstukjes betreft het?

1. De gemaakte afspraken: ooit werd werknemers een garantie over hun pensioen voorgehouden. Deze garantie bleek niet waargemaakt te kunnen worden. Het helpt om daarover duidelijk te zijn.
2. Generatieverschillen: hoe moet de 'pijn' over de generaties verdeeld worden? Het is een uitdaging om hier een objectieve maatstaf voor te bedenken. Het lijkt echter redelijk om zoiets als een 'virtuele' splitsing te maken tussen de pot die er voor de huidige gepensioneerden is en de – nog te scheppen – potten voor de jongere generaties. Nog steeds collectief, maar wellicht meerdere collectieven.
3. Te lage dekkingsgraden: Die worden voor een belangrijk deel veroorzaakt door de huidige lage rekenrente. Die is in de ogen van velen nog eens extra verlaagd door het beleid van de ECB. Hoe ga je daarmee om? Ruwweg zijn er twee kampen: de eerste groep wil de huidige rente als rekenrente gebruiken en de andere groep wil zoiets als een proxy van de verwachte rendementen gebruiken. Wat is verstandig? Mijn antwoord zou zijn: Rekenrente én het nominale karakter van het nFTK. De rekenrente wordt dan gebruikt om de nominale verplichtingen in hedendaagse euro's te vertalen. Door het nominale karakter van het nFTK is men voor het vaststellen van de rekenrente gefixeerd op de rente

en wordt er niet naar de rendementen over het pensioenvermogen gekeken. Zelfs in het licht van de lagere verwachte rendementen zou een rekenrente op basis van 2% rendement over het pensioenvermogen nog als prudent kunnen worden aangemerkt. Dekkingsgraden stijgen dan zomaar met meer dan 20%.

Zijn de pensioenfondsen dan uit de brand? Nee, want zoals ik in mijn vorige column al aangaf, zouden pensioenfondsen ook meer in zakelijke waarden moeten kunnen beleggen om een 'rekenrente' gebaseerd op rendementen over het hele pensioenvermogen, te kunnen realiseren. Daarvoor is nodig dat de risico-classificatie van assets, nu nog gebaseerd op volatiliteit en correlatie, anders wordt ingestoken. Volatiliteit op jaarbasis voldoet niet, zoals ik in mijn laatste column heb aangegeven. Dat bij meer beleggen in zakelijke waarden grotere 'drawdowns' waarschijnlijk zijn, ligt voor de hand. Dat zou om andere tijdsperiodes als 'meethorizon' vragen dan de nu geldende horizon van 1 jaar. Overigens helpt het beleggen in zakelijke waarden ook om de effecten van inflatie te mitigeren. En inflatie is iets waar je bij een pensioenduur van al gauw 22 jaar, serieus rekening mee moet houden. Het gaat er tenslotte om wat gepensioneerden met hun pensioen kunnen kopen.

Een combinatie van maatregelen is nodig om de huidige pensioenproblematiek op te lossen. Elke voorgestelde oplossing brengt risico's met zich mee, die verschillend van aard zijn. Het zou de politiek sieren om bij het inrichten van het toezichtkader wat minder oog te hebben voor de politieke risico's en wat meer voor het belang van de deelnemers. Betere rendementen zijn voor alle pensioendeelnemers van belang. «

NN Investment Partners zoekt alleen maar winnaars

DOOR RENÉ BOGAARTS

Vermogensbeheerder NN Investment Partners selecteert liever een beperkte groep succesvolle bedrijven dan dat zij slaafs de indices volgt. 'We hebben per sector maar een paar winnaars nodig om een goed beleggingsfonds samen te stellen', zegt Senior Analyst Oskar Tijs. Maar dat vergt wel gedegen onderzoek.

'In theorie is het niet zo ingewikkeld', zegt Oskar Tijs. 'Ik hoef maar vier of vijf goed presterende bedrijven met een *moat* te vinden, een sterke indicatie dat ze de komende jaren blijvend concurrentievoordeel zullen hebben. Als mijn collega's in ons team hetzelfde doen, hebben we er genoeg voor een uitstekend beleggingsfonds.' De Senior Investment Analyst van NN Investment Partners (NN IP), die energietransitie als specialisatie heeft, lijkt daar goed in te slagen. Volgens Jeroen Bos, Hoofd Specialised Equity & Responsible Investing bij NN IP, presteert het NN European Sustainable Equity Fund¹ al jaren lang veel beter dan de markt.

NN IP, de vermogensbeheerder van verzekeringsconcern Nationale Nederlanden, heeft een naam hoog te houden als het gaat om duurzaam beleggen. 'Twintig jaar geleden lanceerden we al onze eerste duurzame aandelenstrategie', zegt Bos. Het stoort hem weleens dat verschillende concurrenten uit marketingoverwegingen doen alsof zij ESG als het ware hebben uitgevonden, maar verder haalt hij zijn schouders op over dergelijke 'greenwashing'. 'Bij ons is ESG inmiddels volledig geïntegreerd in alles wat we doen. Responsible investing is een van de belangrijkste hoekstenen van ons beleid.'

Met kantoren in Nederland en steden als Londen, Tokio, Singapore en New York heeft NN IP ruim 260 miljard euro aan assets onder beheer, waarvan een deel afkomstig is van het moederbedrijf en de rest van institutionele klanten als pensioenfondsen en van Nederlandse en internationale wholesale- en retailklanten. Onder die laatsten bevinden zich volgens Bos steeds meer millennials. 'Die groep jonge mensen, die steeds groter en steeds kapitaalkrachtiger wordt, hecht veel waarde aan duurzaamheid.'

Wat beleggingen betreft is NN IP volgens Bos onder meer groot in fixed income, multi-asset en aandelen. 'Aan de equity-kant focussen we op duurzaamheid en Europese aandelen', legt hij uit. Op de vraag of duurzaamheid ook een rol speelt bij andere investeringen, antwoordt Bos bevestigend. 'Alleen is duurzaamheid bij aandelen al verder ontwikkeld. Daar zijn al veel data voor beschikbaar. Maar we hebben bijvoorbeeld ook green bonds en sustainable credits, duurzame bedrijfsobligaties en staatsleningen. En we hebben duurzame multi-asset oplossingen voor onze klanten.' Bij andere asset classes als vastgoed of infrastructuur is het duidelijk dat duurzaamheid een grote rol speelt, maar ontbreken nog vaak diepgaande duurzaamheidsdata. 'Het is logisch dat een energie-efficiënt gebouw een lagere kostenbasis heeft en dus winstgevender geëxploiteerd kan worden. Op die andere asset classes hebben we uiteraard ook gespecialiseerde teams zitten die hier onderzoek naar doen.'



Foto: Ruben Eshuis Photography

CV

Oskar Tijs is Senior Investment Analyst Sustainable and Impact Equity bij NN Investment Partners, waar hij al sinds 2008 in soortgelijke functies werkzaam is. Eerder werkte hij onder meer als Equity Analyst bij Kempen & Co en Fortis Bank. Tijs studeerde Economics & Finance aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en behaalde een CEFA-certificaat aan de Vrije Universiteit Amsterdam.

Uitdaging

In twee derde van de beleggingsportefeuille van NN IP is ESG volgens Bos inmiddels volledig in het beleggingsproces geïntegreerd. 'Het is de bedoeling om dat aandeel te laten groeien, maar in sommige categorieën is dat op dit moment nog steeds een uitdaging. Bij derivaten bijvoorbeeld. Wat duurzaamheid betreft hebben we de lat voor onszelf hoog gelegd, omdat we ons willen kunnen verantwoorden en onderscheiden. Bij derivaten is dat nog moeilijk en zijn er nog geen duidelijke standaarden. Bij afgeleide producten is nog altijd discussie over de vraag wanneer je iets 'ESG' mag noemen. Wanneer voldoet een future die je op de S&P 500 index koopt nou aan ESG-criteria? Het is nog best een uitdaging om dat te bepalen. De meeste derivaten zijn gebaseerd op traditionele benchmarks, waarin bijvoorbeeld ook tabak of andere minder duurzame activiteiten zitten. Als financiële industrie hebben we op dat gebied nog wel stappen te zetten.'

'De markt moet transparanter worden als het gaat om duurzaamheid', zeggen Bos en Tijs. 'Daarom zijn we blij met de European Taxonomy die nu ontwikkeld wordt; nieuwe richtlijnen die aangeven wanneer je iets duurzaam mag noemen. In België zijn onlangs ook nieuwe richtlijnen van FabelFin geïntroduceerd, die vastleggen wanneer je een fonds duurzaam mag noemen. Een jaar of tien geleden hebben wij zelf al de Principles of Responsible Investing (UN PRI) ondertekend. We zien wel dat duurzaamheid overal een grote



Foto: Archief NN Investment Partners

CV

Jeroen Bos is sinds 2008 werkzaam bij NN Investment Partners als Head of Specialised Equity & Responsible Investing. Daarnaast zit hij sinds 2013 in het bestuur van CFA Society VBA Netherlands en zit hij ook in het bestuur van de Work with Nature Foundation. Eerder bekleedde Bos functies bij UBS Investment Bank, J.P. Morgan Chase en MeesPierson. Bos is in het bezit van een CFA- en CAIA-certificaat en is een afgestudeerd Bedrijfseconoom (VU) en Certified Pension Executive (CPE).

We doen inmiddels ook onderzoek met Yale, de Amerikaanse universiteit. We kijken hoe ESG kan helpen de financiële resultaten te verbeteren.

vlucht neemt, maar dat dit tevens in vele verschillende vormen gebeurt. Daarom zijn extra richtlijnen zeer welkom om meer transparantie te creëren. Velen roepen maar wat, dus meer transparantie over hoe ESG in de praktijk wordt geïntegreerd, zou het kaf van het koren scheiden.'

Het waren niet alleen de klanten van asset managers als NN IP die aandrongen op aandacht voor duurzaamheid. 'Wij zijn er ook van overtuigd dat duurzaamheid tot een betere risico-rendementsverhouding van de portefeuille leidt en dus waarde toevoegt', zegt Bos. 'We hebben dat bijvoorbeeld laten onderzoeken door de Universiteit van Maastricht. Uit onderzoek bleek dat als je goed kijkt naar ESG-gedrag en ESG-momentum bij bedrijven die bezig zijn zich op dat gebied te verbeteren, de risico-rendementsverhouding verbetert. Voor ons als asset manager betekent dat simpelweg dat onze beleggingsresultaten beter zijn. We doen inmiddels ook onderzoek met Yale, de Amerikaanse universiteit. We kijken hoe ESG kan helpen de financiële resultaten te verbeteren. Natuurlijk is het waar dat veel klanten op duurzaamheid aandringen, maar het is ook simpelweg onze fiduciaire plicht om dat te doen. Vroeger zei men weleens dat aandacht voor duurzaamheid een schending van de fiduciary duty was. Maar gezien de potentie om het risico-rendementsprofiel van portefeuilles hierdoor te verbeteren, vinden wij het juist een schending van deze plicht als we ESG-integratie níet zouden meenemen in het beleggingsbeleid.'

De publicatie van de zeventien Sustainable Development Goals (SDGs) van de Verenigde Naties in 2015 heeft die trend nog verder versterkt. 'Partijen gaan zich nog veel meer afvragen hoe het zit met de impact van hun beleggingen', zegt Bos. 'Klanten willen, naast het behalen van een aantrekkelijk financieel rendement, meer bijdragen aan bepaalde SDGs.' Hij legt uit dat het lang niet meer alleen Nederlandse pensioenfondsen zijn die dat willen, maar dat soortgelijke instellingen in bijvoorbeeld Azië en Amerika meer en meer dezelfde weg lijken in te slaan.

Waardeketens

In tegenstelling tot veel vermogensbeheerders, waar de analisten vaak gespecialiseerd zijn in traditionele beleggingscategorieën als olie en gas, nutsbedrijven, industrials of techbedrijven – zeg maar: de traditionele MSCI-sectoren – kijken de analisten bij NN IP naar samenhangende waardeketens. Zo kijkt energieanalist Tijs ook naar nutsbedrijven in de

energiesector en naar industriële of technologiebedrijven die een belangrijke rol spelen op het gebied van energie, zoals windmolenbouwers of producenten van zonnepanelen. Zijn collega's bij NN IP zijn gespecialiseerd in waardeketens als consumententrends of gezondheidszorg.

'In de energieregio kom je bedrijven tegen die echt carbon-risico lopen. Dat zijn niet alleen olie- en gasbedrijven, maar ook nutsbedrijven die elektriciteit opwekken met behulp van fossiele brandstoffen. Die worden bedreigd. Tegelijkertijd zie ik dat bedrijven in de sector van de renewables van die trend profiteren. Ik zie ook de beweging in de sector, zoals Shell, die nu toch weer meer in renewables wil, en energiebedrijven als RWE en Vattenfall, die ook zeggen 'óm' te zijn', aldus Tijs.

'Dat brengt me op het tweede aspect van onze filosofie', vervolgt hij meteen. 'Wij zoeken bedrijven met, zoals super-belegger Warren Buffet dat noemt, een 'moat', een slotgracht, een soort garantie dat hun voorsprong bijvoorbeeld niet door nieuwe technologie onderuit wordt gehaald. Porter noemt het 'competitive advantage'. Dat kan een ijzersterk merk zijn, of een platform dat zo groot is dat concurrenten niet snel iets anders zullen bedenken. Zo kijken wij binnen de energiesector vooral naar bedrijven met een technologie of een positie die een ander niet snel kan kopiëren. Dan kijk je op een andere manier naar bedrijven, niet of het ene oliebedrijf misschien een beetje goedkoper lijkt dan het andere. Wij zoeken winnaars. Daarvan hebben we er ook niet zoveel nodig om een goede geconcentreerde portefeuille te maken.'

Als gevraagd wordt of andere vermogensbeheerders die 'winnaars met een moat' ook niet herkennen, antwoordt Bos: 'Dat zou je misschien verwachten, maar gezien het feit dat onze fondsen gemiddeld genomen beter presteren dan de markt, blijkt dat toch niet helemaal het geval te zijn. Dat heeft misschien te maken met onze diepgaande research en manier van werken.' Tijs valt hem bij. 'Een traditionele sectoranalist vindt aardolie en aardgas interessant, en kiest voor het ene oliebedrijf omdat het lager is gewaardeerd dan het andere. Een aantal van onze investeringen in renewable diesel presteert beter dan de benchmark, zoals het Finse Neste². Dat begrijpen sommige traditionele analisten niet. Maar dergelijke diesel, die voor zo'n 80% gemaakt wordt uit residuen zoals gebruikte plantaardige oliën en slachtafval, kan gewoon gebruikt worden met bestaande motoren en is bovendien minder vervuilend bij verbranding. Terwijl traditionele oliebedrijven, waar heel veel kapitaal in zit, steeds minder rendement maken, heeft Neste een heel hoog rendement op het geïnvesteerde kapitaal.'

Voorsprong

Neste, van origine een gewoon oliebedrijf, ging zich vijftien jaar geleden al richten op hernieuwbare diesel en kerosine. De eerste jaren kostte dat alleen maar geld, onder meer voor het ombouwen van raffinaderijen en het opzetten van goede

Wij zoeken bedrijven met een 'moat', een slotgracht, een soort garantie dat hun voorsprong bijvoorbeeld niet door nieuwe technologie onderuit wordt gehaald.

aanvoerlijnen, maar het maakt de laatste jaren winst met die producten. 'Hoewel 80% van de omzet van Neste nog uit gewone olie komt, komt pakweg 80% van de winst uit die hernieuwbare diesel en kerosine', vertelt Tijs. 'Omdat het heel veel tijd en geld kost om raffinaderijen te bouwen, de noodzakelijke supply chain goed op orde te krijgen en eigen technologie te ontwikkelen, heeft Neste een grote voorsprong op de concurrenten. Personenauto's zullen binnenkort wel in toenemende mate elektrisch rijden, maar diesel en kerosine blijven nog heel lang belangrijk voor vrachtwagens en vliegtuigen.'

Het Israëliëse techbedrijf SolarEdge², dat ook in Tijs' energieportefeuille zit, is volgens hem nog zo'n investering die het beter doet dan de benchmark. 'In zonnepanelen is vanwege de sterke concurrentie vrijwel niets te verdienen, maar de technologie eromheen is interessant', zegt Tijs. 'Vroeger daalde de productiviteit van alle zonnepanelen die op één omvormer waren aangesloten, als er maar één paneel in de schaduw lag. Daarom kregen zonnepanelen vervolgens allemaal een eigen omvormer. Dat is duur. SolarEdge heeft een technologie ontwikkeld die met één omvormer dezelfde voordelen behaalt. Die technologie is met patenten beschermd. Huawei heeft vorig jaar een vergelijkbare omvormer gelanceerd, tot nu toe zonder veel succes, terwijl SolarEdge rechtszaken heeft aangespannen wegens het breken van patenten. Ik zeg niet dat deze technologie het twintig of dertig jaar volhoudt, maar voorlopig wordt SolarEdge, dat onder meer marktleider is in de VS en in Nederland, niet weg geconcurrerd.'

Bos en Tijs beklemtonen dat zij binnen het Specialized Equity-team investeren in beursgenoteerde bedrijven. 'En we kijken niet eens zozeer naar bedrijven die al heel ver zijn met ESG, maar ook naar bedrijven die sterk bezig zijn te verbeteren op dit vlak', zegt Bos. 'Studies van de Universiteit van Maastricht wijzen namelijk uit dat die bedrijven de grootste rendementsverbetering laten zien. Daar profiteren onze klanten van.' «

1 Enkel ter illustratie. Fondsnaam, uitleg en argumenten worden als voorbeeld gegeven en vormen geen aanbeveling om het fonds te kopen, te houden of te verkopen.

2 De genoemde voorbeelden zijn enkel ter illustratie. Bedrijfsnaam, uitleg en argumenten worden als voorbeeld gegeven en vormen geen aanbeveling om het aandeel te kopen, te houden of te verkopen. Het financieel instrument kan op ieder moment en zonder voor aankondiging uit de portefeuille zijn of worden verwijderd zijn/worden.

David Stillwell, Universiteit van Cambridge

Beleggers zijn bereid om tussen de 2 à 3% aan rendement in te leveren, als dit gepaard zou gaan met meer duurzame beleggingen.

(Editie 6, pagina 9)

Ronde Tafel Uitbesteding Selectie en Monitoring Externe Managers bij Fiduciair Management

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.

(Editie 1, pagina 26)

Angélique Laskewitz, VBDO Klimaat en armoede zijn in steeds hogere mate onderling gerelateerd en dit zal in de toekomst alleen maar toenemen.

(Editie 4, pagina 69)

Katrín Jakobsdóttir, Premier IJsland

Sociale media lijken een prachtige manier om mensen een eigen stem te geven, maar het blijkt dat mensen elkaar vooral napraten.

(Editie 3, pagina 10)

Ronde Tafel Fiduciair Management

Ook als je volledig via open-architecture werkt, heb je als fiduciair een verdienenmodel.

Alleen moet je om geld te verdienen wél efficiënt zijn.

(Editie 1, pagina 44)

Ronde Tafel Alternative Fixed Income

Alle grote schommelingen die kenmerkend zijn voor liquide markten en die vaak het gevolg zijn van emoties en gepercipieerde liquiditeit die er niet is, worden er in illiquide markten uit gehaald.

(Editie 2, pagina 38)

Kate Raworth, Universiteit van Oxford

Westerse landen moeten leren te leven binnen de beperkingen die het milieu oplegt. De traditionele ontwikkelingslanden moeten leren om sociale vooruitgang te bewerkstelligen zonder dat het milieu wordt belast. Feitelijk zijn alle landen ontwikkelingslanden.

(Editie 1, pagina 10)

Ronde Tafel Fixed Income De markt of de economie is verslaafd geraakt aan een lage rente-omgeving.

(Editie 5, pagina 60)

VOORZITTER: Martin Mlynár, CEO, Corestone Investment Managers

DEELNEMERS: Karin Bouwmeester, Sustainability Manager, ABN AMRO Bank
Francis Condon, Sustainable and Impact Investing Research Analyst, UBS
Liza Jansen, Investment Strategist, PGGM
Rishma Moennasing, Lead Funds & Sustainability, Rabobank Group

BEGIN NÚ EN MET DE DATA DIE JE AL HEBT!

Door Baart Koster

Tijdens de paneldiscussie 'How to develop Measurable Standards for Climate Change & Energy Transition?' sprong één kernboodschap eruit: begin liever vandaag dan morgen met de voorbereidingen op onvermijdelijke beleidswijzigingen. Natuurlijk vraagt het vinden van de juiste aanpassingen in je beleggingsbeleid en het formuleren van werkbare parameters de nodige aandacht. Maar voor het wachten op standaardisering ontbreekt simpelweg de tijd.



De paneldiscussie maakte deel uit van het door Financial Investigator georganiseerde seminar 'Climate Change and Energy Transition in a Disruptive World' en stond in het teken van de daaraan voorafgaande presentatie van Sagarika Chatterjee, Director Climate Change bij Principles for Responsible Investment (PRI). Chatterjee probeert beleggers en financiële markten ervan bewust te maken dat zij moeten voorsorteren op wat komen gaat. Niet alleen om financiële problemen te voorkomen, maar ook om het hoofdprobleem, klimaatverandering, tijdig aan te pakken. Het PRI-project om dat te bereiken draagt de titel 'The Inevitable Policy Response'. Naast een forse energietransitie krijgen beleggers en markten hoogstwaarschijnlijk ook te maken met plotselinge en robuuste beleidswijzigingen. Een groot deel van de financiële sector verwacht namelijk dat de overheidsreactie op de klimaatverandering niet langs de weg der geleidelijkheid zal verlopen. Hoe bereiden organisaties zich daarop voor? Het was de eerste van drie vragen die moderator Martin Mlynár, Co-Founder en CEO van Corestone Investment Managers, zou voorleggen aan het panel.

Regels geven richting

Rishma Moennasing, Lead Fondsen en Duurzaamheid bij Rabobank, legt de focus op CO₂-reductie. 'Wij streven naar het opbouwen van beleggingsportefeuilles met een lagere CO₂-footprint dan de benchmark en hebben de ambitie om die footprint nog verder te verminderen. We willen niet alleen zaken vermijden in portefeuilles, maar ook bedrijven en industrieën verbeteren. We vragen daarom aan vermogensbeheerders om zoveel mogelijk het fysieke risico van bedrijven te meten. Die meetdata leveren vervolgens de grondslag voor een gesprek met die bedrijven om hen voor te bereiden op transitierisico's en zo gezamenlijk de doelen van het Akkoord van Parijs te bereiken.' Karin Bouwmeester, Manager Sustainability voor ABN AMRO Private Banking, wijst erop dat het

actieplan van de EU al de nodige richtinggevende regelgeving met zich meebrengt. Bijvoorbeeld over de openbaarmaking van klimaatgerelateerde informatie. 'We zijn ook bij een TCFD-pilot (Task Force on Climate-related Financial Disclosure) betrokken, die ons richting geeft in deze fase van voorbereiding op klimaatverandering en energietransitie, en die ons bovendien helpt om te bepalen welke scenario's nadere bestudering verdienen.' Daarnaast is de EU Taxonomie in ontwikkeling, het geharmoniseerde classificatiesysteem waarmee bepaald wordt wat er precies onder duurzame economische activiteiten valt. Ook dat zal in de komende jaren een richtingaanwijzer zijn, denkt Bouwmeester. 'Verder hebben we regelmatig contact met verschillende vermogensbeheerders om te zien welke producten zij ontwikkelen en om deze aan te bieden op ons platform.'

Wedden op één scenario?

Liza Jansen werkt als Beleggingsstrateeg voor PGGM en is daarmee, zoals gespreksleider Mlynár opmerkt, de enige eigenaar van assets in het panel. Hoe bereidt PGGM zich voor op een ongewisse toekomst? 'Wij hielden ons in het verleden vooral bezig met de vraag: hoe kunnen wij als belegger bijdragen aan het tegengaan van klimaatverandering? Maar inmiddels is ook de financiële materialiteit een punt van aandacht', begint Jansen. Op dat terrein ontplooit PGGM verschillende acties, waaronder het maken van scenario-analyses en het uitvoeren van stresstests voor de transitierisico's inzake CO₂. 'Ook integreren we klimaatverandering in de beslissingen van onze beleggingsteams, waarbij we risicobewustzijn met betrekking tot klimaatverandering willen vergroten.' Jansen vindt het een risico om klimaatverandering in je ALM en je strategische asset allocatie te integreren. 'Want dan moet je voor één scenario kiezen, terwijl het hoogst onzeker is welk klimaatscenario zich zal voltrekken. Het maakt je veel minder

flexibel om in dat geval met je asset allocatie voorbereid te zijn op andere scenario's en risico's. Daarom adviseren wij onze investment teams zowel te kijken naar het energietransitie- als naar het fysieke risico, want beide zullen belangrijk blijken. Focus dus niet op slechts één risicoscenario.'

Francis Condon, Executive Director Sustainable Investment Research bij UBS Asset Management, prijst het werk van PRI als zeer waardevol, maar ziet de door de PRI als 'onvermijdelijk' betitelde beleidsreactie toch anders. 'De onvermijdelijkheid van een late, krachtige en disruptieve beleidsreactie staat allerminst vast, aangezien het volkomen onzeker is wat klimaatverandering precies gaat betekenen. De macrocijfers die wij hierover hebben, verschillen behoorlijk als het over de impact daarvan gaat. Sommige cijfers wijzen uit dat klimaatverandering 2 procent van het BBP zal kosten, maar als markten op hol slaan, kan klimaatverandering wel 17 tot 19 procent van het BBP gaan kosten.' Als multi-client en multi-product manager adresseert UBS AM die onzekerheden door ESG zowel in haar aandelen- als vastrentende portefeuilles te integreren. 'Daarbij kijken we waar die integratie voor specifieke sectoren en individuele emittenten financieel het meest van belang is en letten we op de CO₂-footprint van onze portefeuilles, hoewel we erkennen dat dit een ruwe maatstaf is voor het klimaatrisico. Ook hanteren we een rules-based aandelenstrategie, waarmee we onze portefeuilles qua ESG op elkaar afstemmen met de nadruk op de verscheidenheid aan klimaatrisicomaatregelen.'

Eerst een level playing field

Vervolgens wilde Mlynár weten hoe de deelnemers omgaan met 'what-if'-scenario's en welke maatstaven ze daarbij hanteren. Het ontwikkelen van standaardmaatstaven is complex, reageert Moennasing. 'Er zijn veel initiatieven, maar vooralsnog ontbreekt een eenduidige metriek voor het berekenen en beprijzen van CO₂. Daarom richt Rabobank zich nu primair op beleid om beleggingen te hebben met een lagere CO₂-uitstoot dan het marktgemiddelde. Een eenduidige manier van het berekenen en beprijzen van CO₂ heeft onze voorkeur. Dit creëert een level playing field voor bedrijven in dezelfde sector en het vergemakkelijkt het vergelijken van data tussen bedrijven. Ook vermindert dit de kans op 'carbon leakage', het risico dat bedrijven verhuizen naar landen met een milder klimaatbeleid.' Er ligt hier duidelijk een uitdaging, besluit Moennasing, want helaas is CO₂-uitstoot momenteel nog heel verschillend geprijsd, met grote verschillen tussen landen.

Condon constateert dat de wisselwerking tussen beleggingsdoelen en klimaatdoelen een rol speelt. Die twee blijken niet altijd goed samen te werken. 'De praktijk vraagt vaak om een trade-off tussen die twee', zegt Condon en hij illustreert dat vervolgens met enkele voorbeelden van klimaatgeoriënteerde portefeuilles die ieder hun eigen hoge idiosyncratische risico's hebben. 'Wij proberen vat te krijgen op die risico's door te kijken naar de CO₂-footprint. Daarover zijn immers de meeste data beschikbaar en zijn de schattingsmodellen het verst ontwikkeld. Meer specifiek letten wij op de CO₂-intensiteit en trends daarin. Daarbij hanteren we voor

onze klimaatgeoriënteerde 'Climate Awareness'-strategieën een eigen scenario-analyse: The Glide Path. Daarmee kijken we hoe dicht bedrijven bij een pad van maximaal twee graden opwarming zitten. We letten daarbij op de exposure naar fossiele brandstoffen, wie er op de grotere fossiele brandstofreserves zit en op de exposure naar hernieuwbare energiebronnen. Al die informatie gebruiken we als wegwijzer voor onze asset allocatie, om te kiezen voor bedrijven die volgens ons op de goede weg zijn en niet voor bedrijven die de verkeerde kant opgaan. En natuurlijk kijken we ook naar de positieve bijdrage die bedrijven leveren aan duurzame energie.'

Gebrek aan standaardisatie biedt kansen

Ook ABN AMRO heeft verschillende TCFD-scenario's gedefinieerd voor fysieke risico's en transitierisico's. Daarmee berekent de bank de impact van verschillende opwarmingsscenario's tot respectievelijk 2, 3 en 4 graden en voert het stresstests uit. 'Het begint allemaal met een helder inzicht in waar we nu staan', aldus Bouwmeester. 'Daarom hebben we al onze portefeuilles doorgelicht op diverse risico's en op de vraag in hoeverre die zijn afgestemd op het Akkoord van Parijs. Daarmee zitten we nu in de analysefase; vanaf 2020 gaan we hierover rapporteren aan onze klanten. Die informatie moet klanten bijvoorbeeld gaan helpen om gericht over te stappen van meer traditionele naar koolstofarme producten in hun portefeuille.' PGGM heeft ook ambities op het gebied van meetbaarheid, maar op portefeuileniveau is het nog altijd heel moeilijk om een eenduidige maatstaf in een tool te integreren waarmee je je volledige risico kunt bepalen, zegt Jansen. 'Daarom kijken we per vermogenscategorie welke meest bruikbare data en statistieken we hebben. En dat is ook prima, want elke categorie heeft haar eigen risico's.' Jansen breekt een lans voor een nuchtere hands-on benadering van dit vraagstuk, want er wordt te veel over standaardisatie gepraat, vindt ze. 'Je kunt alleen kennis opbouwen en je meetmethoden en maatstaven verfijnen als je er gewoon mee begint. We moeten zo snel mogelijk ervaring opdoen met wat voor ons werkt en vervolgens op die kennis voortbouwen.'



En dan kan blijken dat je de gekozen aanpak voor onroerend goed bijvoorbeeld ook prima voor infrastructurele activa kunt implementeren. Begin nu en doe dat met de gegevens die je al hebt, dat is echt mijn boodschap.'

Op Mlynárs slotvraag in hoeverre de deelnemers erin slagen hun eigen maatstaven te ontwikkelen en hoe zij daarnaar kijken, herhaalt Moennasing dat die vooralsnog in ontwikkeling zijn, om daar twee interessante nuanceringen aan toe te voegen. Ten eerste dat data de echte uitdaging vormen. Want voor een scherp beeld van veranderingen in de reductie van de CO₂-footprint moet je ook de onderliggende footprint van een bedrijf in beeld hebben. Hoe hoog is die werkelijk? Die vraag valt in de praktijk lastig te beantwoorden. Een bedrijf kan volgens scope 1 en 2 een lage footprint hebben, maar volgens scope 3 een hoge. Oftewel: wanneer we de gehele keten in ogenschouw nemen, kunnen bedrijven juist een hoge CO₂-uitstoot hebben. Daarnaast denkt Moennasing dat het zelfs wel voordelen biedt om niet voor alles een standaard te hebben. 'Dat biedt ook een kans, want we zijn allemaal beleggers op zoek naar inefficiënte markten. Dus wanneer je in staat bent te investeren in ESG-gegevens en in waarderingsmodellen, dan kan dat helpen bij de zoektocht naar alpha en om risico's te beperken, hetgeen het risicorendementsprofiel van portefeuilles verbetert.' Dat neemt niet weg dat Moennasing positief is over de toekomst, gezien de ijver waarmee vermogensbeheerders momenteel modellen ontwikkelen. Een toekomst van geavanceerdere ESG-modellen om klimaatrisico's te meten en te integreren in duurzame beleggingsbeslissingen, is volgens haar nabij.

Wachten is geen optie

Ook Bouwmeester vindt dat standaardisatie niet van meet af aan nodig is. 'Niet dat we zonder kunnen, uiteindelijk helpt het ons. Hoe zouden we anders producten, organisaties en bedrijven moeten vergelijken? Maar we moeten nu aan de slag met de data die we hebben.' Op dit moment is de situatie nog zo dat iedere beleggende organisatie haar eigen dataleverancier heeft als het

gaat om de metrisch belangrijkste footprint van dit moment, CO₂. Dat leidt tot andere uitkomsten, ziet Bouwmeester. 'Iedereen gebruikt zijn eigen bron en rapporteert verschillende cijfers. Hoewel dit het belang onderstreept van standaardisering, is daarop wachten beslist geen optie.' Overigens voorziet ze ook voor de toekomst geen uniforme standaard, maar verwacht ze dat, gezien het belang van het thema, er verschillende normen ontwikkeld zullen worden, geformuleerd door verschillende organisaties en instanties.

Tot slot stimuleerden zaalvragen onder meer tot nadenken over de uitruil van klimaatverandering en beleggingsrendement. Condon gaf zijn gehoor onder andere mee dat je door vrij overzichtelijke accentverschuivingen van bijvoorbeeld kolengestookt naar hernieuwbare energie, al redelijk veel kunt doen om een portefeuille behoorlijk meer klimaatgeoriënteerd te krijgen bij een aantrekkelijk rendement. Overigens zijn veel klanten best bereid daar beleggingsrendement voor op te geven, maar wringt de schoen bij de hoeveelheid rendement die ze kunnen opgeven voordat ze met de financiering van hun verplichtingen in de problemen komen. Juist voor dergelijke klanten is een uitgekende balans tussen klimaatdoelstellingen en rendement belangrijk.

Vermijd verliezers

Daarop aansluitend stond Jansen nog even stil bij groene investeringen in het perspectief van risico en rendement. Ze is er niet van overtuigd dat een groene beslissing ook altijd de beste financiële beslissing is. Niettemin neemt ze toch graag het risico. 'Ik zou altijd voor een focus op klimaatrisico kiezen, omdat ik denk dat het vermijden van de verliezers in je portefeuille zal werken en het financiële rendement van je portefeuille zal verbeteren.' Bij dit alles moeten we ons overigens goed blijven realiseren dat we over de toekomst nooit zekerheden hebben, besluit Condon. 'Klimaatverandering is een toekomstgerichte kwestie waarvoor geen risicomodel bestaat. Er is echt nog veel werk te doen.'



Energietransitie gaat sneller dan beleggers denken

DOOR RENÉ BOGAARTS

2020 kan het omslagjaar worden in de energietransitie. Institutionele beleggers beginnen fossiele brandstoffen al te mijden, maar weten volgens Sebastiaan Masselink, Senior Impact Investment Manager bij ACTIAM, nog niet hoe ze hun portefeuille toekomstbestendig kunnen vormgeven

‘De energietransitie zou weleens een stuk sneller kunnen verlopen dan de meeste mensen denken’, zegt Sebastiaan Masselink. ‘Bedrijven die decennialang de energiemarkt domineerden, zeggen dat het allemaal niet zo snel zal gaan. Veel institutionele beleggers gaan mee in die gedachte, al zie ik wel dat sommige daar vraagtekens bij zetten. Ze zijn daarom al begonnen de meest risicovolle fossiele brandstofspelers uit hun portefeuille te weren. Aan de andere kant van het spectrum, dat van nieuwe toepassingen en technologieën, vragen vele institutionele beleggers zich nog af wat ze moeten doen.’

Masselink was een van de sprekers tijdens het seminar Climate Change & Energy Transition in a Disruptive World, dat eind oktober door Financial Investigator werd georganiseerd. Als Senior Impact Investment Manager bij vermogensbeheerder ACTIAM let hij vooral op de kansen die de energietransitie biedt. In een razendsnel betoog legde hij zijn toehoorders uit welke uiteenlopende factoren er allemaal achter die aanstormende energietransitie zitten, en dat je daar als investeerder op in kunt spelen door te kijken naar bewezen energie-efficiëntere technologieën of naar nieuwe, duurzame technologieën.

Masselink begrijpt overigens wel dat traditionele olie- en gasbedrijven zeggen dat er nog decennialang behoefte zal blijven aan hun producten. ‘Ze hopen hun kostbare infrastructuur zo lang mogelijk operationeel te houden. Maar bij sommige nutsbedrijven is de energietransitie al duidelijk te zien. Ik herinner me dat de traditionele kolencentrales in 2014, 2015 zeiden dat grootschalig gebruik van wind- en zonne-energie nog wel tien of twintig jaar zou duren. Nu zie je dat zij die de boot hadden gemist, zich heel snel proberen te herpakken. Een overlevingsstrategie, nadat ze de veranderingen aanvankelijk te laat zagen aankomen. Zoiets kan in de olie-, gas- en automotive-industrie ook gebeuren.’

Hoe je het ook wendt of keert, alleen al de demografische ontwikkelingen maken de energietransitie volgens Masselink onontkoombaar. De wereldbevolking, die van vier miljard mensen in 1974 naar zeven miljard in 2015 steeg, groeit naar verwachting door tot maar liefst negen miljard mensen in 2050. Tegelijkertijd verdubbelt het gemiddeld inkomen tussen 2011 en 2050 en zal het energiegebruik van 2007 tot 2035 met 50% toenemen. De elektriciteitsbehoefte verdubbelt tussen 2005 en 2050. Tegenwoordig wordt 9,2 miljard ton CO₂ per jaar geproduceerd, een hoeveelheid die bovendien stijgt, terwijl de aarde maar ongeveer vijf miljard ton kan opnemen. Voor zover bedrijven niet door internationale afspraken en regelgeving verplicht worden om te verduurzamen, zullen ze er volgens Masselink wel door steeds bewustere consumenten of investeerders toe gedwongen worden. ‘Als asset managers weten we hoe we waarde kunnen opbouwen. Maar wat hebben we daaraan als we onze belangrijkste asset, de aarde, leeghalen?’

Twee manieren

Tijdens zijn presentatie hield Masselink zijn publiek voor dat ze op twee manieren kunnen profiteren van de energietransitie: inspelen op de energie-efficiëntie van bewezen technologieën als led-verlichting, recycling en



Alleen al de demografische ontwikkelingen maken de energietransitie onontkoombaar.

warmtepompen, of inzetten op nieuwe, duurzame, eventueel disruptieve technologieën als wind- en zonne-energie, elektrische en zelfsturende auto's, li-ionaccu's en waterstof. Met uitgebreide slides liet hij zien dat dit op korte termijn oude bedrijfsmodellen uit de markt kan drukken.

'Je moet als belegger echt weten wat er speelt, of anders die kennis extern inwinnen', aldus Masselink. 'Je hebt aan de ene kant allemaal verschillende wetten en regels, terwijl er op andere gebieden ook van alles kan veranderen. Tot ieders schrik voerde Spanje bijvoorbeeld enkele jaren geleden ineens belasting in voor zonne-energie. Door verdere technologische verbeteringen is de prijs per kWh nu gelukkig zo laag, dat dit niet langer deert.'

'Het is belangrijk om naar de lokale mogelijkheden te kijken. In Duitsland en Denemarken komt op een goede dag, als het voldoende waait en de zon schijnt, bijna de helft van de energievoorziening voort uit hernieuwbare energie. In Nederland is dat maar 6 tot 8%', legt Masselink uit. 'Frankrijk heeft een systeem met hele goede feed-in-tarieven. Daar garandeert de overheid een minimumtarief als je stroom aan het net levert. Dat is natuurlijk een mooie incentive om nieuwe installaties neer te zetten. Duitsland had die tarieven ook, maar heeft ze afgebouwd omdat ze niet meer nodig waren. Nederland daarentegen is een klein land met korte afstanden, een fantastisch testgebied voor elektrische auto's. Niet voor niets is Nederland Tesla's bruggehoofd naar Europa.'

Met huis-tuin-en-keuken-logica red je het niet, maakt Masselink na afloop van zijn presentatie duidelijk. 'Elk bedrijf of project moet apart worden geanalyseerd. Dat vereist kennis van verschillende technologieën, van de markten erachter, lokale omstandigheden en de kwaliteit van het management van het bedrijf of project. Daar is een rol weggelegd voor gespecialiseerde managers.'

Omslagjaar

Het feit dat de rente zo laag is, maakt de energietransitiemarkt volgens Masselink in deze tijden helemaal interessant. 'De traditionele beleggingscategorieën hebben op dit moment over het algemeen lage rendementen. De energietransitiemarkt is nu nog zo gefragmenteerd en zo gespecialiseerd, dat je er heel goede returns kunt halen. Tenminste, als je weet waar je naar moet kijken.'

'Zonne- en windenergie zullen heel snel in grote volumes beschikbaar komen, daar is geen enkele belemmering meer

voor', zegt Masselink. 'Maar de consequentie daarvan is dat er op bepaalde momenten heel veel aan het netwerk geleverd wordt. Opslag van energie is het eerstvolgende aandachtspunt. Dat zal in eerste instantie om accu's gaan. Dan hebben we het niet alleen over setjes lithium-ion-batterijen waarvan de prijs elke twee jaar halveert, maar ook over software, over artificial intelligence die deze sets automatisch gaat aansturen. Dat biedt voor beleggers allerlei kansen. Bijvoorbeeld door te beleggen in de winnaar van die softwareapplicaties.' Tijdens zijn presentatie vertelde hij dat onderzoek van de Amerikaanse universiteit Stanford erop wijst dat 2020 een omslagjaar zal zijn. 'Dan zijn de opwekking en opslag van wind- en zonne-energie goedkoper dan alleen al de distributie van elektriciteit uit fossiele brandstoffen.'

De productie van waterstof, een gas dat bij verbranding niets anders dan water uitstoot, wordt een nieuwe vorm van energieopslag. 'Nu al wordt er in Nederland met behulp van aardgas waterstof geproduceerd, de zogenoemde grijze waterstof. Als je de CO₂ daarvan afvangt, krijg je blauwe waterstof. De provincie Groningen wil hier graag mee aan de slag', vertelt Masselink. 'Tegen de tijd dat we snappen hoe het precies moet met opslag en distributie, is de capaciteit



SEBASTIAAN MASSELINK

van hernieuwbare energie, als wind op zee, gestegen van zes naar zestien gigawatt. Voldoende om groene waterstof te maken. Zo zal de transitie vermoedelijk verlopen. In Nederland kunnen we voor waterstof heel veel voordelen benutten van de bestaande gas-infrastructuur. Als we daarvan ten volle willen profiteren - en waterstof is wat mij betreft dé oplossing - moeten we wel heel veel capaciteit aan wind- en zonne-energie aanleggen. Daar ontbreekt het nu nog aan. We lopen heel erg achter in de EU. Volgens mij staan we op de 25ste plaats, van de 27 lidstaten.'

Risico's

Op de vraag naar de risico's van beleggen in nieuwe technologie antwoordt Masselink: 'Wanneer moet je instappen? De uitdaging van veel nieuwe technologie is dat er vaak nog te weinig schaal te maken is. Naarmate je meer schaal maakt, daalt de prijs en wordt technologie toegankelijker voor een groter publiek. Dat wil je als belegger. Veel technologie is in handen van private equity- of private debt-partijen. Als de technologie naar de beurs gaat, wordt het toegankelijk voor grote investeerders en komen er mogelijkheden om op te schalen. Tesla is daar een mooi voorbeeld van. Hoe vaak is al niet voorspeld dat het merk het niet ging halen? Hoe vaak heeft het geen nieuwe aandelen moeten uitgeven? Toch slaagde het er altijd in een volgende mijlpaal te halen, waarna de waardering weer omhoog schoot.'

Het omslagpunt naar elektrisch rijden ligt volgens Masselink vlakbij. 'In Nederland kosten elektrische auto's inmiddels bijna net zoveel als gewone benzineauto's, terwijl de gebruikskosten als tanken en onderhoud aanzienlijk lager zijn. Zelfrijdende auto's, waarvoor lidar-technologie nodig is, een combinatie van laser en radar, zijn de volgende stap. Ook dat gaat snel, want ook de kosten van die technologie halveren elk jaar.'

'Als je niet van grote volatiliteit houdt, wil je daar als belegger misschien van weg blijven', zegt Masselink. 'Dan

Zonne- en windenergie zullen heel snel in grote volumes beschikbaar komen, daar is geen enkele belemmering meer voor.

is investeren in energie-efficiëntie voor veel institutionele beleggers misschien interessanter. Beleggen in energiebesparing levert niet alleen een lagere uitstoot van CO₂ op, maar ook een kostenbesparing doordat bedrijven efficiënter zijn. Bij de productie van bijvoorbeeld voedsel of staal worden nog steeds fossiele brandstoffen gebruikt, en vaak zelfs van een heel slechte soort. De eerste stap, die sommige bedrijven al hebben gezet, is de overstap naar gas. Maar ze kunnen ook overstappen op warmtepompen, nu die zoveel beter en goedkoper geworden zijn. Met goed thermisch management zou zelfs op grote schaal warmte gerecycled kunnen worden, zodat je maar een fractie van de brandstof nodig hebt. Dergelijke investeringen hebben een terugverdientijd van vijf jaar. In deze markt is dat een heel goede investering.'

Transitie

Er zijn volgens Masselink wel institutionele beleggers met een afdeling die zich richt op private equity, maar over het algemeen gaat het om slechts een deel van de beleggingen. Grotere bedragen kunnen institutionele beleggers kwijt in beursgenoteerde bedrijven. 'Dan kan het verstandig zijn om te kijken naar bedrijven die een transitie in gaan', zegt hij. 'Een mooi voorbeeld vind ik het Belgische bedrijf Umicore, dat in een heel vieze industrie werkte. Het produceerde allerlei metalen, met schadelijke effecten voor de volksgezondheid. Umicore heeft zijn kennis van metalen weten in te zetten om een batterijbedrijf te worden. Dat is zeer succesvol verlopen. Zo'n bedrijf evolueert naar een hogere toegevoegde waarde en verdient daarmee de aandacht van beleggers. Al was het maar omdat zo'n transformatie niet zonder beleggers kán.'

Er is in het algemeen een groot verschil of je in energiebesparende technologie belegt of in schone, nieuwe technologie, stelt Masselink. 'Bij energie-efficiëntie leveren de besparingen een vaste, voorspelbare cashflow op. Als je een gebouw energiezuinig maakt, kun je met het geld dat je overhoudt leningen aflossen. Investeringen op dat gebied hebben vaak de vorm van een lening. Nieuwe technologie zit daarentegen vaak in de equity-hoek. De returns zijn er veel hoger, omdat ook de risico's veel hoger zijn.'

Maar Masselink nuanceert zijn uitspraak meteen. 'Het hangt er ook vanaf. Een technologie als zonne-energie heeft zich razendsnel van iets nieuws naar iets voorspelbaars ontwikkeld. Zo voorspelbaar dat equity bij veel projecten al nauwelijks meer een rol speelt.' «





Foto: Archief Jeroen van der Put

COLUMN

DOOR JEROEN VAN DER PUT, BESTUURDER, ADVISEUR PENSIOENFONDSEN EN VOORZITTER COMMISSIE RISICOMANAGEMENT PENSIOENFEDERATIE

Andere propositie als sluitstuk voor de pensioendiscussie

De afgelopen maanden is pensioen weer in kritisch vaarwater terechtgekomen. Na stevige discussies heeft de minister de kortingsdreiging deels van tafel gehaald. Het huidige stelsel hapert. Het wordt tijd voor een nieuw verhaal.

Een korting moeten doorvoeren is heftig. Het fonds breekt zijn belofte aan deelnemers en dat is slecht voor het vertrouwen. Ik begrijp daarom goed dat de discussie zo scherp is geworden. Volgens mij moeten we iets beloven dat beter aansluit op de realiteit van de grillige beleggingsmotor van ons pensioen.

Uit een recent deelnemersonderzoek bleek dat een deel van de deelnemers geen risico met pensioen wil nemen. Ze zijn bang alles kwijt te raken. De kans daarop is echter nul. We hebben toen de vraag gesteld: als de helft van je pensioen zeker is, ben je dan bereid om meer risico te nemen met de andere helft voor een hoger pensioen? Het antwoord daarop was volmondig ja. Met dit inzicht zouden we wellicht de propositie van pensioen moeten veranderen: er is een relatief hard basispensioen met kans op resultaatdeling.

De beleggingen ten opzichte van de pensioenrechten bepalen het risicoprofiel en de prestaties van een pensioenfonds. Door het fonds te waarderen op basis van een daarbij passend verwacht rendement, stijgt de rekenrente van de risicovrije voet 0,5%-punt naar bijvoorbeeld 2,5%. De dekkingsgraad stijgt dan van 100 naar 130. Dat levert direct een heel ander beeld op! Vervolgens delen we die 30% buffer uit, zodat pensioenen gelijk fors stijgen. Voor alle deelnemers. Daarbij zeggen we er wel duidelijk bij dat het pensioen deels hard is, met aanvullende resultaatdeling. Die resultaatdeling is onzeker, maar na een stijging van 30% kan je wel een stootje hebben.

De vraag hierbij is of dit dan wel evenwichtig is. Dat is een terechte vraag. Als ik naar een pensioenfonds kijk alsof het een beleggingsfonds is, zou het antwoord ja zijn. Sterker nog, als je bij zo'n beleggingsfonds een deel van het rendement in de algemene middelen houdt en dus niet uitkeert, dan kom je je daar niet mee weg. Bij

pensioenfonds doen we dat feitelijk met enerzijds buffervorming en anderzijds met een waardering op risicovrije rente. Hiermee stuwen ze buffers voor zich uit, waarbij de laatste deelnemers erg rijk worden. Een soort Warren Buffett-effect. Dat lijkt me geen logisch pensioendoel. Verwacht rendement als rekenrente zonder algemene buffers lijkt daarom een juister vertrekpunt voor de beoordeling van evenwichtigheid. En het blijkt betere pensioenresultaten op te leveren. Het pensioenfonds met de variant van verwacht rendement komt dan tot bijna 10% hoger pensioen uit in alle scenario's, van goed tot slecht weer.

Bij de propositie van een basispensioen met resultaatdeling ga je anders communiceren. In rekensommen laten we voor slecht- en goed weer-scenario's pensioenuitkomsten zien. Het 5% percentiel (slecht weer) is een vrij zeker basisniveau. 95% van de gevallen komt immers hoger uit.

| | Pensioenuitkomst | verschil ten opzichte van 5% percentiel |
|------------------------------|------------------|---|
| 5% percentiel (slecht weer) | € 10.290 | € 0 |
| 50% percentiel (verwachting) | € 12.630 | € 2.340 |
| 95% percentiel (goed weer) | € 18.070 | € 7.780 |

De tabel laat als voorbeeld de uitkomsten zien voor een bepaald fonds. Hierbij tonen we een basispensioen van € 10.290 met een verwachte resultaatdeling van € 2.340 per jaar en met een mogelijke uitloop tot € 7.780. Zoiets. Punt is dat een andere propositie, met bijbehorende communicatie, het probleem van de volatiele beleggingsmotor vertaalt naar heldere verwachtingen. Dat voorkomt de negatieve verrassingen waar we nu steeds over struikelen. «

Het beleggingsuniversum in de energietransitie wordt groter en interessanter

DOOR HARRY GEELS

De transitie naar een economie die minder afhankelijk is van fossiele brandstoffen is in volle gang. Het aantal mogelijkheden voor beleggers die willen deelnemen aan de energietransitie groeit niet alleen, maar wordt ook diverser en vanuit beleggingsperspectief interessanter, zo stelt Stephen Freedman, Senior Product Specialist Thematic Equities Team bij Pictet Asset Management.

Pictet staat bekend om zijn thematische manier van beleggen. Welke trends gaan er schuil achter clean energy?

'Wij onderscheiden voor onze themafondsen veertien megatrends, bijvoorbeeld Bevolkingsgroei, Individualisering en Commercialisatie. Bij Clean Energy komen vijf van deze megatrends samen. Ten eerste Duurzaamheid. We zien dat wereldwijd steeds meer wordt geaccepteerd dat er een relatie is tussen CO₂-emissies en klimaatverandering en dat duurzame energie een steeds belangrijker rol moet krijgen. De tweede relevante megatrend is Gezondheid. De groeiende zorgen dat milieuvervuiling, en in het bijzonder de fijnstofvervuiling, negatieve gezondheidseffecten heeft, hebben geleid tot diverse beleidsmaatregelen. Ook dat speelt duurzame energie in de kaart. Dan de twee megatrends Globalisatie en Economische groei. Beide leiden tot meer energieconsumptie. Men schat dat de wereldwijde vraag naar elektriciteit van nu tot 2050 met maar liefst 62% stijgt, hetgeen vooral op het conto van China, India, het Midden-Oosten en de Afrikaanse landen ten zuiden van de Sahara kan worden geschreven. Tot slot de megatrend Technologische Vooruitgang. Snel dalende prijzen voor oplossingen als zonne- en windenergie en de opslag van batterijen veranderen de concurrentieverhoudingen tussen traditionele en duurzame energievormen.'

In de komende jaren 62% meer elektriciteitsconsumptie!

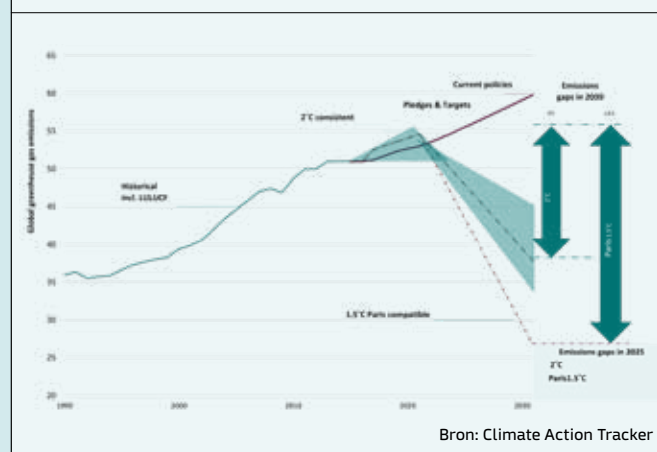
'Inderdaad. Het wordt een enorme uitdaging om in die voorspelde vraag naar energie te voorzien en niet tegelijkertijd onze planeet te vernietigen! Op dit moment wordt 42% van de totale energieproductie gebruikt voor het genereren van elektriciteit. Van deze energieproductie wordt 36% opgewekt door kolen, 23% door gas, 16% door waterkracht, 11% door nucleaire energie, 5% door

windenergie, 3% door olie, 3% door zonne-energie en 3% door overige bronnen. In 2050 zullen duurzame energiebronnen in de opwekking van elektriciteit tezamen naar schatting groter zijn dan die van fossiele brandstoffen-energie. Let wel, dat is dus een enorme toename van het gebruik van duurzame energie, rekening houdend met de eerdergenoemde stijging van de vraag naar elektriciteit van 62%. Investeren in duurzame energie is dus investeren in een enorme groeiemarkt.'

Begrijpen beleidsmakers in voldoende mate wat nodig is om de doelstelling van Parijs, een temperatuurstijging onder de 1,5°C, te realiseren?

'Beleidsmakers stimuleren het gebruik van duurzame energie, maar er zijn veel meer en drastischere maatregelen nodig. Kijk naar Figuur 1, waarin de paarse lijn de groei van de CO₂-emissies weergeeft als het huidige beleid

Figuur 1: Er zijn veel agressievere emissieverlagingen noodzakelijk om de doelstellingen van Parijs te halen.



Bron: Climate Action Tracker

wordt voortgezet. Met de huidige beleidsdoelstellingen en toezeggingen vertraagt de groei van CO₂-emissies, maar tot een reductie komt het niet. Zie verder de enorme emissiegaps die ontstaan als de temperatuurstijging onder respectievelijk de 1,5 en 2°C moet worden gehouden. We staan nog maar aan het begin van wat we een ware energierevolutie mogen noemen. Wat de urgentie van de beleidsmakers kan vergroten, is de groeiende zorg over fijnstof. Het wordt steeds duidelijker welke schadelijke gevolgen fijnstof heeft voor de gezondheid van mensen. In China is fijnstof een enorm probleem en dat hebben de Chinezen zich terdege gerealiseerd, met steeds meer maatregelen tot gevolg. Ondanks het slechte duurzaamheidsimago van de VS, worden ook daar stappen gezet. Texas, voorheen de oliestaat bij uitstek, is nu bijvoorbeeld de grootste investeerder in windenergie in de VS.'

Hoe ziet het universum van de beleggingen in de energietransitie eruit?

'Wij hanteren een redelijk ruim universum van acht sectoren verdeeld over drie hoofdcategoryën: Demand, Supply en Enabling Technologies. Onder Demand vallen de sectoren Smart Mobility, Greener Buildings en Efficient Manufacturing. Demand slaat dus op energieverbruikende sectoren, waarbinnen wij dan op zoek gaan naar producten en diensten die helpen het energieverbruik terug te dringen, zoals elektrische auto's, 'smart lighting' in gebouwen en slimmer energiemanagement. In de Supply-categorie zitten de sectoren Renewable Energy en Low Carbon Infrastructure. Enabling Technologies bestaat tot slot weer uit drie sectoren: Semi-conductors, Energy Storage en Smart Grids. De grids verzorgen de transmissie, dus energietransport van A naar B. Wij zijn redelijk uniek met de toevoeging van Enabling Technologies aan het universum van potentiële beleggingen in de energietransitie, maar wij denken dat hier de grootste leverage zit om zaken te veranderen. Ze zijn faciliterend; ze doen het werk. De meeste beursgenoteerde bedrijven halen overigens niet al hun omzet uit een of meerdere van deze acht sectoren. Wij hanteren een zogeheten 'purity factor': minimaal 33% van de omzet van een bedrijf moet uit een of meer van de acht sectoren komen. De purity factor speelt een rol in al onze themafondsen, al zal het percentage per thema verschillen.'

Hoe is de allocatie tussen de acht sectoren in de loop der jaren in jullie portefeuille gewijzigd?

'Ons Pictet Clean Energy Fund bestaat al sinds eind 2007. Aanvankelijk hadden we een iets grovere indeling. Het Demand-blok was nog niet opgesplitst in drie sectoren en heette toen Energy Efficiency. De groei van de industrie heeft een steeds fijnmazigere indeling van interessante beleggingskansen mogelijk gemaakt. Vanaf 2016 zijn we ons meer gaan richten op Enabling Technologies. Deze categorie heeft sindsdien een steeds grotere allocatie in de portefeuille gekregen. Bij Green Buildings is de allocatie de

Passieve producten blijven in onze ogen te lang zitten in deelsectoren die aan het eind van de cyclus zitten en wellicht niet overleven.



Foto: Ruben Eshuis Photography

CV

Stephen Freedman is sinds april 2019 Senior Product Specialist Thematic Equities Team bij Pictet Asset Management. Hiervoor werkte hij voor UBS Wealth Management in New York, waar zijn laatste functie Head of Sustainable Investing Solutions voor Amerika was. Hij behaalde zijn PhD in Economie aan de University of St. Gallen. Freedman is tevens Adjunct Assistant Professor aan de NYU Robert F. Wagner Graduate School of Public Service, waar hij lesgeeft in 'Environmental Finance and Social Impact'.

laatste jaren gradueel gedaald, omdat dit een cyclische sector is en wij menen dat de economische groei in de wereld afvlakt, hetgeen deze sector negatief kan beïnvloeden. De allocatie naar Renewable Energy heeft sinds begin van het fonds grote fluctuaties gekend. Eind 2008 maakte deze hoofdcategorie twee derde van het fonds uit, eind 2012 nog maar 9% en nu is de allocatie weer langzaam toegenomen naar 23%, per eind september. We zijn primair fundamentele bottom-up beleggers. We beleggen alleen in bedrijven die goed gewaardeerd zijn. De verdeling over de drie hoofdcategorieën en subsectoren is een resultante van de bottom-up selectie. We menen dat het beleggingsuniversum voor energietransitie bij uitstek geschikt is voor actief beheer. Er gebeurt veel, door regulering en innovatie. Een belegger loopt daardoor snel de kans mee te doen aan duurbetaalde hypes van nieuwe innovaties. Het 'early adaptor'-syndroom is een reëel gevaar. Passieve producten blijven in onze ogen ook te lang zitten in deelsectoren die aan het eind van de cyclus zitten en wellicht niet overleven.'

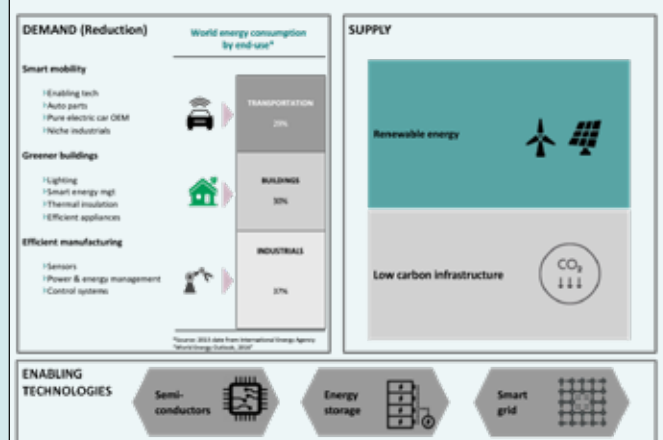
Hoe rapporteren jullie over de milieu-impact van jullie portefeuille?

'Wij maken altijd een omgevings-impactanalyse waarbij we onze portefeuille op basis van impactfactoren, zoals land- en watergebruik, biodiversiteit, chemische vervuiling en verzuring van de zeeën, inzichtelijk maken tegenover de MSCI World Energy en de MSCI All Country World Index (ACWI). Onze klanten krijgen daarmee direct inzicht in hoe ons fonds zich in termen van vervuiling en bijdragen aan het milieu verhoudt tot de benchmarks. Op alle negen dimensies scoren wij beter dan de MSCI ACWI. In de meeste gevallen zelfs aanzienlijk beter. Ook ten opzichte van de MSCI World Energy scoren we meestal beter. Let wel, het is een impactanalyse waarover we naar onze klanten rapporteren. Het maakt geen deel uit van de screening. Dit impact-framework is overigens afkomstig uit de academische wereld. Wij rapporteren verder ook over de UN Sustainable Development Goals (SDGs). We identificeren de belangrijke activiteiten en diensten van alle bedrijven in de portefeuille en brengen de cumulatieve invloed hiervan op de SDGs in kaart in een figuur. Zo kan de klant direct zien op welke SDGs de portefeuille het meest gericht is. SDG 7 'Affordable and clean energy' is vanzelfsprekend ruim vertegenwoordigd in onze portefeuille. We scoren ook goed op SDG 13 'Climate Action', 9 'Industrial Innovation and Infrastructure', 12 'Responsible Consumption and production' en 11 'Sustainable cities and communities.'

Regulering is soms lastig te voorspellen. Hoe gaan jullie daarmee om?

'Regulering kan inderdaad een valkuil zijn en daarom is actief beheer beter. We proberen ons te focussen op businessmodellen die op zichzelf kunnen werken en overleven en dus niet afhankelijk zijn van overheidssteun.

Figuur 2: Beleggen in de energietransitie



Bron: Pictet Asset Management

De doelstellingen die overheden stellen, kunnen wél bredere trends bepalen. Die doelstellingen worden steeds veeleisender. Even kort door de bocht gesteld, speelt dat onder andere semi-conductors in de kaart, vooral semi-conductors voor de auto-industrie, waar elektrische auto's een belangrijke bijdrage moeten leveren aan de reductie van de CO₂-uitstoot. In opkomende markten gebeurt momenteel ook veel op het gebied van duurzaamheid. Zo is China getransformeerd van een 'laggard' naar een haas die voorop loopt. Dat zien we nu ook terug in de portefeuille. De geografische opdeling van de portefeuille, op basis van behaalde omzet van de bedrijven, laat een allocatie naar opkomende markten zien van 26%.'

Jullie themafondsen zijn populair bij family offices en vermogensbeheerders. Hoe kijken institutionele beleggers naar een themabebanding?

'We voeren meerdere duurzame strategieën. Naast het Clean Energy Fund hebben we ook een fonds voor hout en water en een overkoepelend fonds, het Pictet Global Environmental Opportunities-fonds (GEO), dat dus een combinatie is van clean energy, hout en water, waarbij we ook rapporteren over de eerder besproken omgevings-impactanalyse. Er zijn hier op de eerder besproken negen impactdimensies ook maximale grenzen vastgelegd. Voor de drie individuele, duurzame themafondsen zijn geen dwingende limieten opgelegd. We rapporteren hier alleen over de negen impactdimensies. Met GEO trekken we zeker de aandacht van institutionele beleggers.'

We staan nog maar aan het begin van wat we een ware energierevolutie mogen noemen.

Ronde Tafel Climate Change & Energy Transition

Het CO₂- en klimaatvraagstuk is er eentje van timing; het is lastig om goed te bepalen welke technieken over 30 jaar bepalend zullen zijn.

(Editie 7, pagina 69)

Ronde Tafel LDI

Soms zijn de oplossingen zo complex, dat het beter is ze niet toe te passen.

(Editie 5, pagina 28)

Ronde Tafel Fixed Income

Een fiscale stimulus werkt directer als het om het bereiken van de consument gaat. Dus niet de rijken eerst rijker maken en dan pas na een jaar of vier Joe Sixpack aan bod laten komen.

(Editie 5, pagina 59)

Gerard Riemen, Pensioenfederatie:

De pensioensector laat kansen liggen. We zouden sterker en invloedrijker zijn als we meer met elkaar zouden samenwerken en optrekken. We zijn geen concurrenten van elkaar.

(Editie 6, pagina 18)

Rients Abma, Eumedion

Ik definieer duurzaamheid graag als op een verantwoorde manier waarde toevoegen voor al je belanghebbenden.

(Editie 5, pagina 18)

Ronde Tafel External Manager Selection

Een groot voordeel van de grotere beschikbaarheid van data is dat het je in staat stelt de prestaties van de vermogensbeheerder te vergelijken met de prestaties van haar 'peers'.

(Editie 4, pagina 55)

Ronde Tafel Tabacco Free Portfolios

Elke exposure naar tabak, hoe klein ook, is schadelijk voor de volksgezondheid dus heel slecht voor de maatschappij en het milieu.

(Issue 3, pagina 42)

Guurtje Wolters, Mens&Kennis:

De cultuur van mannen en vrouwen verschilt wezenlijk. Zij kijken en acteren anders!

(Editie 2, pagina 17)

Energietransitie: kans en noodzaak

DOOR JAN JAAP OMVLEE

Dit is een goed moment om te investeren in de energietransitie. Dat meent Matthew Michael, Product Director Emerging Market Debt and Commodities bij Schroders. Aan Financial Investigator legt hij uit waarom.

'Het koolstofarm maken van de economie wordt over het algemeen als noodzakelijk gezien. De doelstelling om tot 2050 het aandeel van hernieuwbare energie in de energiemix te verhogen van 20% naar 85% is haalbaar, maar vereist gigantische investeringen. Maar liefst 120 triljoen dollar aan investeringen is tot 2050 nodig om te voldoen aan de wereldwijd overeengekomen klimaatdoelstellingen en aan de groeiende vraag van de consument naar schone technologieën. Hierdoor ontstaan er sterke reële winstgroeimogelijkheden voor bedrijven op dit gebied.'

Wat zijn uw belangrijkste boodschappen aan beleggers en waarom?

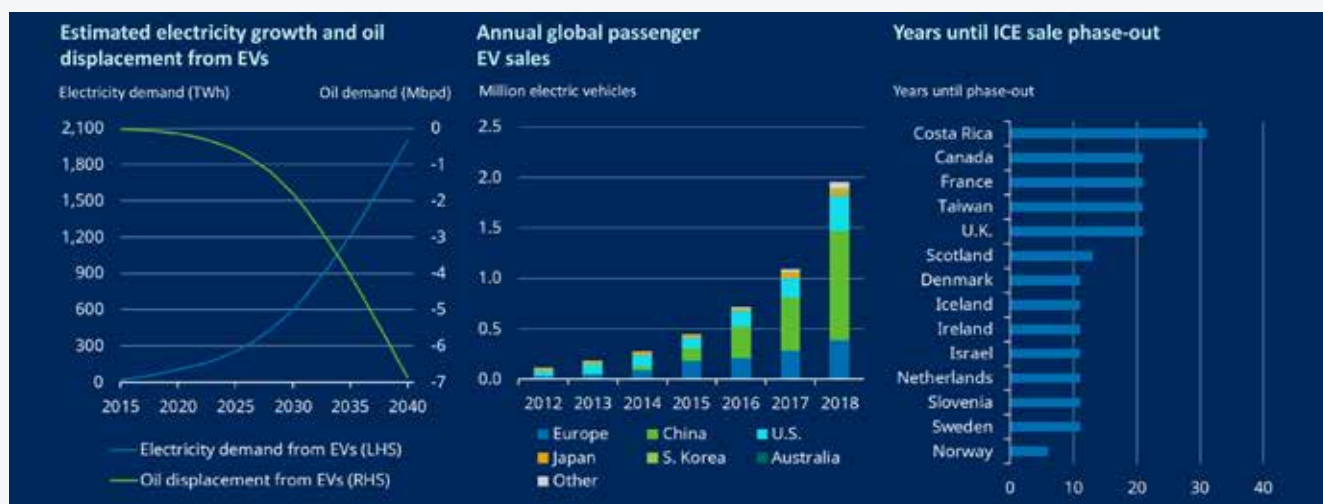
'Ik denk dat de kernboodschap is dat het voor beleggers noodzakelijk is om aandacht te besteden aan het onderwerp energietransitie, omdat dit gaande is, of zij er nu in geloven of niet. Er zijn een paar zeer krachtige drivers aan het werk, met name op de gebieden beleid, economie en consument. Onze verwachting is dat beleggers het onderwerp energie-

transitie meer en meer omarmen, het in hun portefeuille willen opnemen en de voordelen van exposure naar de energietransitie in overweging nemen.'

Wat is de drijvende kracht achter de energietransitie?

'De twee zaken die de energietransitie aandrijven, zijn het milieu en de economie. Het milieu is in de eerste plaats de reden waarom de meeste mensen aan de energietransitie denken. Ze maken zich zorgen over de effecten van klimaatverandering – of dat nu de stijging van de zeespiegel is of meer extreme weersomstandigheden – en over de impact die dat zal hebben op henzelf en op toekomstige generaties. Het tweede punt is natuurlijk de economische kant. Wij als beleggers zijn daar erg in geïnteresseerd, want om de energietransitie te laten plaatsvinden, is het nodig dat consumenten zich daarvoor hardmaken. Dat zal echt de belangrijkste drijvende kracht zijn achter deze energietransitie.'

Figuur 1: Geschatte elektriciteitsgroei en daling van de vraag naar olie door elektrische voertuigen



Bron: BNEF, IEA, EIA, Schroders, per juni 2019.

‘Wat de focus op de thematische aanpak betreft, is de moeilijkheid voor investeerders nu: hoe integreer ik deze aanpak in mijn portefeuille zodat ik de groei- en diversificatievoordelen kan zien? Maar in feite is het een beetje een mijnenveld. Omdat het nu nog zo’n inefficiënte markt is, moet je kunnen screenen op bedrijven en op problemen. Je moet kijken naar ‘legacy assets’, maar ook naar de leenniveaus van bedrijven via een ‘equity-evaluatie’. Wat is het CapEx-bedrag dat duurzaam zal worden besteed? Gaat dit op enig moment een ‘free cashflow’ genereren? Al deze zakelijke beslissingen moeten geanalyseerd worden, want zoals altijd zie je veel innovatie en veel mislukkingen met dergelijke gebeurtenissen. Denk maar aan de opkomst van het internet. Het is onze taak om ervoor te zorgen dat men een proces heeft om bedrijven te screenen die legacyproblemen hebben, niet goed worden geleid of inefficiënte technologieën hebben.’

Wat zijn de uitdagingen en kansen voor investeerders in de toekomst?

‘Ik denk dat de uitdagingen dezelfde zijn als bij elke inefficiënte asset class. Sommige bedrijven zullen groeien en de verwachtingen overtreffen, terwijl andere zullen mislukken, in tegenstelling tot de verwachtingen van beleggers. Onze ervaring leert dat het de uitdaging is om bedrijven goed te doorgronden, te begrijpen wat hun cashflow drijft, waar de risico’s liggen op hun balansen. En je moet ook goed inzicht hebben in het management van deze bedrijven. Wat is hun visie, lenen ze te veel of te weinig? Die uitdaging moet je aangaan, want de beloning voor beleggers kan hoog zijn. Wat de risico’s betreft, zijn er helaas bedrijven die niet in dezelfde mate zullen profiteren of slagen als andere. Het wordt een flinke ‘journey’ voor beleggers, omdat steeds meer beleggers hun portefeuilles uit duurzaamheidsoverwegingen CO₂-neutraal moeten maken. Maar ik denk dat mensen echt in het thema energietransitie willen beleggen vanwege de groei- en winstkansen.’

Wie zullen de winnaars van morgen zijn?

‘Als je kijkt naar energieopwekking, dan behoren schone energieleveranciers, die al in een vroeg stadium de energietransitie hebben omarmd, tot de favorieten. Als je kijkt naar waar deze bedrijven zich nu bevinden, zijn zij expert in hun vakgebied en zijn ze al goed geëquipeerd om op een schone en duurzame manier energie op te wekken. Dat is een direct gevolg van hun vroegtijdige beslissing. Ik denk dat dit de kern is waarover beleggers moeten nadenken. Als je op zoek bent naar bedrijven, met name in de energieopwekking, dan wil je kijken naar bedrijven met ‘de wind in de rug’ en niet naar bedrijven die met tegenwind te maken hebben. Bedrijven die goed worden geleid, die het energiesysteem begrijpen en die al bijtijds aan de slag zijn gegaan met de energietransitie, profiteren daar ten volle van.’

Wat zou een goed voorbeeld zijn om de mogelijke impact van de transitie te beschrijven?

‘Het beste voorbeeld is de auto, want we rijden bijna allemaal in een auto. De verkoop van elektrische auto’s is vorig jaar met 90% gegroeid (zie Figuur 1). Mensen kopen steeds meer elektrische auto’s. Dat komt door twee ontwikkelingen. Ten eerste produceren autofabrikanten meer elektrische voertuigen en ten tweede is het in de EU de bedoeling dat alle nieuwe auto’s minder dan 90 gram CO₂ per kilometer gaan uitstoten. Op dit moment is het gemiddelde 120 gram CO₂ per kilometer. Deze fabrikanten zullen een boete krijgen voor elke verkochte auto met een



CV

Matthew Michael is Product Director Emerging Market Debt & Commodities bij Schroders, dat het beheer en de marketing omvat van Schroders' Emerging Markets Debt, Commodity and Resource fondsen in opkomende markten. Hij trad in 2004 in dienst bij Schroders en is gevestigd in Londen.

te hoge uitstoot. Daardoor worden auto's met een hoge CO₂-uitstoot geleidelijk aan uitgefaseerd en verandert het productenpalet van autofabrikanten. Dit betekent dat consumenten meer keuze hebben, en hoe meer keuze zij hebben, des te sterker de kosten zullen dalen. Dat heeft een geweldige impact. Daarom is de elektrificatie van voertuigen een goed voorbeeld van een ontwikkeling die voor beleggers heel relevant is. Het heeft een domino-effect: meer elektrische auto's betekent meer vraag naar accu's, wat weer meer vraag naar elektriciteit en druk op het elektriciteitsnet betekent.'

'De vraag naar elektriciteit zal in 2040 enorm toegenomen zijn. De impact op de vraag naar olie is zeer groot, met een verwachte vervanging van zeven miljoen vaten in 2040. Bedenk daarbij dat één elektrische auto gemiddeld op jaarbasis dezelfde hoeveelheid elektriciteit vereist als één huishouden – dit zijn allemaal zaken die we snappen. We weten hoeveel we betalen voor onze elektriciteitsrekening. Verdubbel dat bedrag eens! Het laat de 'alignment' zien vanuit het perspectief van de consument, van het beleid en van de economie. En het lijkt erop dat dit niet snel zal veranderen.'

Is het waar dat veel mensen aannemen dat energietransitie over opwekking gaat?

'Ja, maar de energietransitie gaat van de bron van de opwekking tot aan de stekker en het stopcontact. Er zitten veel ingewikkelde stukjes in de puzzel, zoals schone energie-opwekking, -transmissie en -distributie, -opslag en elektrische transportinfrastructuur (zie Figuur 2). Het enige wat ik wil benadrukken, is dat in een omgeving waarin traditionelere asset classes overgewaardeerd lijken – vooral omdat mensen

een bestemming zoeken voor hun vermogen in een laag renderende wereld, en sommige aandelenwaarderingen erg hoog lijken – het een opluchting zou moeten zijn voor beleggers dat er gebieden zijn die goedkoop zijn en groeien, waar je een goede 'return on capital' krijgt, waar de verkopen stijgen en waar meer rendement wordt gegenereerd. Als je onderaan Figuur 2 kijkt naar de geschatte samengestelde inkomstengroei (Estimated Compound Revenue Growth), dan zijn sommige schattingen nog aan de voorzichtige kant. Dit soort groeipercentages zul je niet vinden in andere aandelensectoren. Dat zou meteen de interesse van beleggers moeten wekken. Ook al zeggen sommige beleggers dat ze niet gespecialiseerd zijn in energietransitie en dat ze er alleen naar kijken vanuit een aandelen- of winsttoegmerk of vanuit het perspectief van valuation, dan nog is dit iets waar iedereen naar zou moeten kijken.'

Wat is uw belangrijkste boodschap voor beleggers?

'Voor zover ze dat nog niet doen, moeten investeerders gaan kijken naar wat energietransitie is en wat de gevolgen ervan zijn voor hun portefeuille. Kijk naar de directe impact in termen van inkomsten voor sommige bedrijven in de portefeuille; misschien is er meer concurrentie van de energietransitie. Maar bekijk assets ook op groeibasis in vergelijking met andere onderdelen van de portefeuille. Het belangrijkste voor ons als beleggers is dat we op zoek gaan naar inefficiënte markten waar de organische groei goed is en daar zijn er niet veel meer van over. Daarom is dit echt een goede kans.' «

Meer informatie: www.schroders.nl/energietransitie

Figuur 2: Benodigde investeringen



Bron: IEA, IRENA, BNEF, Schroders, per januari 2019.



DOOR ERIK WILDERS, DIRECTEUR EN OPRICHTER VAN LIST AMSTERDAM,
EEN ONLINE VEILINGPLATFORM VOOR LENINGEN VAN WONINGCORPORATIES

COLUMN

Institutionele beleggers en woningcorporaties: a match made in heaven

Institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars investeerden van oudsher in onderhandse leningen van woningcorporaties. Zo droegen zij een steentje bij aan de opbouw van Nederland. Helaas zijn institutionele beleggers en woningcorporaties sinds de jaren '90 hun eigen weg gegaan en zijn ze elkaar uit het oog verloren. Het is uit rendements- én ESG-overwegingen voor beide partijen goed om de betrekkingen nog eens aan te halen.

Pensioenfondsen werden in de jaren '90 met open armen ontvangen door (veelal buitenlandse) vermogensbeheerders en Investment Banks. Fondsen zochten naar de aandelenrisicopremie en naar rendement via alternatieve beleggingen zoals hedge funds, private equity en ingewikkelde structuren zoals CDO's. Onderhandse leningen met hun eigen specifieke structuren, voorwaarden en convenanten pasten niet bij een global investor.

Even was het spannend wie in het gat zou springen. Met behulp van een staatsgarantie op de leningen vonden woningcorporaties evenwel een nieuwe financier in de vorm van de BNG en NWB, die hier een succesvol businessmodel op baseerden.

Maar tijden zijn veranderd. Woningcorporaties hebben een grotere financieringsbehoefte dan ooit. Zo wordt geraamd dat alleen al de geborgde schuld de komende jaren met € 14 miljard zal toenemen tot € 94 miljard. Woningen moeten worden verduurzaamd en gebouwd om te voorzien in de maatschappelijke behoefte aan een schoner milieu en creatie van sociale woningen. Daarnaast is er behoefte aan middensegmentwoningen, die nu tussen de wal van sociale woningbouw en het schip met renteaftrek zijn gevallen. Talloze steunpilaren binnen de samenleving, zoals verpleegkundigen, brandweerlieden, agenten en thuiszorgers, hebben moeite om aan woonruimte te komen. Kortom, een goed werkende woningmarkt is van essentieel belang voor de BV Nederland.

Rentes van Europese AAA-obligaties, met een 0%-risicoweging, liggen onder het vriespunt en zijn moeilijk uit te leggen. Daarom hebben institutionele beleggers juist nu behoefte aan goedkope kasstromen met een hoge mate van waarschijnlijkheid. Verleidelijke, maar ingewikkelde producten van Investment Banks horen hier niet bij en kunnen terecht tot vragen van toezichthouders leiden. Aandelen zijn sowieso berucht om hun volatiliteit en bij private equity moet je maar zien of je juist wordt beloond voor alle bijbehorende risico's.

Institutionele partijen en woningcorporaties zijn elkaars natuurlijke tegenpartijen. Pensioenfondsen kunnen in één klap meerdere doelen realiseren door corporaties te financieren. Over de ESG-kwaliteiten van deze beleggingen is géén discussie mogelijk. De kasstromen zijn lang, de zekerheid wordt door toezichthouders beloond met een 'nulweging' en het rendement is aantrekkelijk. Woningcorporaties kunnen op hun beurt profiteren, omdat zij bij een renaissance van de onderhandse leningenmarkt een betere spreiding van financiers krijgen, mogelijk betere voorwaarden kunnen realiseren en hun huisbankier kunnen benchmarken.

Daar komt bij dat de transparantie en de toegang tot de markt de afgelopen tijd sterk zijn verbeterd. Er zijn inmiddels elektronische platformen waar institutionele beleggers snel en eenvoudig volledig gestandaardiseerde leningen met woningcorporaties kunnen afsluiten. Dat is een stap in de goede richting voor de BV Nederland. «

Olieconcerns zullen een enorme invloed hebben op de energietransitie

DOOR JOOST VAN MIERLO

Oliemaatschappijen lijken uit de gratie bij beleggers. Toch zullen ze een belangrijke rol spelen bij de energietransitie. Bovendien zijn ze tegenwoordig minder verkwistend. Met een zorgvuldige selectie zijn sommige olieconcerns zelfs aantrekkelijk.

Dat zegt Emma Mogford, Portfolio Manager bij Newton Investment Management, onderdeel van BNY Mellon Investment Management. Ze waakt ervoor de indruk te wekken enthousiast te zijn over olie-ondernemingen. Het BNY Mellon Global Income Fund heeft 3,4% van de wereldwijde beleggingen geïnvesteerd in oliebedrijven. Dat is minder dan het belang van 5% dat de sector in de wereldwijde index heeft, maar met een zorgvuldige selectie is het mogelijk toch een aantrekkelijk rendement te behalen, denkt Mogford. Engagement is daarbij cruciaal, Mogford kan het niet genoeg benadrukken. En dan gaat het niet alleen om een goede verstandhouding met ondernemingen, maar ook om de dialoog met politici en belangengroepen die de regelgeving voor de komende jaren bepalen. En het is belangrijk om je ervan te verzekeren dat bedrijven zelf ook goede relaties onderhouden met die politici en belangengroepen.

We kunnen het ons volgens Mogford niet veroorloven om te denken dat olie niet langer noodzakelijk zal zijn. Zelfs met de

voorspelde daling van de vraag met 30% in de komende twintig jaar blijft er nog altijd behoefte aan 70 miljoen vaten olie per dag. Het betekent ook dat oliemaatschappijen onderhevig blijven aan de golven van de markt. In tijden van hoge olieprijs zal er veel worden geïnvesteerd, met overproductie en lagere prijzen tot gevolg. Met de dalende prijzen storten ook de investeringen in, wat weer tot een lager aanbod en hogere prijzen leidt. Het is de taak van vermogensbeheerders om ondernemingen te behoeden voor de fouten uit het verleden, zo legt Mogford uit. Het gaat om discipline. Niet alleen wat betreft het investeringsbeleid, maar ook waar het gaat om de operationele activiteiten.

Werkt dat?

'De oliesector heeft te maken met een *prisoners'* dilemma. Als de olieprijs hoog is, stroomt het geld binnen en gaan bedrijven op zoek naar investeringen. Met de hoge olieprijs lijken de meeste projecten rendabel. Bovendien is er een grote onderlinge concurrentie. Het idee bestaat dat, als de eigen onderneming niet investeert in een project, dit project zal worden weggesnoept door een concurrent. Het is een val waar de meeste ondernemingen in trappen. Als belegger ben je daar niet mee geholpen. Neem het voorbeeld van Royal Dutch Shell. In 2013 was de olieprijs ruim 100 dollar. De winst van Shell kwam dat jaar uit op een magere 294 miljoen dollar. In 2017 was de prijs van een vat olie gehalveerd, maar de winst bedroeg dat jaar 12 miljard dollar.

Uit een recent onderzoek van de Universiteit van Cambridge blijkt dat actief aandeelhouderschap voor een outperformance van maar liefst 7% zorgt.



Foto's: Ruben Eshuis Photography

Het verschil zit 'm in lagere investeringen. Of gedisciplineerde investeringen, zoals ik ze liever noem. Het is een besef dat langzaam begint door te dringen bij ondernemingen. Niet alleen de investeringen zijn gedisciplineerder, ook de bedrijfsvoering. Alles wat Shell in voorgaande jaren gebruikte, was voor Shell op maat gemaakt. Je had Shell-platforms, Shell-schepen, Shell-buizen. Daar is geleidelijk aan afstand van genomen. Door meer gangbare producten te gebruiken, zijn enorme besparingen gerealiseerd.'

Maar het probleem van klimaatverandering blijft bestaan. Daar moeten olieconcerns toch last van hebben?

'Het gaat erom hoe ze met de energietransitie omgaan. Natuurlijk is er sprake van een enorme omwenteling. Het duurzaamheidsscenario van het International Energy Agency (IEA) gaat uit van een daling van de oliebehoefte van dertig procent, naar zeventig miljoen vaten per dag in de komende twintig jaar. Dat is het meest gebruikte toekomstscenario. Dit heeft tot gevolg dat de gemiddelde temperatuur wereldwijd met 2 graden Celsius zal stijgen. Het is een enorme verandering voor de sector. Het is een jaarlijkse daling van 2 procent, maar het betekent ook dat er nog altijd een enorme behoefte is aan een grote hoeveelheid olie. Ondernemingen kunnen niet achterover gaan leunen. De productie van een oliebron neemt jaarlijks af met gemiddeld vijf tot zes procent. Er zijn dus investeringen noodzakelijk. Dat moet op een verstandige en dus gedisciplineerde manier gebeuren. Dat gebeurt steeds meer. Het leidt tot de huidige situatie, waarbij investeringen in traditionele energieprojecten beter renderen dan die in duurzame energie.'

Waarom zou je als belegger dan willen dat deze ondernemingen überhaupt in duurzame energie investeren?

'We kunnen niet blind zijn voor de gevolgen van klimaatverandering. We weten dat dit op termijn tot nieuwe regelgeving zal leiden. Volgend jaar wordt gekeken wat er van de klimaatdoelstellingen voor 2020 terecht is gekomen. Op basis daarvan zullen binnen enkele jaren nieuwe regels worden opgesteld. Het is zaak om daar als onderneming op te anticiperen. Dat is natuurlijk lastig, want niemand weet precies hoe die regels eruitzien. Daarom is het zo belangrijk om de vinger aan de pols te houden. Dat geldt voor zowel ondernemingen als beleggers. Er wordt een diepgaand engagement, een diepgaande betrokkenheid gevraagd.'

Hoe gaat dat in zijn werk?

'Het betekent dat we onze rol als belegger serieus nemen. We gedragen ons als eigenaar van een onderneming. Dat betekent bijvoorbeeld dat we, met het aandeel dat we bezitten, gebruikmaken van ons stemrecht. Dat is overigens niet nieuw, dat doen we al tientallen jaren. Maar het gaat verder. We hebben binnen Newton een gespecialiseerd Responsible Investment Team (RI team) dat zich bezighoudt

met onze verantwoordelijkheden ten aanzien van de ondernemingen waarin we beleggen. Maar dit team opereert niet alleen. Als ik ergens spreek, dan wordt de voordracht samengesteld in samenwerking met de sectorspecialist en iemand binnen het RI team die verantwoordelijk is voor, in mijn geval, de oliesector. Deze interactie is cruciaal.'



CV

Emma Mogford is Portfolio Manager bij het UK Equity team van Newton Investment Management, dat onderdeel uitmaakt van BNY Mellon Group. Mogford is sinds 2013 in dienst van Newton en is verantwoordelijk voor de UK Income portfolio's. Voordat ze de overstap naar Newton maakte, werkte Mogford als Portfolio Manager en Analist bij Neptune Investment Management. Ze studeerde Natuurwetenschappen aan de Universiteit van Cambridge. Mogford is in het bezit van een CFA-certificaat.



Waar resulteert het in? Kunt u voorbeelden geven?

'Het gaat om hele diverse alternatieven. Zo stelden we vorig jaar samen met honderd andere belangengroepen een open brief op die werd gepubliceerd in de Financial Times. Hierin riepen we oliebedrijven op meer openheid te geven over hun investeringen in duurzame energie. Soms richten we onze aandacht op één speciale onderneming, zoals recent bij BP waar een voorstel van ons en zeven andere vermogensbeheerders in stemming werd gebracht door het bestuur. In het voorstel vroegen we het bestuur om duidelijk te maken in hoeverre de strategie van de onderneming overeenkomt met de doelstellingen van het Klimaatakkoord van Parijs. Bij de aandeelhoudersvergadering stemde 99% van de aandeelhouders voor het voorstel. Maar we hebben ook ontmoetingen op ons kantoor. Zo waren er recent bezoeken van de Head of Business Strategy van BP en de verantwoordelijke manager voor New Energies van Shell. Naast mensen van ons RI team zijn daar ook altijd drie of vier fondsbeheerders bij aanwezig.'

Loont het?

'We zien het als onze plicht als eigenaar van de onderneming, maar het is inderdaad ook lucratief. Uit een recent onderzoek van de Universiteit van Cambridge blijkt dat een actief aandeelhouderschap voor een outperformance van maar liefst 7% zorgt. Er werd gekeken naar de koers van 613 Amerikaanse ondernemingen waar aandeelhouders op veranderingen van het beleid hadden aangedrongen. De resultaten waren zo overweldigend, dat het Centre of Endowment in Cambridge het aanvankelijk niet wilde geloven. Maar een nieuw, nog niet gepubliceerd onderzoek naar de keuzes van ondernemingen wereldwijd, komt tot vergelijkbare conclusies.'

Waarom wordt er zo weinig in duurzame energie geïnvesteerd?

'Ik noemde al eerder dat het verwachte rendement voor duurzame projecten op dit moment lager is. Dat heeft niets te maken met het feit dat duurzame energie inefficiënt zou zijn.

Integendeel, in meer dan 60% van de gevallen is duurzame energie een aantrekkelijker keuze dan traditionele energie. Maar dat is nog iets anders dan het verwachte rendement van een project. We zien op dit moment ook talloze mogelijkheden voor ondernemingen op het gebied van de energietransitie. Dan gaat het bijvoorbeeld om CO₂-opslag en de mogelijkheden van het gebruik van waterstof. Het kan een heel goede optie zijn om daarin te investeren.'

Is dat afhankelijk van subsidies?

'Subsidies kunnen helpen om bepaalde ontwikkelingen te stimuleren. Dat kan het geval zijn bij onderwerpen als CO₂-opslag en het gebruik van waterstof. We zien ook mogelijkheden voor oplaadstations voor elektrische voertuigen. Het gebrek daaraan staat een radicale omslag richting elektrische auto's nog in de weg.'

Het gaat dus om het anticiperen op toekomstige regels en subsidiestromen?

'Ja, maar dat is natuurlijk niet het enige. De markt verandert als gevolg van veranderend consumentengedrag. Mensen zijn zich meer dan ooit bewust van de voordelen van elektrische auto's en de bezwaren van het eten van rundvlees, om maar eens iets heel anders te noemen. Bedrijven houden daar rekening mee. Shell heeft recent een leverancier van duurzame elektriciteit overgenomen, die onder de naam Shell Energy aan de man wordt gebracht. Het is blijkbaar aantrekkelijk om de krachtige merknaam Shell te verbinden aan duurzame energie.

Op dit moment gaat het nog om bescheiden investeringen, maar wanneer het echt aantrekkelijk wordt, hebben de olieconcerns een enorme slagkracht. Niet veel ondernemingen hebben 20 miljard dollar per jaar beschikbaar voor investeringen. Daarmee zullen olieconcerns een enorme invloed hebben op de ontwikkelingen op energiegebied in de nabije toekomst.' «

Olie is misschien toch zo gek nog niet;

Lagere olieprijs zorgt voor discipline bij ondernemingen;

Investeringen in duurzame energie vaak minder lucratief;

Engagement met ondernemingen en belangengroeperingen cruciaal.

Neem voor meer informatie contact op met:
Michael Jasper, Managing Director EMEA
BNY Mellon Investment Management
Michael.jasper@bnymellon.com



DOOR HAN DIEPERINK, GESCHREVEN OP PERSOONLIJKE TITEL

COLUMN

Beleggen op het kantelpunt

Met het jaar 2020 gaat een nieuw decennium van start. Tijd voor een visie op de komende tien jaar.

Beleggers bevinden zich op een kantelpunt. Zaken die sinds de jaren tachtig grote invloed hebben gehad, zoals dalende rentes en toenemende globalisering, lijken in het nieuwe decennium te gaan veranderen. Doordat de rente de afgelopen decennia voortdurend is gedaald – een enkele rentehobbel daargelaten – kon met een gebalanceerde portefeuille met aandelen en obligaties een uitstekend rendement worden behaald. Nu worden beleggers echter geconfronteerd met negatieve rentes; de wereld op zijn kop. Een gebalanceerde portefeuille volstaat niet meer.

Passief beleggen is de afgelopen decennia bijzonder populair geworden, vooral door de lagere kosten. De piek in passief beleggen is echter nabij, onder invloed van duurzaam beleggen, het gebruik van kunstmatige intelligentie op beleggingsgebied en de noodzakelijke kostenverlagingen bij actieve beleggers. Maar ook speelt mee dat bedrijven gemiddeld steeds jonger zijn. Nu al ligt de gemiddelde leeftijd in de S&P 500 onder de twintig jaar. In de wereldwijde index zitten de winnaars van gisteren, terwijl private equity zich ontfermt over de echte groeiers. Verder blijft disruptie niet beperkt tot de IT-sector; banen in de maakindustrie en de dienstensector worden geautomatiseerd of overgenomen door robots. Door de grotere verschillen tussen winnaars en verliezers ontstaat meer ruimte voor actief beleggen.

Duurzaam beleggen wordt de komende tien jaar wereldwijd de norm. Na jaren van globalisering en ongebreidelde groei, zorgen de bijkomende negatieve effecten voor een disruptieve samenleving. Over tien jaar streeft iedereen naar een gezond financieel rendement; uit eigen vrije keuze, omdat er extra

rendement valt te behalen, of desnoods gedwongen door de overheid. Geholpen door de technologie kan dit streven bijdragen aan de oplossing van de grote crises op het gebied van klimaat, milieu, water, voedsel en energie. Die oplossingen vormen ook de basis voor een betere verdeling van de welvaart wereldwijd.

Voor beleggers wordt het belang van Azië de komende tien jaar groter dan de rest van de wereld. Wereldwijd zal de consumptie verdubbelen en de groei komt voor het overgrote deel uit Azië. Zo'n verdubbeling is niet wenselijk en niet mogelijk zonder duurzaamheid als uitgangspunt te nemen. China zal de komende tien jaar minder afhankelijk worden van de dollar. Het land positioneert de renminbi als alternatief. Voor beleggers ontstaan daardoor nieuwe mogelijkheden voor diversificatie. Azië heeft de afgelopen tien jaar al laten zien dat 'structurele stagnatie' van de wereldeconomie niet bestaat. Er is sprake van een positieve schok aan de aanbodzijde van de economie. Door globalisering en technologie wordt inflatie gedrukt en worden productiviteitswinsten sterk onderschat. Het BBP als maatstaf is dan ook steeds minder geschikt om economische groei te meten, ook omdat externe effecten niet worden meegenomen.

Het blijft een ideale omgeving voor aandelen: bedrijven die profiteren van een verdubbeling van de consumptie, forse productiviteitswinsten en centrale bankiers die tegenwoordig worden betaald om de inflatie omhoog te krijgen. En met de huidige terughoudendheid na de minst geliefde aandelenrally ooit, matigt iedereen de langetermijnprognoses. Dit alles is namelijk eerder een recept voor meevallers dan voor tegenvallers. Op naar de nieuwe 'roaring twenties'.

VOORZITTER: *Martin Mlynár, CEO, Corestone Investment Managers*

DEELNEMERS: *Linda Broekhuizen, CIO, FMO*

Olaf van den Heuvel, CIO, Aegon Asset Management

Manfred Schepers, Founder ILX Fund, Member Different Supervisory Boards

Kees Verbaas, CIO, Altis Investment Management

OPTIMISME OVER ROL FINANCIËLE SECTOR BIJ KLIMAATVERANDERING EN ENERGIETRANSITIE

Door Hans Amesz

Aan het eind van het seminar 'Climate Change & Energy Transition in a Disruptive World', dat Financial Investigator op 31 oktober organiseerde, vond een paneldiscussie met verschillende CIO's plaats. Hoe kijken zij aan tegen de wet- en regelgeving met betrekking tot klimaatverandering en de energietransitie? En welke beleggingskansen zien zij op dit gebied?



Is jullie organisatie voorbereid op de verwachte aanscherping van het overheidsbeleid inzake klimaatverandering en energietransitie?

Linda Broekhuizen: 'In dit verband wil ik het graag hebben over opkomende markten. Beleggen in deze markten gaat gepaard met een hoger risico, maar door daar duurzaam te beleggen hebben we wel de grootste impact. In opkomende landen is sprake van een enorme bevolkingsgroei. Afrika groeit bijvoorbeeld naar twee miljard mensen. Daarnaast hebben we te maken met India en China. De bevolkingsgroei zal natuurlijk druk uitoefenen op het milieu, vooral door de opkomende middenklasse in die markten. Onderzoek wijst uit dat de grootste klimaatimpact in de opkomende markten te zien is. Dat geldt voor groei, water, overstromingen en dergelijke. Dus vanuit een risicoperspectief, als je echt wilt investeren in impact, moet je investeren in opkomende markten. Wij willen de institutionele beleggingssector mobiliseren om samen met ons te beleggen in koolstofarme of -negatieve transacties in opkomende markten.'

Als we ervan uitgaan dat de meesten van ons de urgentie voelen om actie te ondernemen, dan gaat het niet zozeer om het waarom, maar om het hoe. We moeten nadenken over oplossingen en niet over knelpunten of problemen. Er zal nieuwe wet- en regelgeving komen. Er is nog geen koolstofprijs, maar er komt een monetaarisatie van zowel positieve als negatieve impact. Dat is gewoon een kwestie van tijd. Als je daar rekening mee houdt, is er een grote urgentie om echt te veranderen, in plaats van op de ingeslagen weg door te gaan.'

Olaf van den Heuvel: 'Ik denk dat we een redelijk inzicht hebben in het beleid dat ons te wachten staat. Natuurlijk is er op lokaal niveau nog veel onzekerheid, maar we beschikken over de

middelen om toezicht te houden op de regelgeving en te begrijpen wat we moeten doen. We verwachten dat er steeds meer regelgeving vanuit overheden zal komen en misschien worden er SDG- en ESG-kenmerken in bijvoorbeeld Solvency opgenomen. Dat laatste is relevant voor ons, omdat onze klanten met name verzekeraars en pensioenfondsen zijn. We hebben een groot team van ESG-specialisten en een zeer groot team van aandelen- en vooral kredietanalisten. Daardoor hebben we op het gebied van ESG-beleggen zeker successen geboekt. In eerste instantie in Europa, maar als gevolg van de bewegingen in Europa is er ook een grote beweging in de Verenigde Staten ontstaan, waar een groot deel van ons bedrijf gevestigd is. Daar verkopen we nu producten die gebaseerd zijn op - om het zo maar te zeggen - Europese credentials. Er is dus zeker sprake van verandering en ik denk dat mensen zich steeds meer bewust worden van de noodzaak daarvan. We zijn er nog niet, maar we zijn wel op de goede weg.'

Kees Verbaas: 'Ik denk dat je op een dag als deze een beetje gehersenspoeld wordt. De onderwerpen klimaatverandering en energietransitie staan vandaag in het middelpunt van de belangstelling en je denkt daarmee dat ze ook al hoog op de agenda staan bij institutionele beleggers. In de praktijk is dat nog niet bij alle beleggers het geval. Uit een rapport van de Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO) blijkt bijvoorbeeld dat minstens de helft van de vijftig grootste Nederlandse pensioenfondsen hier nog geen aandacht aan besteedt, laat staan de kleinere.'

De verplichting om over ESG en klimaatrisico's te rapporteren, kan een aanjager van verandering op dit gebied zijn. Wij steken er veel effort in om onze klanten te helpen met het voorbereiden van die rapportages, onder andere door managers en strategieën

te raten op ESG-aspecten en de impact van ESG-factoren in de portefeuilles te meten.'

Broekhuizen: 'Ik denk dat we een nieuwe definitie van 'fiduciare plicht' nodig hebben, omdat dit begrip zo nauw gedefinieerd is. Als we de definitie niet meer beperken tot financiële vooruitzichten, zouden we een andere discussie met beleggers hebben.'

Manfred Schepers: 'Voor klimaatverandering en energietransformatie zijn enorme investeringen nodig. In mijn hoedanigheid als lid van onder andere het beleggingscomité van het Europees Fonds voor Strategische Investerings (EFSI), Commissaris bij de Nederlandse Waterschapsbank en bij Van Lanschot Kempen, zie ik dat juist publieke financiële instellingen goed in staat zijn om deze uitdagingen aan te gaan en daarin te investeren. Deze instellingen houden zich niet meer primair bezig met het creëren van economische groei, banen en welvaart. Zij richten zich vandaag de dag op andere dimensies. Ze internaliseren wat ik externe effecten noem. Bij financiering is de afgelopen vijftig jaar nauwelijks rekening gehouden met externe effecten, zoals bijvoorbeeld milieuvervuiling. Als we een meer duurzame economie willen hebben, zullen we daar in ons investeringsbeleid wel degelijk rekening mee moeten houden.'

Broekhuizen: 'Bij FMO zijn we van mening dat het verminderen van ongelijkheden en het bestrijden van klimaatverandering de belangrijkste uitdagingen van onze tijd zijn. Wij hebben onderzocht wat het zou betekenen om een 1,5°C-scenario in onze beleggingsportefeuille – we investeren in Afrika, Azië en Latijns-Amerika – te implementeren. Zelfs binnen onze organisatie was daar weerstand tegen, omdat sommigen onmiddellijk meenden dat we dan geen zaken meer zouden kunnen doen. We moesten inderdaad de meest vervuilende producten, zoals steenkolen en stookolie, uitsluiten. Er wordt alleen nog maar in hernieuwbare energie geïnvesteerd. Als we blijven vergroenen, als we nieuwe producten blijven vinden, is het 1,5°C-scenario niet onmogelijk. Omdat onze portefeuille in omvang moet groeien, zal er in principe

sprake zijn van meer uitstoot, maar we hopen dat te kunnen compenseren door te kijken naar de negatieve CO₂-uitstoot. De bosbouw is een zeer interessante sector, onder andere wat de opslag van koolstof aangaat. En er komen natuurlijk nieuwe innovaties en technologieën. Het is dus mogelijk om te werken met een gedurfd 1,5°C-scenario.'

Van den Heuvel: 'Als we stoppen met het gebruik van koolstof-intensieve brandstoffen, komt daar natuurlijk iets anders voor in de plaats. Er zullen oplossingen voor klimaatverandering en energietransitie komen. In die zin ben ik een optimistisch mens.'

Verbaas: 'Ik zou wel willen benoemen dat onder de huidige marktomstandigheden ernstig rekening moet worden gehouden met lagere pensioenuitkeringen. Daardoor bestaat niet bij alle partijen de luxe om het klimaatthema te vertalen naar de beleggingsportefeuille, wat meestal een afwijking van de reguliere benchmarks zal betekenen.'

Schepers: 'De kern van de energietransitie zal grotendeels op projectbasis gefinancierd worden. We krijgen nog twee gigawatt-windmolenparken in de Noordzee; negentig procent van de financiering is projectmatig, niet verhandelbaar. Als we naar een 1,5°C-scenario in de portefeuilles streven, moet daar de ruimte voor zijn. Dat betekent onder meer dat de toezichthouder zich open moet stellen voor meer projectmatige financieringen.'

Wat zijn voor beleggers de positieve aspecten van klimaatverandering en energietransitie?

Broekhuizen: 'De kans om samen te werken. Als we niet meer over de urgentie van maatregelen hoeven te praten, dringt de vraag zich op hoe we gegevens gaan vergelijken. De vergelijkbaarheid van de manier waarop we impact meten, is uiterst belangrijk. Er worden internationaal verschillende definities van CO₂-uitstoot gehanteerd. Dus is de vraag: hoe kunnen we vergelijken, hoe kunnen we de voortgang van maatregelen in het



kader van klimaatverandering en energietransitie meten? We moeten toewerken naar internationale standaarden voor impactrapportage, op dezelfde manier als we IFRS (International Financial Reporting Standards) gebruiken. De tweede kans zit in innovatie van productontwikkeling. Kortom, hoe kunnen we nieuwe manieren vinden om samen te werken en hoe kunnen we innoveren door middel van nieuwe producten? Hoe kunnen we nog bestaande knelpunten in de regelgeving uit de weg ruimen, hoe dagen we kortetermijndenkers uit en hoe bedenken we nieuwe manieren om ook een ander soort impact te meten dan alleen financiële resultaten?’

Verbaas: ‘Ik zie drie belangrijke kansen. Ten eerste de mogelijkheid voor de financiële sector om daadwerkelijk bij te dragen aan de verandering, onder andere door laag scorende bedrijven niet te verkopen, maar ze te houden en ze vervolgens actief te engageren, zodat ze een begin kunnen maken met hun transitie. Samenwerking tussen institutionele beleggers is hierbij cruciaal en werpt nu al haar vruchten af. In de tweede plaats zijn er tal van ondernemingen die kunnen profiteren van de energietransitie, als we kijken naar de enorme investeringen die nodig zijn om de Parijs-doelstellingen te halen. Eerder is al een bedrag van 120 biljoen dollar genoemd over de komende dertig jaar. Forbes Magazine noemt klimaatverandering inmiddels de grootste ‘opportunity’ aller tijden voor beleggers en ondernemers. Ten derde kan de vermogensbeheersector beleggingsoplossingen ontwikkelen die passen bij de vraag van institutionele beleggers.’

Schepers: ‘Ik denk dat de rol van de financiële sector bij het aanpakken van de gevolgen van de klimaatverandering en de energietransitie essentieel is. Zo bezien is die rol bij het helpen van de volgende generatie cruciaal. De bijdrage die kapitaal kan leveren aan de volgende generatie kan nauwelijks overschat worden. Dat is een geweldige kans. Ik denk dat de investeringsmogelijkheden opnieuw moeten worden afgestemd. We kunnen niet meer vissen in dezelfde vijver als voorheen. Dus moeten we onderzoeken en innoveren. De asset classes die de afgelopen

vijftig jaar hebben gewerkt, zullen dat de komende vijftig jaar niet op dezelfde manier doen. Als de volgende generatie door de financiële sector geholpen wordt, is dat voor de pensioenfondsen ook een goede zaak.’

Van den Heuvel: ‘Ik heb onlangs het boek *Enlightenment Now* van Steven Pinker gelezen. Hij verdedigt de waarden van de Verlichting en schrijft dat we met behulp van de wetenschap en het humanisme de problemen die we als mensheid hebben, zullen oplossen en verder kunnen gaan op het pad van de vooruitgang. *Enlightenment Now* is een van de vele boeken die illustreren dat het in het algemeen voor iedereen veel beter gaat dan vroeger, zeker in de opkomende markten, met name in Afrika. Mensen leven langer en gezonder en de geboortecijfers dalen snel. Ik zou in navolging van Steven Pinker willen focussen op optimisme. We hebben het al over externe effecten gehad. Die moeten we, om het zo maar te zeggen, voor lief nemen. Dat betekent bijvoorbeeld dat koolstof een belasting is waar we rekening mee moeten houden. We moeten ons concentreren op nieuwe technologieën die veel voordelen kunnen opleveren en we moeten ervoor zorgen dat er rekening wordt gehouden met externe effecten om die te bereiken. Wat investeren betreft, denk ik dat we allang tot de conclusie zijn gekomen dat de meeste mogelijkheden liggen in private debt, private equity en gespecialiseerde projecten. Het beursgenoteerde vermogen krimpt al meer dan twintig jaar en dat gaat niet meer groeien. Enige tijd geleden was ik op een bijeenkomst waar de vraag aan de orde kwam of het niet risicovol is dat pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen zich in hun zoektocht naar rendement sterk richten op illiquide alternative fixed income. Ik denk dat dit inderdaad het geval is, omdat het gaat om heel veel kapitaal en er niet genoeg transparantie is. Daarom is het belangrijk dat we de regelgeving in de goede richting sturen, zodat pensioenfondsen en verzekeraars de mogelijkheid krijgen om in alternative fixed income te investeren en tegelijkertijd beschikken over een heel transparant en relatief veilig beleggingsproces. Dat is een geweldige nieuwe kans voor ons allemaal.’



Foto: Ruben Eschuis Photography



Foto: Archieff Financial Investigator

Investing in times of global uncertainties

BY OLAF VAN DEN HEUVEL, CHIEF INVESTMENT OFFICER AT AEGON ASSET MANAGEMENT NL

The global economy has shifted into a lower gear in the past few quarters. Following a period of a strong and broad-based economic momentum, soft spots in the economy emerged in the second half of 2018 and continued into 2019. Growth decelerated across the board, with more pronounced weakness among countries and sectors where trade and manufacturing play an important role. The slower growth fits into a dynamic of high policy and political uncertainty, which weighs on global investment and confidence. Slower growth is also caused by ongoing trade tensions.

Not even a year ago, central banks around the world were tightening monetary policy. Most importantly, the Federal Reserve increased policy rates several times on the back of a solid economic paradigm in the United States, and it was expected that the tightening cycle would continue. Only months later – after several economic indicators disappointed and risk assets sold off in the final months of 2018 – central banks reversed course and started to ease policy to support the economy. Other good examples of the quickly changing conditions are the trade tensions and the Brexit process.

The Brexit path was rife with uncertainty and the political stance has fluctuated between a deal and a no-deal Brexit

before eventually further extensions were agreed upon. Simultaneously, the sentiment of the trade talks between the US and China oscillated from friendly to hostile and back on numerous occasions. Meanwhile tariffs have been increased substantially and the overall impact of the ongoing uncertainty had a negative impact on the economic momentum over the course of this year.

Global growth decelerated, with specific weak spots. The economic cooling in Germany is a telling example for the global economic activity. This is illustrated by two charts. Figure 1 shows the softening of the manufacturing PMI, indicating that the industrial sector is in a soft patch globally. Even though the services sector is more important

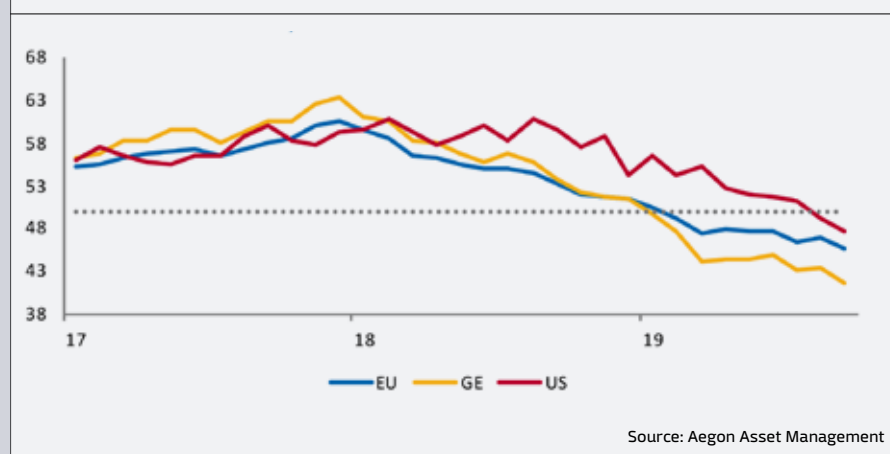
for most developed countries, the weakening of the manufacturing sector did have an impact on the broader economy. In Germany, where the (automobiles) manufacturing sector is an important driver of the economy, the weakness was visible. Growth in the largest eurozone economy has declined to around 0%.

Two scenarios to identify attractive and robust assets

We argue that the path of the economy in the coming period remains dependent on the outcome of the highly uncertain binary events. As these fluid events might have a major impact on the economy, we decided to construct two scenarios – rather than one basis scenario – to account for the highly uncertain environment.

In our positive scenario, growth in the coming years remains close to the current level. This scenario is likely to materialize if the trade dispute is resolved, and if the recent weakness in the manufacturing sector does not persist. In the absence of adverse shocks, the cycle can continue in the coming years. Still, we foresee slower growth in comparison to previous years as capacity constraints in pockets of the economy have intensified. In this positive scenario we expect global monetary policy to remain accommodative – possibly in combination with a fiscal

Figure 1: Global Manufacturing PMIs



impulse – to support growth in the near term. In this scenario fixed income investments have relatively low expected returns, with somewhat higher returns for higher risk categories within the fixed income space. Our return outlook for equities in the positive scenario is in the mid-single digits spectrum, roughly in line with historical averages.

In our negative scenario, we account for a growth slowdown in the near future. The loss of economic momentum could be driven by various factors, of which a further escalation of the trade dispute is among the most likely and impactful. The adverse effects of continuous trade uncertainty could disturb the economy via various channels, the confidence and investment channels in particular. Given the nature of these possible headwinds, we expect open economies to face more adverse effects in the near future.

Other factors that have the potential for the negative scenario to materialize, are related to Brexit, as well as a broadening of the manufacturing weakness, spilling over into the wider economy. In this scenario we expect labor market weakness, ending the strong employment trend that pushed the unemployment to current lows. We foresee a quick reaction from central banks, easing conditions further – where mainly the Federal Reserve is



OLAF VAN DEN HEUVEL

well positioned to counter the slowdown. This results in relatively low returns for most fixed income assets. The economic slowdown results in a revaluation of higher risk assets, causing negative returns for most equity categories.

Multi Asset Perspective: diversification, high yield and alternative fixed income categories

Given the two scenarios presented, we prefer assets that have the potential to do reasonably well in both a positive and negative economic situation. We continue to believe that alternative fixed income categories remain

attractive building blocks for investment portfolios. Specifically, our outlook on alternative fixed income assets, such as Dutch mortgages and European Asset Backed Securities remains positive. Also, high yield corporate bonds appear relatively attractive. This year’s analysis reveals that these asset classes are attractive on a risk adjusted basis, taking into account both our macroeconomic scenarios. Finally – as always – we emphasize the merits of well diversified portfolios. Actively managed and broadly diversified portfolios should be well positioned to navigate the likely volatile financial markets in the coming period. «

We continue to believe that alternative fixed income categories remain attractive building blocks for investment portfolios.

Disclaimer:
The information in this article is for information purposes only and cannot be considered as personal advice. The value of your investment may fluctuate. Past performance is no guarantee of future results.

Figure 2: German car production



Source: Aegon Asset Management

VOORUITZICHTEN VOOR 2020



Door Esther Waal

Net als in voorgaande jaren vroeg Financial Investigator aan verschillende vermogensbeheerders naar hun visie op het komende jaar. Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2020? Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers? En hoe kijken vermogensbeheerders naar de relatieve aantrekkelijkheid van de diverse asset classes?

In 2019 traden thema's als de Brexit-onderhandelingen, de handelsconflicten tussen de Verenigde Staten en China en de stimuleringsmaatregelen door centrale banken beurtelings op de voorgrond. Deels was dat voorzien door de vermogensbeheerders die we eind 2018 vroegen naar hun vooruitzichten voor 2019, maar vele noemden ook Italië als land dat een rol op het economische toneel zou opeisen.

Grote consensus was er over de afzwakkende economische groei en over de verwachting dat de wereld niet in een recessie zou belanden. Veel vermogensbeheerders repten over het einde van de cyclus. Zij zagen de krapte op de arbeidsmarkten toenemen en een opwaartse druk op de lonen ontstaan, vooral in de VS. Desalniettemin verwachtten ze een beperkt stijgende inflatie voor 2019.

Over China waren de experts eensgezind: China zou te maken krijgen met een dalende economische groei. Het land zou zijn schulden verder afbouwen en zijn economie richting een bestendiger groeipad brengen.

Ook over het monetaire beleid was veel overeenstemming. Veel van de experts die we hadden benaderd, voorspelden dat het soepele monetaire beleid strikter zou worden, met een geleidelijke verhoging van de rente.

De belangrijkste thema's in 2019 waren volgens de experts de afzwakkende wereldwijde economische groei, de normalisatie van het centrale bankenbeleid en de diverse politieke risico's.

Mooie beleggingskansen werden gezien in de opkomende landen en in alternatieve asset classes. Genoemd werden Asset Backed Securities met een lage rentegevoeligheid en illiquide beleggingen zoals hypotheeklen, maar ook grondstoffen en vastgoed. Verder voorsagden velen de terugkeer van waarde aandelen als aantrekkelijke beleggingscategorie.

De grootste bedreigingen zouden voortkomen uit politieke ontwikkelingen, waarbij met name Brexit en de dreigende handelsoorlog tussen de Verenigde Staten en China werden genoemd.



Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2020?

Wij voorzien voor 2020 wat lichtpuntjes en een weg naar een bescheiden economische groei. Mondiaal had de maakindustrie het lastig in 2019, maar consumenten bleven besteden. Hierdoor hield de dienstensector zich goed staande. Langzaam maar zeker zien we wat verbetering in de maakindustrie: we verwachten dat de situatie daar zal stabiliseren en zelfs wat kan verbeteren. De uitkomsten van het handelsconflict en Brexit zijn nog onzeker. Wij hanteren het motto 'eerst zien, dan geloven', maar we zien enkele hoopgevende signalen die erop wijzen dat deze ontwikkelingen niet verder zullen escaleren. Dat zou positief zijn voor de groei van de wereldeconomie in 2020.

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

Onze suggestie voor beleggers is om een evenwichtige portefeuille samen te stellen en daarbij voor een wat verkleinde positie in obligaties te kiezen. Blijf beleggen in aandelen. Een aandelendividend van 2-3% is aantrekkelijker dan een negatieve rente op obligaties. En hou een kleine buffer in liquiditeiten aan. Die kan ingezet worden als de lichtpuntjes wat overtuigender worden. Op sectorniveau kiezen wij voor aandelensectoren die (ook) goed kunnen presteren ten tijde van lage economische groei: gezondheidszorg en informatietechnologie. Qua regio's zijn we licht positief over Amerika. De maakindustrie in de VS is minder groot en het land is minder sterk afhankelijk van de wereldhandel. Qua obligaties zien we kansen in investment-grade bedrijfsobligaties. De rente daarop is hoger dan die op veel staatsleningen. Obligaties uit opkomende markten zijn eveneens interessant.



Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2020?

Wereldwijd zwakt de economische groei af, maar er zijn signalen dat de groei-vertragings niet verder doorzet. Verschillende macro-economische indicatoren duiden op stabilisatie. Daarnaast sijpelen de monetaire stimulansen door in de economie. Zowel de Fed als de ECB hebben de afgelopen maanden het monetaire beleid verruimd. De inflatieverwachtingen zijn gematigd, waardoor centrale banken een ruim monetair beleid voeren. Maar het is niet de verwachting dat er veel nieuwe monetaire stimulansen zullen komen, tenzij de economische situatie sterk verslechtert. Positief is ook dat sommige risico's afnemen, zoals escalatie van het handelsconflict en een harde brexit.

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

We verwachten voor 2020 niet zulke hoge rendementen als dit jaar. Er zullen minder nieuwe monetaire stimulansen zijn. Daarom verwachten we dat de ruimte voor verdere rentedalingen beperkt is. Voor verdere rentedalingen zijn een sterke terugval in de economie en een nieuwe ronde aan monetaire maatregelen nodig. Gezien de voorzichtig positieve macro-economische signalen verwachten we dat op de korte termijn niet. Het verwacht rendement op de meeste vastrentende categorieën is dan ook laag. Ook risicovolle beleggingen zullen de rugwind van de dalende rente missen. Daarnaast is het optimisme over afnemende risico's al in de koersen verwerkt en doemen nieuwe politieke risico's op, zoals de Amerikaanse presidentsverkiezingen. Al met al verwachten we gematigde rendementen in 2020. Vanuit waarderingsoogpunt zijn de hoogste rendementen in de opkomende landen te halen.

Jordy Hermans

Portfoliomanager Multi Asset bij Aegon Asset Management



Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2020?

> Voor 2020 hebben we twee economische scenario's uitgewerkt. Ons startpunt is dat de economie in principe goed is gepositioneerd om de groei voort te zetten, maar alleen wanneer negatieve schokken achterwege blijven. Dit positieve scenario is gebaseerd op de aannames dat het handelsconflict wordt opgelost en dat de recente zwakte in de industriële sector niet aanhoudt. In dit scenario ligt de groei in de komende jaren rond het huidige niveau, maar iets lager dan in de afgelopen jaren, omdat de capaciteitsproblemen in delen van de economie zijn toegenomen.

In ons negatieve scenario voorzien we een groeivertraging. Het afzwakken van het economische momentum kan worden veroorzaakt door verschillende factoren, waarbij een verdere escalatie van het handelsgeschil en de aanhoudende Brexit-onzekerheid tot de meest waarschijnlijke en impactvolle behoren. In dit scenario verwachten wij dat er een einde komt aan de sterke trend op de arbeidsmarkt en dat de werkloosheid zal oplopen. Ook houden we hierin rekening met een snelle reactie van de centrale banken.

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

Wij verwachten dat de grootste kansen en risico's zich de komende periode schuilhouden in de grote politieke en beleidsonzekerheden. Gezien deze onzekerheden is het volgens ons onverstandig om voor één enkel scenario te kiezen, juist omdat de verschillende uitkomsten tegengestelde uitwerkingen kunnen hebben op de economie en financiële markten. Goed gediversifieerde en actief beheerde beleggingsportefeuilles hebben onze voorkeur. Dit maakt het mogelijk om snel op kansen in te spelen. Ongeacht het scenario zijn we positief over alternatieve vastrentende beleggingscategorieën, zoals Nederlandse hypotheek en European Asset Backed Securities. Ook hoogrenderende bedrijfsobligaties zijn aantrekkelijk.

Neil Dwane

Global Strategist bij Allianz Global Investors



Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2020?

> In 2020 verwachten we dat markten switchen tussen het omarmen en het vermijden van risico's bij het verwerken van gematigde economische groei, lage tarieven en verhoogde politieke onzekerheid.

We denken dat 2020 zal worden gekenmerkt door beperkte wereldwijde groei, een tragere Amerikaanse economie en voortdurende onzekerheid over hoe het monetaire beleid en de politiek de markten zullen bewegen. Belangrijke politieke ontwikkelingen liggen in het verschiet, waaronder de ambitie van de Amerikaanse president Donald Trump voor een tweede ambtstermijn. Centrale banken zullen in 2020 een belangrijke marktfactor blijven, zelfs als hun inspanningen om economische groei te stimuleren minder effectief worden en de ultralage rentetarieven van vandaag minder bewegingsvrijheid geven. De tarieven in Europa en Japan zijn al geruime tijd negatief en de Amerikaanse Fed heeft de reeds lage rentetarieven nog verder naar beneden gebracht. Deze benadering heeft voorraden en andere financiële activa ondersteund, maar heeft ook de prijzen kunstmatig opgeblazen – en bijgedragen aan een ongelijke verdeling van de welvaart – terwijl de economische groei niet voldoende is hersteld.

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

In deze omgeving moeten beleggers ernaar streven hun portefeuilles op koers te houden door vanuit overtuiging te handelen en risico's actief te beheren in plaats van te vermijden. Aantrekkelijke rendementen zijn vooral te vinden bij minder volatiele dividendbetalende aandelen in waardesectoren zoals energie. En in thema's die wereldwijde 'megatrends' vastleggen; sterke krachten die de manier waarop we leven kunnen transformeren. Beleggers kunnen alternatieve beleggingen overwegen, zoals private credit, infrastructure debt and equity, alsook beleggingen die absoluut rendement bieden. Deze zijn doorgaans minder sterk gecorreleerd met aandelen en bieden extra diversificatiepotentieel.



Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2020?

> Het wordt een jaar met bescheiden groei en lage inflatie, onder invloed van een stimulerend rentebeleid. In dat opzicht zal 2020 weinig verschillen van 2019. We zien ook veel van de onzekerheden terug, zoals de handelsoorlog, geopolitieke spanningen en de kans op een groeierugval. Zullen de Amerikaanse verkiezingen iets voor de groei betekenen? Mogelijk worden hogere uitgaven of andere fiscale maatregelen doorgevoerd om het beleid van president Trump in de schijnwerpers te zetten. Wat betreft de handelsoorlog kan Trump tot een interim-akkoord besluiten – om critici de mond te snoeren – maar net zo goed kan hij besluiten tot verdere escalatie. Onduidelijkheid hangt over de wereld-economie, waarbij we moeten bedenken dat China en de VS maar voor een deel van de wereldhandel tekenen. Belangrijker voor de vooruitzichten zijn de binnenlandse vraag, de arbeidsmarkt en eventuele maatregelen om de groei op peil te houden. Resultaten uit het verleden laten ons niet veel verwachten van overheidssteun.



Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

> De kans dat de obligatierally zich voortzet, is klein, al is er in de VS nog wel ruimte voor een (bescheiden) plus. We zien obligaties als kwetsbaar bij economisch herstel, aanwakkerende inflatie of een draai in het marktsentiment als gevolg van een handelsakkoord. Kostendrukkende herfinancieringen en het ECB-opkoopprogramma steunen bedrijfsobligaties; beleggers die extra rendement zoeken, kunnen dollarobligaties uit de opkomende markten overwegen. Aandelen profiteren van de lage rente en monetaire steun, maar koerswinst lijkt beperkt vanwege de bescheiden BBP-groei, geringe ruimte voor margegroei en stijgende arbeidskosten. We zien nog potentieel in de technologiesector.



What is the economic outlook for 2020?

> We remain very cautious as political tensions will persist in 2020: between the US and China, and within Europe – not just due to the Brexit drama. These tensions, as well as late cycle stages in the US and Europe, will create a much more challenging economic environment. We are pessimistic when it comes to the overall economic growth prospects. A recession in 2020 will be very difficult to avoid from our point of view, given the current status quo.

What are the biggest opportunities and threats for investors?

The biggest threats are stemming from those political risks and potential policy mistakes, which could push the global economy into recessionary territory faster and deeper than our current main scenario. However, a resolution of these tensions also has the potential to keep the global economy humming for longer, as the US and China might constructively work on a longer-term solution. We are, however, reluctant to assign a significant probability to this upside scenario. In this environment, with interest rates lower for longer, the need for top-down management of the portfolio becomes even more important.

On the upside overall, positioning yourself structurally in more closed and large markets, like the local China A market or India, will help to shield yourself partially from any dislocations in the US or Europe, as the markets are large and homogeneous and are more driven by internal domestic consumption and less and less by global events.

Tommy Garvey

Member Asset Allocation Team bij GMO



Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2020?

> De voortdurende onzekerheid rondom Brexit en de handelsoorlog tussen de VS en China blijven beleggers bezighouden, terwijl later in 2020 het spook van de Amerikaanse verkiezingen opdoemt. De wereldwijd achterblijvende groei geeft zonder twijfel reden tot zorg, maar ondersteunend monetair beleid biedt tegenwicht en lijkt de prijs van beleggingen op te drijven. De ervaring leert echter dat het voorspellen van de uitkomst van macro-gebeurtenissen en de reactie van beleggers hierop een hachelijke zaak is. Als langetermijnbelegger baseren we beleggingsbeslissingen liever op waardering. Dat is een robuuste en betrouwbare methode gebleken.

Wat zijn de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

De grootste bedreiging voor beleggers blijft de gevaarlijke overwaardering van verreweg de meeste beleggingscategorieën. De beste kans bieden de extreme discrepanties in de prijs van een aantal van deze beleggingen.

Wij vinden dat aandelen uit opkomende markten, vooral de value-aandelen, aanzienlijk aantrekkelijker geprijsd zijn dan Amerikaanse aandelen, die extreem overgewaardeerd zijn. Alternatieve beleggingen, met een kortere looptijd en minder gevoeligheid voor aanvangswaarderingen dan traditionele aandelen en obligaties, zijn ook het overwegen waard. Ze bieden bovendien de mogelijkheid volop te profiteren van relatieve waarderingsspreads, via long/short-posities.

Onaantrekkelijk lage verwachte rendementen gelden ook voor obligatiebeleggingen. Binnen deze categorie zijn Amerikaanse obligaties tot op heden aantrekkelijker dan obligaties in grote delen van de rest van de wereld, ondanks dalende rendementen in het afgelopen jaar. Daarbij geldt dat Treasury Inflation-Protected Securities potentieel aantrekkelijker zijn dan nominale waarden. Tenzij u gelooft in het einde van inflatie.

Bob Homan

Hoofd Investment bij ING Investment Office



Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2020?

> We verwachten dat de wereldwijde economische groei in 2020 iets verder afzwakt, van 3,2% naar 3,1%. Dit is de laagste groei sinds 2009, maar het betekent niet per se slecht nieuws voor beleggers. In 2018 bedroeg de groei nog 3,8%, maar hadden beleggers één van de slechtste jaren sinds de financiële crisis. In 2019 hebben we het tegenovergestelde gezien. De groei nam af tot het laagste niveau sinds 2009, maar het rendement op een gebalanceerde portefeuille koerst af op het hoogste sinds datzelfde jaar. Wij verwachten dat geopolitieke risico's afnemen: de handelsoorlog tussen de VS en China escaleert niet verder en er komt geen 'no-deal Brexit'. Bovendien blijven de centrale banken een stimulerend beleid voeren. In Europa verwachten we bredere steun voor hogere overheidsinvesteringen. Kortom: lagere groei, maar in 2020 (nog) geen recessie.

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

In een klimaat van lage economische groei zal ook de rente laag blijven. Bedrijfswinsten zullen niet veel stijgen, maar hoe langer de rente laag is, hoe meer ruimte er ontstaat voor hogere waarderingen. De waardering voor wereldwijde aandelen is nu gelijk aan het langjarige gemiddelde, maar zou best een poosje wat hoger kunnen zijn. Een van de bedreigingen die we zien aankomen, zijn de presidentsverkiezingen in de VS. Een succesvolle, meer linkse kandidaat zal door financiële markten in eerste instantie als negatief worden gezien. Verder kunnen het oplaaieren van de handelsoorlog of conflicten elders in de wereld een bedreiging vormen.



What is the economic outlook for 2020?

> The outlook for fixed income we believe boils down to whether central bankers' accommodative policy can retain its efficacy and stave off a global recession. We believe it will. As long as central banks do not make a mistake, real equilibrium rates should remain low and depress the risk premia required to own riskier assets. We expect to see an extension of the credit cycle, which should support corporate bonds and equities.

Growth should recover slightly from depressed 2019 levels but the recovery will be unsustainable. Recession will be avoided but growth will be sluggish. Tight labour markets will be insufficient to get inflation off the ground. Investors will likely have to be content with modest returns.

What are the biggest opportunities and threats for investors?

A more active approach will be required in 2020. This will involve identifying markets where real yields persist and where central bank policy rates are likely to be eased. Even at low yields, the capacity for developed market sovereign bonds to act as a diversifier to equities remains intact.

High yield bonds will offer opportunities, but selectivity will be key. The defaults in 2019 were symptomatic of how technology and shifting consumption patterns are reshaping the world. Lending to companies that will be around in the future, means paying attention, not only to traditional metrics, but to what matters to future investors and consumers.

The search for yield will force investors to look across the entire range of fixed income. That may see increased interest in asset backed and mortgage securities. US mortgage credit has not been where the debt build-up has been, this cycle.



Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2020?

> Vooruitkijkend naar volgend jaar is het gemakkelijk om ons te richten op de vele onzekerheden in de wereld, maar we richten ons liever op wat wij als een zekerheid beschouwen: de voortgaande, snelle digitalisering van de financiële dienstensector. We hebben de afgelopen vijf tot tien jaar al een enorme disruptie op dit gebied gezien en we verwachten dat dit de komende tien jaar en verder nieuwe beleggingsmogelijkheden zal blijven creëren.

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

Verschillende factoren kunnen beleggers in 2020 zorgen baren; van het Brexit-proces en Donald Trump tot de Amerikaanse verkiezingen en de wereldwijde handelsconflicten. Tegelijkertijd zien we dat de wereldeconomie vertraagt. Hoewel we deze kwesties in de gaten houden, geven we er de voorkeur aan om de fundamentals en trends van bedrijven te evalueren zonder ons te laten afleiden door schreeuwende krantenkoppen. In plaats daarvan zullen we ons blijven richten op het beleggen in financiële bedrijven die hun sector ontwrichten, veel investeren in hun IT-systemen, hun bedrijfsmodellen naar digitalisering verschuiven, data-analyse en cyberbeveiliging implementeren en ecosystemen opbouwen. En wat belangrijk is: dit is nog maar het begin. Financiële innovatie is een grote structurele verandering, die zich nog in zijn beginfase bevindt. Voeg daar een omgeving van lage rentevoeten aan toe en de vooruitzichten voor digitalisering worden nog interessanter.

Joost van Leenders

Senior Beleggingsstrateeg bij Kempen Capital Management



Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2020?

> De grote vraag 'Komt er een wereldwijde recessie in 2020?' houdt economen op dit moment bezig. De schade van de handelsoorlog tussen China en de VS en de onzekerheid rond Brexit worden zichtbaar in afzwakkende handelsstromen, industriële productie en bedrijfsinvesteringen.

Financiële markten vertonen een grote divergentie. De extreem lage rente op staatsobligaties en het kleine verschil tussen de lange en de korte rente in de VS duiden erop dat obligatiebeleggers van het ergste uitgaan. Aandelenbeleggers zijn optimistischer. De Amerikaanse S&P 500 noteert rond recordhoogtes en de AEX heeft een aardige rally laten zien. Lage risico-opslagen op bedrijfsobligaties wijzen ook niet op naderend onheil.

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

Wij voorzien voor 2020 een uitdagend beleggingsklimaat. Het is vooral van belang of verwachtingen worden waargemaakt. Gaan centrale banken echt fors stimuleren en heeft dat nog effect? Kunnen bedrijven hun winsten nog laten groeien in een omgeving van lage groei en lage inflatie?

Vooralsnog zijn we defensief geïmponeerd en verkiezen we het behoud van kapitaal boven het laatste restje rendement uit de bull market. Wat ons optimistischer zou maken, zijn tekenen dat het monetaire beleid aanslaat, zeker als dat gepaard zou gaan met fiscale stimulering. Of uiteraard als er een deal tussen de VS en China wordt gesloten of als er een ordelijke Brexit plaatsvindt.

Sonja Laud

Chief Investment Officer bij Legal & General Investment Management



Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2020?

> Na de afkoeling in 2019 verwachten we dat de wereldwijde groei stabiliseert met een snelheid die voldoende robuust is om een stijging van de werkloosheid te voorkomen. De gematigde inflatie heeft de centrale banken opnieuw in staat gesteld de groei te ondersteunen, dit keer als reactie op een reeks geopolitieke schokken die het zakelijke sentiment hebben ondermijnd.

Groeirisico's blijven de keerzijde. Belangrijk is dat China minder bereid – of in staat – is om de economische productie te stabiliseren. Maar als handelonzekerheden, de onrust rond Brexit en andere spanningen verdwijnen, is er ook een mogelijkheid dat de groei positief verrast, geleid door een opleving van uitgestelde investeringen en productie.

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

De grootste bedreigingen en kansen komen volgend jaar vanuit de politiek – en dan vooral de Amerikaanse presidentsverkiezingen, waar kiezers een voortzetting van de status quo onder Donald Trump zullen afwegen tegen een Democratische mededinger die op een radicaal economisch platform staat. Natuurlijk zullen ontwikkelingen in handelsspanningen en het Brexit-proces zich waarschijnlijk voortzetten in slingerende markten.

Omdat de wereldeconomie een laat-cyclische fase ingaat, zijn de winstvooruitzichten in de meeste scenario's minder gunstig. Een zwakkere groei zou de winst waarschijnlijk doen dalen en het aantal defaults verhogen, maar een sterkere groei zal waarschijnlijk leiden tot meer loon- en margedruk. Dit zou ook de centrale banken kunnen aanmoedigen om een deel van de steun in te trekken, die heeft bijgedragen aan stijgende activaprijzen. Het debat over het gebruik van begrotingsbeleid zal toenemen, maar we verwachten geen betekenisvolle verandering tot een volgende neergang goed op gang komt.



Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2020?

> Of het in 2020 tot een recessie komt, is nog niet duidelijk. Belangrijke ontwikkelingen om in de gaten te houden zijn de Britse en Amerikaanse verkiezingen en de mogelijke economische gevolgen daarvan. De winnaar kan een ruimer begrotingsbeleid invoeren. Voor obligatiebeleggers kan dit betekenen dat de overheidsschuld en yields toenemen. In Europa zullen de hernieuwde maatregelen van de ECB om het monetaire beleid te verruimen steeds minder effectief zijn en centrale banken kunnen afnemende opbrengsten verwachten van deze activiteiten. Er zijn ook zorgen over de negatieve rentes die momenteel overheersen in Europa. Deze rentes hebben een negatief psychologisch effect en bezorgen banken veel problemen. De financiële instituten kunnen de negatieve rentes niet doorberekenen, aangezien veel klanten anders hun geld weghalen.

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

De belangrijkste factoren voor wereldwijde obligaties blijven de vertragende economische groei en de internationale handelsspanningen. In dit klimaat blijft onze wereldwijde obligatiestrategie momenteel defensief, een weerslag van onze verwachting van een lagere economische groei. We hebben daarom met name de high yield-obligaties op 'underweight' gezet.

Er zijn ook uitzonderingen. De langetermijnverwachting voor Emerging Market Debt is bijvoorbeeld positief, ondanks de verhoogde risicofactoren zoals de lagere wereldwijde economische groei en de anti-vrijhandelssentimenten. De opkomende landen hebben voordelen in vergelijking tot de ontwikkelde landen wat betreft de demografische situatie. Ze hebben minder hoge schuldenniveaus en nemen bovendien een steeds groter aandeel in het wereldwijde BBP in. De zeer lage en zelfs negatieve rentes in de ontwikkelde landen zullen het positieve sentiment richting de opkomende landen verder versterken, waardoor yields kunnen stijgen terwijl faillissementsniveaus laag blijven.



Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2020?

> De wereldeconomie is in 2019 in een neerwaartse trend gekomen met lagere groei-cijfers. Ondanks stabilisatie van de data in de laatste paar maanden zijn de zorgen over een 'secular stagnation' weer terug en hebben de Fed en de ECB meteen gereageerd. Met de extreem lage rentestanden op dit moment neemt de effectiviteit van het monetaire beleid echter af. Centrale banken kunnen weinig uitrichten tegen groeiende onrust over handelsbeperkingen of de Brexit. Daarom wordt er steeds meer verwacht van een ander beleidsinstrument: fiscale politiek. Een flink aantal overheden, waaronder de Nederlandse, kan tegen zeer lage rentes lenen en met de juiste investeringen de economie een noodzakelijke impuls geven. Hoewel een grote toename van overheidsuitgaven in 2020 nog onwaarschijnlijk is, kan een kleine fiscale impuls het wereldwijde sentiment verbeteren. Maar met het groeiende populisme in de wereld blijven de risico's op een verdere neergang op de loer liggen.

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

Door een relatief hoge risicopremie zijn aandelen nog steeds aantrekkelijk, vooral buiten de Verenigde Staten. Als de fiscale politiek in 2020 te hulp schiet, zal de rotatie naar cyclische aandelen en financiële dienstverleners een vervolg krijgen. Voor vastgoed zien we meer risico's, vooral als de rente wat gaat stijgen omdat het een zwaar overwogen sector is. Voor obligatiebeleggers zijn spread-producten zoals EMD en illiquide alternatieven zoals hypotheeklen de aantrekkelijkste opties, omdat staatsobligaties bij de huidige renteniveaus geen of zelfs negatief rendement bieden. Verder verwacht ik dat de vraag naar duurzame beleggingen in 2020 verder zal accelereren.

Sébastien Galy

Senior Macro Strategist at Nordea Asset Management



What is the economic outlook for 2020?

> We expect the mix of European growth and inflation to stay very subdued and to improve in the second half of 2020, led by a recovery in Germany, Spain, Italy and Greece. Germany should benefit from a fiscal package of likely around 1% of GDP, focused again on the transformation of its economy into a Green economy, a process more advanced in Nordic countries. The periphery of Europe should benefit strongly from the past and from continued flattening of their sovereign yield curves. Month after month, cheaper lending by banks translates into better economic activity which translates into lower credit risk for banks, allowing them to lend more. This happened to Spain and it has been averaging above 2% growth since 2015. Furthermore, the eventual rebound in China should help German and Swedish growth. More broadly, an economic rebound, combined with an eventual oil one, should benefit Nordic economies quite significantly.

What are the biggest opportunities and threats for investors?

The developments mentioned earlier offer both thematic and tactical opportunities within European equities with initially a defensive tilt, such as covered bonds and listed infrastructure. On the fixed income side, an eventual improvement in growth and a less dovish ECB should create some shocks in Italian and Greek fixed income, but we expect these to be transient as the longer-term earnings outlook remains subdued, giving fixed income a strong bid in a correction. Broadly speaking, we continue to be very constructive on Italian and Greek credit risk.

Jeroen Blokland

Head of Multi Asset bij Robeco Investment Solutions



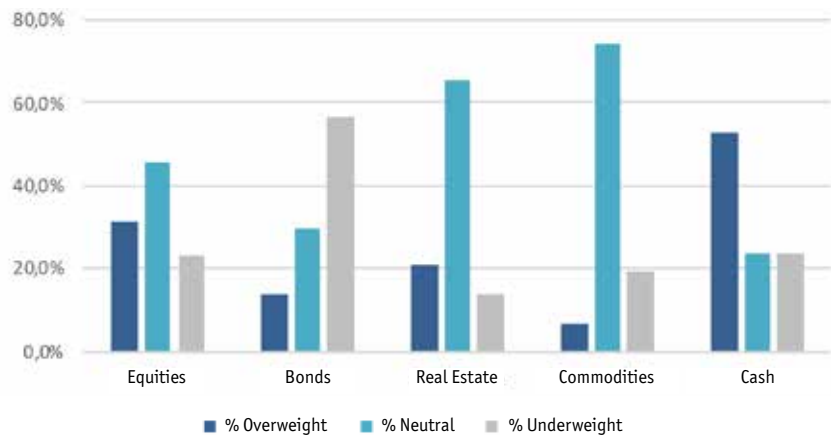
Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2020?

> We verwachten geen Amerikaanse recessie in 2020, vanwege een aanhoudend sterke arbeidsmarkt en een behoorlijk robuuste dienstensector. De invloed van twee politieke hoofdpijndossiers, Brexit en de handelsoorlog tussen de VS en China, neemt af. De Chinese groei daalt verder als gevolg van drie langetermijntrends: demografie, hoge schuldposities van het Chinese bedrijfsleven en de ingezette transitie van een investeringsgedreven economie naar een consumentgedreven economie. Europa lift mondjesmaat mee op een gestaag herstel elders. Voor de wereldeconomie als geheel verwachten we een voorzichtig herstel. De dalende intensiteit van de handelsoorlog en de Brexit-ontwikkelingen zorgen voor een terugkeer van vertrouwen in de verwerkende industrie. Dit biedt ruimte voor bedrijven om iets van de uitgestelde investeringen alsnog uit te voeren. Samen moet dit zich vertalen in de terugkeer van positieve winstgroei, ergens in de eerste helft van volgend jaar.

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

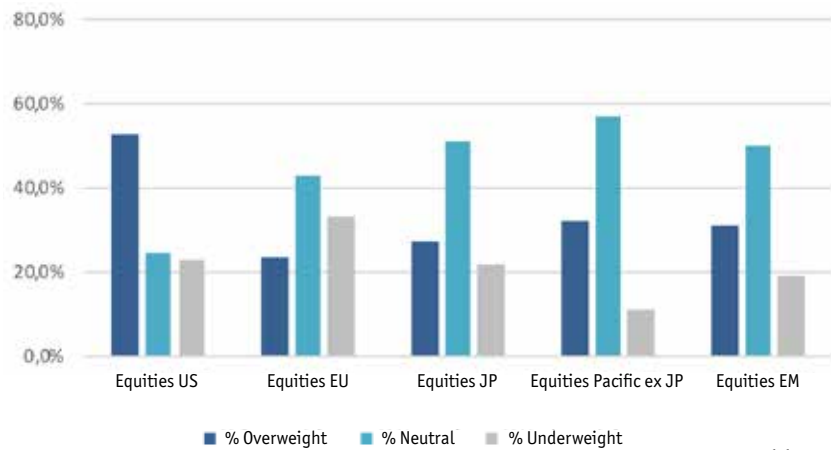
Wij verwachten dat aandelen wereldwijd eerst nog verder stijgen voordat ze het wat moeilijker krijgen. Er zijn vier factoren die hieraan bijdragen. In de eerste plaats doen aandelen het doorgaans goed bij gematigde economische groei en een ruim monetair beleid. Daarnaast zouden bedrijfswinsten in het economische scenario dat hiervoor is geschetst op termijn weer moeten toenemen. Bovendien zijn de meeste beleggers nog verre van uitbundig. Dat betekent dat er nog geld aan de zijlijn staat dat richting aandelen kan gaan. Tot slot zijn aandelen vanuit een relatief perspectief niet duur. Andere beleggingscategorieën, met name binnen de obligatiemarkt, zijn duurder.

Figuur 1: Relatieve aantrekkelijkheid asset classes per 30/11/2019



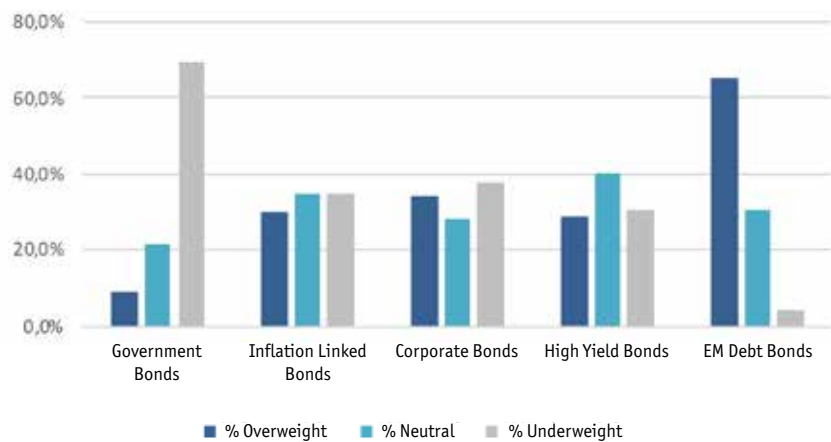
Bron: Alpha Research

Figuur 2: Relatieve aantrekkelijkheid aandelen per 30/11/2019



Bron: Alpha Research

Figuur 3: Relatieve aantrekkelijkheid obligaties per 30/11/2019



Bron: Alpha Research

CONCLUSIE

Over de economische groei in 2020 zijn de door ons geraadpleegde vermogensbeheerders redelijk eensgezind: we krijgen ook volgend jaar te maken met een bescheiden groei. Maar waar de één nog vrij optimistisch is gestemd en een stabilisatie van de groeivertraging of zelfs een voorzichtig herstel voorziet, neemt de ander toch voorzichtig het woord recessie in de mond, mede als gevolg van de politieke spanningen in de wereld.

De zorgen over de politieke onrust in de wereld worden breed gedeeld. Hoewel de handelsconflicten tussen de Verenigde Staten en China naar verwachting worden opgelost, kunnen ze wel schade aanrichten. Ook Brexit lijkt ordelijk te gaan verlopen, wat niet wegneemt dat de aankomende Britse verkiezingen voor agitatie kunnen zorgen. Dat verwachten verschillende experts ook van de aanstaande Amerikaanse verkiezingen.

Centrale banken zullen in 2020 een belangrijke marktfactor blijven, maar de vermogensbeheerders zijn niet eenduidig over hun beleid. De een verwacht een stimulerend rentebeleid, terwijl de ander juist geen nieuwe monetaire stimulansen verwacht. De verwachtingen omtrent inflatie zijn over het algemeen gematigd, of de centrale banken daar nu actief aan zullen bijdragen of niet. Ook over de rente heerst overeenstemming: deze blijft laag.

De 'search for yield' zal zich mede om deze reden vooral richten op aandelen. Veel vermogensbeheerders kiezen voor sectoren die ook bij lage economische groei nog vooruitzichten bieden en die zien zij met name in de technologiesector. De digitalisering zal zich alleen maar voortzetten. Ook de gezondheidszorg en energiesector worden genoemd. Verder kunnen kansen worden gevonden in alternatieve beleggingen, zoals private credit, infrastructuur, hypotheek en Asset Backed Securities.

Qua regio's zijn de vermogensbeheerders minder eenduidig. Vele verwachten positieve rendementen te vinden in opkomende landen, met name in obligaties. Andere zijn optimistisch over de Verenigde Staten. Een enkeling kijkt vooral naar Europa en naar Griekenland en Italië in het bijzonder.

Wat uit alle vooruitzichten doorsijpelt, is dat 2020 gekenmerkt zal worden door een uitdagend beleggingsklimaat, met opnieuw hoofdrollen voor de centrale banken, China en de Verenigde Staten.



GERALD CARTIGNY

VAN MN

NAAR GOLDMAN SACHS ASSET MANAGEMENT



Foto: Archief MN

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

Uitstekend. Het is een mooie uitdaging bij een wereldwijd opererend bedrijf waarin verschillende culturen samen komen.

U was hiervoor CIO bij MN. Op welk vlak kunt u de expertise die u daar heeft opgedaan, gebruiken in uw nieuwe functie?

Ik zou het iedereen aanraden om aan beide kanten van de tafel ervaring op te doen. Bij MN heb ik een sterk begrip opgebouwd van de wensen van pensioenfondsen en hun deelnemers. Ik kon bovendien de razendsnelle ontwikkeling op ESG-gebied in Europa op de voet volgen, inclusief de vertaling naar uiteindelijke strategieën en mandaten. Met die ervaring kan ik op de stoel van de vermogensbeheerder een ambassadeur zijn voor onze klanten en tegelijkertijd vooruitgang bewerkstelligen aan de zijde van de asset manager.

U heeft onder meer gewerkt bij ABN AMRO Asset Management. Kunt u heel kort aangeven welke kennis u daar heeft opgedaan?

Ik heb met veel plezier 16 jaar bij ABN AMRO Asset Management gewerkt in diverse rollen. Deze ervaring heeft mij gevormd; op het vlak van kennis van asset management, maar zeker ook op persoonlijk vlak. De samenwerking met klanten in Europa en de Verenigde Staten komt nu goed van pas in mijn nieuwe rol.

Wat was voor u de uitdaging om bij Goldman Sachs Asset Management aan de slag te gaan?

Na 7,5 jaar MN was het in mijn ogen goed – voor mij, maar ook voor MN – om nieuw leiderschap te omarmen. Dit levert een verfrissende blik op. Bij GSAM tref ik een wereldwijd opererend bedrijf aan met veel kennis op researchgebied. Enerzijds word

ik daardoor opnieuw uitgedaagd door een steile leercurve, anderzijds wil ik de toegang hiertoe naar onze klanten opentrekken door het opbouwen van strategische relaties rondom 'knowledge share'. Dit geldt zeker ook voor ESG waar de ontwikkelingen zich in versneld tempo opvolgen.

Wat verwacht u in uw functie als Managing Director, hoofd Benelux, te bewerkstelligen?

Allereerst hoop ik te vertellen waar GSAM voor staat. Het bedrijf gaat mee met haar tijd en is op een aantal terreinen, zoals ESG, veel verder dan ik zelf dacht. Het beeld dat veel mensen in de Benelux van GSAM hebben, is bovendien een aantal jaren oud. Dat beeld wil ik challengen. Op de middellange termijn hoop ik dat we bij GSAM nog meer een rol als kennispartner kunnen innemen voor onze Benelux klanten.

Kunt u uw nieuwe functie combineren met uw rol als bestuurslid van DUFAS en als vice-voorzitter van de Institutional Investor Group on Climate Change (IIGCC)?

In principe zou dat mogelijk zijn. Mijn DUFAS- en IIGCC-bestuursrollen waren echter op MN-titel en derhalve heb ik bij beide mijn positie neergelegd. Wellicht komt het weer op mijn pad in de nabije toekomst.

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

Die zijn onveranderd: me inzetten voor een sterke asset management-sector in de Benelux, blijven leren, bijdragen aan oplossingen die er maatschappelijk toe doen en zelf mijn steentje bijdragen aan de maatschappij. Dit laatste doe ik onder andere door mijn bestuurspositie bij het Jeugdfonds Sport & Cultuur Noord-Holland, waardoor armlastige kinderen de kans krijgen om te sporten, te dansen of een muziek-instrument te bespelen. We zien dat dit het sociale isolement helpt te verkleinen.

» **MARCEL VERHEUL**

wordt per 1 februari voorzitter van het uitvoerend bestuur van ABN AMRO Pensioenfonds. Verheul werkt sinds 2015 bij AZL en werkte eerder bij PGGM.

» **RIANNE VEDDER**

gaat aan de slag als Chief Financial & Risk Officer bij Bouwinvest. Eerder was Vedder Partner bij EY Financial Services Advisory.

» **WILLEM JAN BRINKMAN**

is benoemd tot Chief Financial & Risk Officer van PGGM Investments. Hij was al eerder bij PGGM Investments werkzaam in de functie van Principal Investment Manager. Daarvoor was hij tien jaar lang Partner bij KPMG Corporate Finance.

» **PATRICK WOODS**

is benoemd tot Head of Commercial Development bij Avida International. Hij werkte eerder voor Aberdeen Standard Investments en bij Standard Life Ireland en Standard Life Investments.

» **GABRIËLLE REIJNEN**

is toegetreden tot de RvC van Bouwinvest Real Estate Investors. Reijnen heeft meer dan 25 jaar ervaring als bestuurder bij onder meer ABN AMRO, Alvarez & Marsal en Royal Bank of Scotland. Zij is tevens RvC-lid bij Aegon Bank N.V., Aspen Oss B.V. en Beter Bed Holding N.V.

» **ARNO NORRO**

is door Comgest aangesteld als Investor Relations Manager. Norro komt over van Nordea Asset Management, waar hij medeverantwoordelijk was voor de sales in de Benelux.

» **OLAF FLIPPO**

is de nieuwe directeur van het Heineken Pensioenfonds. Hij is per 1 oktober Frank de Waardt opgevolgd, die met pensioen is gegaan.

» **SANDRA PHILIPPEN**

is benoemd tot Hoofdeconoom van ABN AMRO. Hiervoor was ze Hoofd Nederland bij het Economisch Bureau van de bank. Phlippen was eerder Chef Economie bij het Algemeen Dagblad en Hoofdredacteur van het economieblad ESB.

» **JEFF GRILLS**

is door Aegon Asset Management benoemd tot Hoofd Emerging Market Debt. Hij komt over van Gramercy Funds, waar hij Partner en Senior Portfolio Manager Emerging Markets was. Eerder was Grills Portfolio Manager en co-Hoofd van het EMD-team van J.P. Morgan.

» **ROB LABADIE**

is toegetreden tot de RvC van Topfund BV. Hij heeft 42 jaar ervaring in de financiële sector en werkte onder meer als directeur bij Van Lanschot Bankiers. Labadie is verder lid van de Raad van Toezicht van het Pensioenfonds voor de Houtverwerkende Industrie en Jachtbouw.

» **ERIK BREEN**

verlaat zijn huidige functie als Director Impact Equities & Bonds bij Triodos Investment Management om zijn eigen adviesbedrijf Infusus op te richten. Voordat hij bij Triodos in dienst kwam, werkte hij onder meer 17 jaar in verschillende functies voor Robeco.

» **XANDER KOK**

gaat aan de slag als Asset Manager bij ABN AMRO MeesPierson. Hiervoor werkte hij bij Robeco en bij OHV Vermogensbeheer.

» **GISELLA VAN VOLLENHOVEN EN GERARD VAN OLPHEN**

zijn aangesteld als lid van de RvC van ASR Nederland. Van Vollenhoven is tevens lid van de RvC van WSW en de RvA van de Masteropleiding Finance aan de VU. Van Olphen is voorzitter van de Raad van Bestuur van APG en van de Taakgroep Financiering Nederlands Klimaatberaad.

» **ROEL KNOL**

is begonnen als uitvoerend bestuurslid bij De Nationale APF. Hij komt over van Robeco en werkte eerder voor ING Investment Management en AZL.

» **JOS OP HEIJ**

is benoemd tot bestuurslid van pensioenfonds DSM Nederland namens de werkgever. Hij heeft als aandachtspunten risicobeheer en compliance. Op Heij is sinds april 2019 Compliance Officer en Alert Officer bij DSM.

» **JACCO MATERS**

is benoemd tot bestuurslid van Dufas. Hij is momenteel werkzaam als CEO bij Anthos Fund & Asset Management. Maters begon zijn carrière bij ABN AMRO en bekleedde later bestuurlijke functies bij Lombard Odier Darier Hentsch, Allianz en Delta Lloyd Asset Management.

» **RENÉ RIJK**

is aangesteld als Belegger bij Pensioenfonds Horeca & Catering. Hij komt over van TKP Investments, waar hij meer dan tien jaar werkzaam was, onder meer in het beheer van de vastgoedportefeuille.

» **JELTE DE BOER**

is aangesteld als CIO a.i. bij Optimix Vermogensbeheer. Hij neemt de taken waar van Ivan Moen, die op sabbatical is. De Boer was al sinds 2003 werkzaam bij Optimix, onder meer als Senior Portfolio Manager en sinds september 2019 als Hoofd Beleggingen in Amsterdam.

» **REIN GODDING**

is sinds 1 november Manager Pensioenfonds van Pensioenfonds Huntsman Rozenburg. Godding is daarnaast verbonden aan Pensioenfonds Robeco en Telegraafpensioenfonds.

» **DAAN VAN DER WERF (FOTO)**

gaat aan de slag als Director Investor Relations bij Syntrus Achmea Real Estate & Finance. Van der Werf komt over van Triodos Investment Management. Daarvoor werkte hij onder meer bij Delta Lloyd Asset Management en Kempens Capital Management.



Daan van der Werf



Alternatives 4 children



**Help make a change
and become a supporter.**

Scan the QR-code and learn more about our activities in The Netherlands and the UK. Become part of the Financial Industry Charity and support children all over the world.

Christmas is coming soon so donations are very welcome too!



info@a4c.nl • www.a4c.nl • +31 65 1223 086

Save the date:

Join the www.legends4legends.org conference on September 24th 2020. Hear from the world's leading investors and support A4C.



Tijden
veranderen.

In een alsmat veranderende wereld mogen we niet uit het oog verliezen wat ons hier heeft gebracht. Wij geloven dat succes berust op de combinatie van vertrouwde technieken met de laatste technologische ontwikkelingen. Laten we de toekomst van gezamenlijk beleggen definiëren. Doe mee op [invesco.com/change](https://www.invesco.com/change)

Deze uiting is uitsluitend bestemd voor professionele en particuliere beleggers in Nederland. Bron: Invesco, op 1 oktober 2019. Waar Invesco haar eigen standpunten en meningen heeft geuit, kunnen deze veranderen. Gepubliceerd door Invesco Asset Management S.A. Dutch Branch, Vinoly building, Claude Debussylaan 26, 1082 MD Amsterdam. EMEA7388/2019

