

# FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

## HOOGSTE TIJD OM DE WEEFFOUTEN VAN DE EMU TE HERSTELLEN

Harald Benink, Tilburg University

## RONDE TAFEL SUSTAINABLE INVESTING IN EMERGING MARKETS

7 experts aan het woord

# DUURZAAMHEID IS HET STARTPUNT, NIET DE ALPHA

Stephan Langen,  
ASN Impact Investors



**RONDE TAFEL**

De rol van goud in de  
beleggingsportefeuille



## Empower your investment strategy

Institutional investors navigate in a changing world. Our active management approach and multi-affiliate model of expert, entrepreneurial investment managers enables our clients to access specialized alpha-driven investments and receive the tailored solutions they need.

Over 500 institutional clients in more than 38 countries already count on us.

› See how we can become your trusted partner:  
[im.natixis.com/institutional](https://im.natixis.com/institutional)

**MARKETING COMMUNICATION**

## De noodzaak van andere diversifiers

### HOOFDREDACTEUR

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

### ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

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

### EINDREDACTIE

Baart Koster

### REDACTIE

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

### RAAD VAN ADVIES

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

### REDACTIERAAD

Michiel Cleij  
 Hellen Goorse  
 Jacqueline van Leeuwen  
 Philip Menco

### AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Rik Albrecht, Harald Benink, Xavier Blaiteau, Stijn de Bont, Svetlana Borovkova, Hilko de Brouwer, Ronald Bruins, Gerald Cartigny, Zoë du Chattel, Jonathan Davis, Han Dieperink, Paul van Gent, Wilse Graveland, Bruno de Haas, Marc Heemskerck, Harald Henke, Felix Hermes, Samiya Jmilli, Thijs Jochems, Vitali Kalesnik, Gerard van de Kuilen, Chris Kushlis, Stephan Langen, Andy Langenkamp, Arthur Lerner-Lam, Rishma Moennasing, Kiran Nandra, Tom Niemans, Judith Norbart-ten Hoor, Alwin Oerlemans, Johan Palmberg, Wim-Hein Pals, Ilke Pienaar, Mary Pieterse-Bloem, Marcos Räsänen, Pim Rank, Ryan Reardon, Mark Rosenberg, Sara Rosner, Ralph Sandelowsky, Edwin Simon, Jan Tol, Jim Whittington, Jeroen Wilbrink en Mark Willems

### FOTOGRAFIE

Ruben Eshuis Photography  
 Kees Rijken Fotografie  
 Cor Salverius Fotografie

### BASISONTWERP

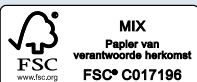
jannie.design

### OPMAAK

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

### DRUK EN DISTRIBUTIE

Scope Business Media in samenwerking met PreVision



### ADVERTENTIES

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

### UITGEVER

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

### ABONNEMENTEN

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

**DISCLAIMER** De inhoud van Financial Investigator dient enkel ter informatie en is geen voorstel of aanbod tot het aankopen of verhandelen van de financiële instrumenten die hierin beschreven worden en is geen beleggingsadvies. Uitgever en auteurs verklaren dat deze uitgave op zorgvuldige wijze en naar beste weten is samengesteld, evenwel kunnen uitgever en auteurs op geen enkele wijze instaan voor de juistheid en volledigheid van de informatie. Uitgever en auteurs aanvaarden dan ook geen enkele aansprakelijkheid voor schade, van welke aard dan ook, die het gevolg is van handelingen en/of beslissingen die gebaseerd zijn op bedoelde informatie. Evenmin aanvaarden uitgever en auteurs aansprakelijkheid voor materiaal zoals foto's en afbeeldingen die door derden zijn aangeleverd. Niets uit deze uitgave mag worden vervoerd, 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.

De rente is erg hard opgelopen, nu de centrale banken van de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk door de sterk opgelopen inflatie zijn begonnen met een nieuwe cyclus van monetaire verkrapping. Dit heeft geleid tot een grote daling van zowel aandelen als obligaties. Met argusogen wordt naar de ECB gekeken, want ook in Europa is de inflatie de pan uit gerezen en het kan eigenlijk niet anders dan dat ook de ECB aan de monetaire teugels moet gaan trekken.

De ECB ziet zich echter voor een grote uitdaging geplaatst. De inflatie staat, mede door de zwakke euro, in sommige EU-landen ver boven de doelstellingen. Maar renteverhogingen leiden tot problemen bij de grote schuldenlanden zoals Italië.

Discussies over het zwakke eurosysteem laaien weer op. Europa is momenteel voor beleggers, ook vanwege de oorlog in Oekraïne, bepaald geen schuilplaats.

Aandelen en obligaties zijn door de renteonrust dit jaar volatiele asset classes geworden. Ze hebben tot nu toe ook geen diversificatie ten opzichte van elkaar geboden. Beleggers zijn daarom naarstig op zoek naar andere 'diversifiers'. Twee interessante mogelijkheden krijgen in dit nummer de volle aandacht: Emerging Markets en goud.



Emerging Markets zijn interessant vanwege de groeivoorzichten. Ze hebben een enorme behoefte aan financiering. Duurzaam beleggen in die markten blijkt zinvol, zo gaven zeven experts tijdens een Ronde Tafel van Financial Investigator te kennen. Een ESG-focus is hoe dan ook belangrijk vanuit een risicoperspectief.

En dan goud. Nog niet zoveel institutionele beleggers beleggen erin. Toch wijst een aantal casestudies uit dat een allocatie van tussen de 4% en 15% naar goud de risico-rendementsverhouding van een portefeuille verbetert. Het edelmetaal biedt bovendien bescherming tegen mogelijke staartcrisis's. Goud is een van de weinige assets die het ook in een stagflatiescenario goed kan doen. Maar er zijn ook bedenkingen: is goud nu duur of goedkoop? Hoe bepaal je de waarde? Dat alles werd duidelijk tijdens een Ronde Tafel over goud.

Voor het coververhaal interviewden we Stephan Langen, Fund Manager SRI Funds bij ASN Impact Investors. Hij geeft daarin zijn kijk op impactbeleggen. Duurzaamheid moet het startpunt zijn en niet de alpha, zo meent hij. Er moet geen uitruil van principes plaatsvinden, maar een zorgvuldige afweging van dilemma's.

Het is al benadrukt: als de inflatie aanhoudt, zal de ECB moeten ingrijpen. Maar dat kan alleen als er flinke hervormingen worden doorgevoerd, zo stelt Harald Benink, Hoogleraar Banking & Finance aan Tilburg University. Zonder radicale hervormingen, die feitelijk neerkomen op een fiscale unie binnen de Europese en Monetaire Unie (EMU), is de euro ten dode opgeschreven.

Naar verwachting start op 1 januari 2023 de transitieperiode naar het nieuwe pensioenstelsel. Er zijn keuzes te over ten aanzien van deze overgangperiode. Financial Investigator vroeg diverse pensioenexperts naar hun mening.

Verder in deze editie volop inspiratie door een keur aan interviews, artikelen en columns.

Ik wens u veel leesplezier!

**Jolanda de Groot**  
 Hoofdredacteur

Educatieve bijeenkomst voor family offices over beleggen in China en Emerging Markets

5 juli 2022  
 van 14.15-17.15 uur

Locatie: Triodos Investment Management, Driebergen-Rijsenburg



10

Duurzaamheid  
is het startpunt,  
niet de alpha



18

Ronde Tafel Sustainable  
Investing in Emerging  
Markets

## COVERVERHAAL

- 10 Duurzaamheid is het startpunt, niet de alpha,** Interview met Stephan Langen, ASN Impact Investors

## THEMA EMERGING MARKETS

- 18 Ronde Tafel Sustainable Investing in Emerging Markets**
- 28 Luister naar je klant en laat je leiden door wetenschap,** Interview met Jim Whittington, Dimensional
- 30 Understanding sovereign ESG risk in emerging markets,** PineBridge Investments
- 32 China deleveraging: Domestic and global impacts,** T. Rowe Price
- 34 Financiële diensten cruciaal bij bestrijden armoede,** Interview met Felix Hermes, BlueOrchard (onderdeel van Schroders)

## THEMA GOUD

- 48 Ronde Tafel De rol van goud in de beleggingsportefeuille**
- 54 Goud als een strategische asset**

## WETENSCHAP EN PRAKTIJK

- 6 Hoogste tijd om de weeffouten van de EMU te herstellen,** Interview met Harald Benink, Tilburg University
- 14 Laat pensioen pensioen blijven,** Interview met Gerard van de Kuilen, Cavani Analyse en Advies
- 36 Clearing up the 'scaling' confusion in carbon intensity,** Research Affiliates
- 40 Crisis lessons: Stay invested, stay active,** Goldman Sachs Asset Management
- 42 Webinarverslag Factorbeleggen bij Obligaties**
- 44 Signs on the road to net zero,** AllianceBernstein
- 46 Klimaattransitie vereist een actieve beleggingsstrategie,** OBAM Investment Management
- 58 De transitieperiode komt eraan! Keuzes voor het beleggingsbeleid**

## COLUMNS

- 9 IVBN:** Onzekere tijden vereisen daadkracht
- 17 CFA Society VBA Netherlands:** Ethische principes voor het nieuwe pensioencontract
- 27 Han Dieperink:** Meer rendement dankzij hogere kosten

**S** Gesponsord

- 38 Pim Rank:** De Big Mullah Theory revisited?
- 39 Andy Langenkamp:** Van Russische regen in Chinese drup
- 57 Bruno de Haas:** Olieaandelen gedijen bij uitsluitingshausse
- 62 Thijs Jochems:** Moeten we niet verder vooruitkijken?



58

De transitieperiode komt eraan! Keuzes voor het beleggingsbeleid

RUBRIEKEN

- 4** Kort nieuws
- 60** Boeken
- 63** On the move special: **Hilko de Brouwer**
- 64** On the move kort

EVENTS KALENDER

**Ronde Tafels komende periode:**

- 13 juni:** Infrastructure Debt
- 23 juni:** Emerging Trends in Real Estate
- 1 juli:** ESG Integration
- 5 september:** Green Bonds
- 23 september:** Beleggen onder het Nieuwe Pensioenstelsel
- 3 oktober:** Where to find yield in Private Debt Markets?
- 3 november:** Sustainable ETFs

**Seminars komende periode:**

- 21 juni:** Duurzaam Beleggen in Real Assets
- 5 juli:** Investing in China & Emerging Markets voor Family Offices
- 4 oktober:** Investment Opportunities for Insurance Companies
- 31 oktober:** The Road to Net Zero voor Pensioenfondsen

54



Goud als een strategische asset

48



Ronde Tafel  
De rol van goud in de beleggingsportefeuille

## BFINANCE

# What are investors thinking now?

A new snap poll from independent investment consultancy firm bfinance on institutional investors' responses to pressing macroeconomic and geopolitical developments has revealed widespread re-evaluation of ESG strategies and asset class exposures. Some 418 institutional investors (pension funds, insurers and others) from 39 different countries contributed to the 'What Are Investors Thinking Now?' study.

The results show that nearly half of the (participating) investors had direct exposure to Russia before Q1, of which 45% have either fully exited or are in the process of doing so, obstructed in many cases by illiquidity and lock-ups. Meanwhile, 39% of investors - including 41% of pension funds - said that said recent geopolitical developments will lead or have already led to a re-evaluation of their ESG approach, either internally or via the changing practices of their external asset managers.

Furthermore, four in five investors expressed concern that inflation and rising rates would impair their ability to achieve medium-term investment objectives and 41% expect to increase the inflation sensitivity of their portfolios this year. As such, the poll showed a corresponding shift in asset allocation, with real assets receiving particular attention: 46% of investors expect to increase exposure to infrastructure in the next 12 months.

Following a dramatic and sobering first quarter of 2022, many institutional investors are grappling with pressing macroeconomic and geopolitical developments and must also now scrutinise how their portfolios have weathered significant market declines. Run between 29th March and 4th April, this snap poll is an effort to provide additional clarity on the views of the investor community at this challenging time.



## DE PRIORITEITEN VAN

## Zoë du Chattel

**1** Continu zicht houden op de AM-markt, zodat we weten wat er speelt. Middelen daarvoor zijn regulier contact met marktpartijen, thematische onderzoeken en signalen opvolgen. Hiermee helpen we de kwaliteit van de AM-sector naar een hoger plan.

**2** Bijdragen aan Europees beleid dat de AM-sector raakt. Daarbij zorgen we dat het Nederlandse perspectief wordt meegenomen. Daarnaast maken we ons hard voor toezichtsconvergentie, zodat binnen

Europa zoveel mogelijk dezelfde regels gelden voor marktpartijen.

**3** De AM-sector begeleiden in haar rol in de duurzaamheidstransitie door doorlopend aandacht te vragen voor duurzaamheid en de nieuwe duurzaamheidsregelgeving. Ook voeren we onderzoeken uit naar de implementatie van nieuwe duurzaamheidsregelgeving.



Zoë du Chattel werkt bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM) als Senior Supervisor bij de afdeling toezicht Asset Management (AM). Doel van deze afdeling is bij te dragen aan een toekomstbestendige AM-markt met oog voor het belang van cliënten. Zoë levert haar bijdrage vanuit het team Doorlopend Toezicht.

## BPFL verlengt fiduciaire dienstverlening door Van Lanschot Kempen

Het Bedrijfstakpensioenfonds voor het Levensmiddelen-bedrijf (BPFL) heeft Van Lanschot Kempen opnieuw aangesteld als fiduciair beheerder. Het afgelopen jaar heeft het pensioenfonds, daarin bijgestaan door KPMG Advisory, een uitgebreid selectietraject naar een fiduciair beheerder uitgevoerd. Het pensioenfonds heeft op basis daarvan geconcludeerd dat Van Lanschot Kempen het beste aansluit bij de ambities en criteria van BPFL.

AON

## Dekkingsgraad pensioenfondsen stijgt ook in april verder door

Een sterke stijging van de rente over april vertaalt zich, ondanks afname van de aandelen- en vastrentende waardenportefeuille, in een stijging van de dekkingsgraad van de Nederlandse pensioenfondsen over april. De indicatieve gemiddelde dekkingsgraad is in april gestegen naar 122%. De aandelen- en vastrentende waardenportefeuille nam in waarde af. De rentestijging compenseerde echter de daling van het vermogen.

Dat blijkt uit de Pensioenthermometer van Aon, dienstverlener op het gebied van risico-, pensioen- en gezondheidsoplossingen.

De indicatieve beleidsdekkingsgraad, gebaseerd op de gemiddelde dekkingsgraad van de afgelopen twaalf maanden, bleef in april stabiel op 112%. Zo komen indexaties in beeld. 'Wij zien dat dit onderwerp nu op de bestuurstafels ligt', zegt Frank Driessen, CEO van Aon Wealth. 'Na vele jaren somberheid in pensioenland en de huidige hoge inflatie, is het aantrekkelijk om nu eens een positieve boodschap te kunnen brengen. Toch adviseren wij fondsen om hier zorgvuldig naar te kijken. Deze maand illustreert ook de beweeglijkheid van de dekkingsgraad. Er is sprake van een grote afhankelijkheid van marktontwikkelingen. Eén negatieve maand kan het herstel van de dekkingsgraad al tenietdoen en daarmee de indexatiemogelijkheden negatief beïnvloeden.'

Met deze klinkende dekkingsgraden ontstaat onmiddellijk de vraag of het nog wel nodig is om naar een nieuw pensioenstelsel te gaan, nu er eindelijk indexatie in zicht is. Driessen legt uit waarom de overgang nog steeds een goed idee is: 'Wij denken dat het verstandig is om wel over te gaan naar het nieuwe stelsel en de vaart daarin te houden. De overgang is nodig om een houdbaar stelsel te verkrijgen, waarbij de premie het uitgangspunt is. De pensioenuitkomst is geen gegeven, maar het uiteindelijke resultaat is de uitkomst van de premie-inleg en rendementen.'

## Achmea neemt ABN AMRO Pensioeninstelling NV over

Achmea en ABN AMRO hebben overeenstemming bereikt over de overname van ABN AMRO Pensioeninstelling NV door Achmea. Door deze transactie betreft Achmea de markt van premiepensioeninstellingen (PPI's). De PPI gaat Centraal Beheer PPI heten en gaat naar verwachting vanaf het najaar van 2022 onder die naam verder in de markt. De focus ligt op werkgevers die hun medewerkers een DC-pensioenregeling willen aanbieden.



KPMG

## EU-taxonomie klimaatrapportages bij beursgenoteerde bedrijven lopen sterk uiteen

Het merendeel van de beursgenoteerde ondernemingen in Nederland geeft inzicht in het deel van hun bedrijfsactiviteiten dat grote invloed heeft op het klimaat. Volgens de Europese taxonomieregelgeving moeten deze bedrijven dit volgens dezelfde groene taal classificeren. De manieren waarop dat gebeurt, lopen echter sterk uiteen. Daarmee is een vergelijking van Nederlandse bedrijfsinspanningen voor het klimaat nauwelijks nog mogelijk.

Dat blijkt uit het KPMG rapport 'Setting the baseline towards transparency', waarin voor het eerst beursgenoteerde bedrijven langs de meetlat zijn gelegd van de in juli 2020 ingevoerde Europese taxonomie wet- en regelgeving waar deze organisaties aan moeten voldoen.

Slechts 6 van de 34 onderzochte beursgenoteerde ondernemingen rapporteren specifiek aan welke milieudoelstelling wordt bijgedragen. Ook de lengte van de taxonomierapportages varieert aanzienlijk. Van 241 woorden tot meer dan 3000 woorden. Dat is overigens geen indicatie voor de kwaliteit van de verslaglegging, omdat bedrijven eveneens beschrijven wat de EU-taxonomie betekent zonder uitgebreid inzicht te geven in de resultaten. Tevens ontbreekt vaak de toelichting op de berekening van de resultaten.

Wat verder opvalt, is dat het merendeel van de beursgenoteerde bedrijven geen verband legt tussen de EU-taxonomierapportages en hun ESG-strategie op weg naar een volledig duurzame bedrijfsoperatie. Slechts 7 ondernemingen beschrijven in hun jaarverslag hoe inspanningen op het vlak van duurzaamheid aansluiten op de regelgeving. Daarmee lijkt voldoen aan wet- en regelgeving voornamelijk de belangrijkste drijfveer voor de taxonomierapportages.

# Hoogste tijd om de weeffouten van de EMU te herstellen

De hoge en stijgende inflatie raakt iedereen in zijn portemonnee. Als de inflatie aanhoudt, zal de ECB moeten ingrijpen. Maar dat kan alleen als er flinke hervormingen worden doorgevoerd, stelt Harald Benink, Hoogleraar Banking & Finance aan Tilburg University.

Door Joost van Mierlo

Na jaren van stimuleringsbeleid nadert het moment waarop centrale banken moeten gaan doen waarvoor ze ooit bedoeld waren: de inflatie beteugelen. In de Verenigde Staten is een dergelijk proces al begonnen, met de eerste renteverhogingen vanuit de Fed. De ECB blijft nog achter, maar zal, als de hoge inflatie aanhoudt, ook in actie moeten komen.

Dit vooruitzicht zorgt voor aanzienlijke problemen. Na de noodzakelijke budgettaire stimulering als gevolg van de COVID-19-pandemie is de al enorme staatschuld van landen als Italië, en feitelijk ook Spanje en Frankrijk, zo ver opgelopen, dat deze een renteniveau van pakweg 4% gewoonweg niet kunnen opbrengen.

Harald Benink, als Hoogleraar Banking & Finance verbonden aan Tilburg University, maakt duidelijk dat EU-landen binnen afzienbare tijd voor een radicale keuze komen te staan. Zonder radicale hervormingen, die feitelijk neerkomen op een fiscale unie binnen de Europese en Monetaire Unie (EMU), is de euro ten dode opgeschreven. 'Het is tijd om de weeffouten bij de oprichting van de eurozone te herstellen. Dat is pijnlijk, maar we moeten ook niet vergeten dat er voor een kleine open economie zoals Nederland ook enorme voordelen verbonden zijn aan de eurozone.'

**Met de hoge inflatie lijken de jaren zeventig te zijn teruggekeerd. Zijn er nog meer overeenkomsten met die periode?**

'De grote overeenkomst is natuurlijk dat we ook nu te maken hebben met een energiecrisis. En die is ook nu weer veroorzaakt door een oorlog. In 1973 vormde de Yom Kippoer-oorlog

aanleiding voor de eerste oliecrisis en de prijsstijging van olie die daarvan een gevolg was. Nu is dat het geval met de inval van Rusland in Oekraïne.

We merken dat nu meteen met de prijs voor benzine en gas, maar de gevolgen zijn veel verstrekkender. In een artikel in *The Financial Times* werd de dag na het uitbreken van de oorlog al gesuggereerd dat dit verstrekkende gevolgen zou hebben voor de prijzen van levensmiddelen. Oekraïne en het westen van Rusland worden nu eenmaal beschouwd als de graanschuur van Europa. Hoe langer de oorlog aanhoudt, hoe ernstiger de gevolgen zullen zijn.'

**Zijn er ook verschillen?**

'Het grote verschil is dat inflatie uit onze belevingswereld leek te zijn verdwenen. We hebben feitelijk decennia achter de rug waarin er geen sprake was van een betekenisvolle inflatie, tenminste niet als we het hebben over prijsinflatie. Het is nog niet zo lang geleden dat er een actief stimuleringsprogramma was van de ECB om deflatie, een algemene prijsdaling, te voorkomen.'

**Ondanks de lage inflatie lijken centrale banken in de afgelopen decennia actiever te zijn geweest dan ooit. Deelt u die constatering?**

'Ze hebben een doorslaggevende rol gespeeld bij het aanpakken van de diverse crises die we in de afgelopen jaren hebben gekend. Dat begon al met het doorprikken van de internetbubbel in 2000. Centrale banken reagerden daarop met het verlagen van de rentes, wat weer

**'Er is druk op tal van sectoren om hogere lonen te betalen. Dit kan leiden tot een loon-prijsspiraal, zoals in de jaren zeventig.'**



## CV

## Harald Benink



Harald Benink is sinds 2008 als Hoogleraar Banking & Finance verbonden aan de Tilburg School of Economics and Management (TiSEM). Daarvoor was hij gedurende de periode 1999-2008 Hoogleraar aan de Rotterdam School of Management, Erasmus University. Tevens is hij sinds 2001 als Research Associate geaffilieerd aan de Financial Markets Group van de London School of Economics (LSE).

de aanleiding vormde voor de kredietcrisis van 2008, waarin goedkope hypotheeklen een belangrijke rol speelden.

Zo kunnen we doorgaan naar de uitspraak van ECB-president Mario Draghi, die in 2012, bij de eurocrisis, duidelijk maakte dat de ECB er alles aan zal doen – ‘whatever it takes’ – om de euro te beschermen. En in de afgelopen jaren hebben centrale banken opnieuw een actieve rol gespeeld met het opkopen van steeds meer verschillende financiële activa.

Dat kon allemaal omdat niemand zich zorgen hoefde te maken over inflatie. Althans niet als we praten over het traditionele begrip. Want in de afgelopen decennia is er wel sprake geweest van een buitengewone prijsstijging van tal van financiële assets. De aandelenmarkten, obligatiemarkten en huizenmarkten hebben in die jaren toptijden beleefd. Dat is ook een vorm van inflatie, maar iets waar centrale banken geen oog voor hebben.’

### Maar dat is allemaal anders nu de traditionele inflatie piekt?

‘Als gevolg van de pandemie zijn de bevoorradingsstromen wereldwijd verstoord. In een globaliserende wereld raakten we gewend aan de containers die probleemloos artikelen van China naar waar dan ook vervoerden. Maar dat is in de afgelopen jaren totaal veranderd. Sommige mensen denken dat het ergste van de crisis voorbij is, maar in Shanghai, waar de grootste haven ter wereld ligt, is nog altijd sprake van een uitgaansverbod (dit gesprek vond eind april plaats, red.) en de kosten van containervervoer liggen nog altijd substantieel hoger dan enkele jaren geleden.

Daar komt nog bij dat er sprake is van krapte op de arbeidsmarkt. Dat geldt bijvoorbeeld in de Verenigde Staten, waar de lonen al sterk stijgen. Maar ook in Nederland is er sprake van een minimale werkloosheid. En er is

druk op tal van sectoren om hogere lonen te betalen. Dit kan leiden tot een loon-prijsspiraal, precies zoals we die in de jaren zeventig kenden. Zover is het nog niet, maar het kan wel gebeuren.’

### Hoe kan zo’n situatie worden voorkomen?

‘Het zou helpen als de oorlog tussen Rusland en Oekraïne snel tot een einde komt. Maar er is vooralsnog weinig dat daarop wijst. Het is een prestigekwestie voor Vladimir Poetin. Het is moeilijk te zien wat er kan gebeuren om een voor Rusland aan de ene kant en voor Oekraïne en bondgenoten aan de andere kant acceptabel compromis te bereiken.’

### De Amerikaanse Fed is al begonnen met het verhogen van rente. Hoelang zal het duren voor de ECB volgt?

‘De ECB heeft wat dat betreft een probleem. Landen als Griekenland en Italië hebben een zo hoge overheids-schuld, dat ze zich een rentestijging feitelijk niet kunnen veroorloven, tenminste niet als we gaan praten over een renteniveau van zeg maar 4%.

Er wordt nu gesproken over voorstellen om landen twintig jaar de tijd te geven om aan hun verplichtingen te voldoen. Daarbij wordt nog altijd uitgegaan van een maximum staatsschuld van 60% van het nationale inkomen. Het betekent dat een land als Italië, met de grootste obligatiemarkt van Europa, de overheidsuitgaven met jaarlijks 5% moet verminderen. Dat is politiek gezien onmogelijk.’

### Afspraak is afspraak, zo klinkt vanuit landen als Nederland en Duitsland. Wat vindt u daarvan?

‘We moeten ons realiseren dat we met een nieuwe werkelijkheid te maken hebben. Dat is een werkelijkheid die we samen hebben gecreëerd. Italië heeft nooit een staatsschuld gehad van 60% en is, ondanks protesten van >

## ‘Er zit een weeffout in de constructie van de EMU. Er is nooit duidelijkheid gecreëerd over de gezamenlijke fiscale verantwoordelijkheid.’

toenmalig minister Gerrit Zalm, toch toegelaten tot de euro. Frankrijk en Duitsland waren indertijd de eerste landen die de begrotingsnorm van een tekort van maximaal 3% loslieten. Geen wonder dat daarna andere landen volgden.’

### Wat zou er volgens u moeten gebeuren?

‘Er zit een weeffout in de constructie van de EMU. Er is nooit duidelijkheid gecreëerd over de gezamenlijke fiscale verantwoordelijkheid. Daar is indertijd, in de aanloop naar het verdrag van Amsterdam van 1997, wel over gesproken, maar het is nooit van de grond gekomen.’

Dat moet alsnog gebeuren. Het zal niet zo zijn dat we meteen alle schuld als gemeenschappelijk verklaren. Dat is absurd. Maar het moet mogelijk zijn om de investeringen die moeten worden gedaan op het gebied van duurzaamheid en digitalisering, gezamenlijk te financieren. Dat betekent dat ook landen in Zuid-Europa in staat zijn om noodzakelijke investeringen door te voeren. Dat is ook in het belang van Nederland. Wij kunnen wel een zero-uitstoot strategie doorvoeren, maar dat heeft weinig effect als een land als Frankrijk zich dat niet kan veroorloven.’

### Het klinkt redelijk, maar wordt er wel naar u geluisterd?

‘De toon in het huidige debat is erg sceptisch, maar dat is niet altijd het geval geweest. Als Nederland waren we apetrots dat we een prominente rol speelden bij het Verdrag van Maastricht in 1992, waar de introductie van de euro vorm kreeg, het Verdrag van Amsterdam van 1997, waar besloten werd over de voorwaarden tot toetreding, en over Wim Duisenberg, in 1998 de eerste president van de ECB.’

Die trots heeft de afgelopen jaren plaatsgemaakt voor iets van een excessief kritische houding. En dat is mijns inziens onterecht. Als kleine open economie profiteren we buitenproportioneel van de eurozone en van de EU in het algemeen. De interne markt is goed voor 70% van onze export. En er mogen dan wel problemen zijn rond de euro, we moeten niet vergeten dat er in de afgelopen twintig jaar geen enkele revaluatie van onze munt heeft plaatsgevonden, in ieder geval niet ten opzichte van onze euro-partners. Als dat wel zou zijn gebeurd, schat ik in dat onze eigen munt zeg maar 75% meer waard zou zijn geweest dan munten in Zuid-Europese landen, zoals de Italiaanse lire. Als een land als Italië gedwongen wordt uit de euro te

stappen, krijgen we onmiddellijk te maken met een dergelijke opwaardering van onze munt, wat ten koste zal gaan van onze exportpositie.’

### De positie van de EMU is dus fragiel. Wat zijn de grootste gevaren?

‘De belangrijkste probleemgebieden zijn Italië en Frankrijk. Ik wil daarbij benadrukken dat het niet alleen gaat om de toekomst van de euro en de ECB, maar van de EU als geheel. We hebben al gesproken over Italië. Een overheidsschuld van 160% is moeilijk te handhaven. Die van Griekenland is met 210% nog groter, maar de Italiaanse markt voor staatsobligaties is de grootste van Europa en levert daardoor serieuze problemen op. We moeten een oplossing vinden waarbij investeringen in het land mogelijk blijven. Alleen door economische groei kan de schuld geleidelijk worden afgebouwd.’

### Waarom is Frankrijk een probleemgeval?

‘Bij de afgelopen presidentsverkiezingen hebben we gezien dat er een serieuze kans bestaat dat een extreemrechtse kandidaat als Marine Le Pen president wordt. Het is niet gebeurd, maar ze was er dit keer aanzienlijk dichterbij dan vijf jaar geleden. Wie weet wat dit belooft voor de komende verkiezingen.’

Het maakt duidelijk wat voor een extreem politiek model de Fransen hebben. Le Pen kan nauwelijks rekenen op een kwart van de stemmen, maar uit aversie tegen een andere kandidaat, in dit geval Emmanuel Macron, kan ze toch zomaar een meerderheid krijgen. Dat is met coalitieregeringen zoals in Nederland, Duitsland of Oostenrijk onmogelijk.

Met haar anti-EU agenda zou Le Pen voor onmiddellijke problemen zorgen. Zij zou eisen stellen die voor de rest van de EU onacceptabel zijn, waarop een vertrek uit de EU, gezien haar eerdere beloftes aan haar kiezers, onvermijdelijk zou worden. Een EU zonder Frankrijk is niet denkbaar, wat het einde van de EU zou betekenen.’

### Hoe kan dit worden voorkomen?

‘We moeten ons realiseren dat de introductie van de euro betekent dat er een gezamenlijke fiscale verantwoordelijkheid is voor de eurolanden. We hebben A gezegd en moeten nu ook B zeggen. Dat is politiek best te verkopen. De EU is nu eenmaal van cruciaal belang voor een land als Nederland.’ ■

# Onzekere tijden vereisen daadkracht

**Op 24 februari 2022 gebeurde wat de meesten van ons onvoorstelbaar achtten: de Russische invasie in Oekraïne. Een schending van de soevereiniteit van een land met zeer ernstige gevolgen, met name voor de Oekraïense bevolking. De verwoestende invloed van de oorlog ontvouwt zich in rap tempo.**

Eind vorig jaar waren de geluiden over het aantrekken van de economie – ook in dit magazine – overwegend positief. Hoewel de effecten van de COVID-19-crisis nog zichtbaar waren, zagen we duidelijk de eerste tekenen van herstel. En dat beeld werd in de eerste twee maanden van 2022 alleen maar bevestigd. De behoefte aan fysiek contact en het weer vrij kunnen gaan en staan waar men wil, was duidelijk zichtbaar. Dit vertaalde zich voor het commercieel vastgoed in het aantrekken van de winkelmart en de terugkeer naar kantoor. De stenen winkel bleek absoluut toekomstbestendig en de vraag naar goede kantorenlocaties onverminderd. Er waren duidelijk verschillen in locatie, maar de trend was positief.



Door **Judith Norbart-ten Hoor**,  
Directeur van de  
Vereniging van  
Institutionele  
Beleggers in Vastgoed,  
Nederland (IVBN)

De campagnes voor de gemeenteraadsverkiezingen stonden dan ook niet meer in het teken van COVID-19, maar werden bijna volledig gedomineerd door het thema wonen. Het urgente en structurele tekort aan woningen raakt vele groepen woningzoekenden, van studenten tot ouderen. Vooral in de middenhuur moeten er veel woningen bij komen voor mensen met middeninkomens en voor mensen met sleutelberoepen. Minister Hugo de Jonge streeft terecht naar een langjarig programma van 100.000 extra woningen per jaar. Een enorme opgave.

Ook minister Rob Jetten voor Klimaat en Energie heeft een taak van wereldformaat op zijn bordje liggen. Hij moet Nederland leiden op de weg naar een CO<sub>2</sub>-arme en circulaire

samenleving. Het meest recente IPCC-rapport over klimaatverandering windt er geen doekjes om: de opgaven blijken groter en urgenter dan eerder verondersteld. De gebouwde omgeving is verantwoordelijk voor 35% van de landelijke CO<sub>2</sub>-uitstoot en is daarmee een cruciaal onderdeel van de transformatieprocessen. Elke ton aan CO<sub>2</sub>-reductie telt.

En zijn deze opgaven al niet groot genoeg, de militaire acties van Vladimir Poetin hebben grote gevolgen en brengen onzekerheid voor de gehele wereld met zich mee. Ook voor de vastgoedmarkt. De roep om meer huisvesting is nog verder vergroot door de vluchtelingen uit Oekraïne, er is een tekort aan bouwmaterialen en de energieprijzen loopt op. Dit alles met hoge inflatiecijfers tot gevolg.

De afhankelijkheid van Rusland en de impact van acties op het wereldtoneel worden inmiddels pijnlijk duidelijk. Op allerlei terreinen moeten wij ons noodgedwongen versneld aanpassen.

De noodzaak tot snellere verduurzaming van ons vastgoed wordt alom gedeeld. We willen geen afhankelijkheid meer van het Russische gas en ook geen contracten meer met relaties die onvoorspelbaar zijn. Zowel van overheidswege als van beleggerszijde zien we dat de inzet op de energietransitie, circulariteit van gebouwen en innovatie nog hoger op de agenda is komen te staan. Vele initiatieven om dit te bereiken volgen elkaar op, zoals de 'Zet ook de knop om' - overheids campagne, die burgers oproept hun steentje bij te dragen aan het verminderen van de gasbehoefte.

Het zijn onzekere tijden. Niemand weet wat de gevolgen van de oorlog precies zullen zijn en hoe die zich verhouden met de grote uitdagingen waarvoor we staan. Als nieuwe directeur van IVBN zal ik mij in ieder geval samen met de leden flink gaan inzetten op al deze terreinen. ■



# Duurzaamheid is het startpunt, niet de alpha

ASN Impact Investors bouwt met twaalf beleggingsfondsen aan het versneld dichterbij brengen van een duurzame samenleving. De pijlers klimaat, biodiversiteit en mensenrechten wegen daarbij even zwaar, elk met een eigen doel dat voor 2030 gerealiseerd moet zijn. Stephan Langen, Fund Manager SRI Funds bij ASN Impact Investors, geeft zijn kijk op impactbeleggen, waarbij ‘geen uitruil van principes plaatsvindt, maar een zorgvuldige afweging van dilemma’s’.

Door Jan Jaap Omvlee Fotografie Kees Rijken

ASN Impact Investors belegt al sinds 1993 uitsluitend in bedrijven, instellingen en projecten die naast een financieel resultaat ook een positieve bijdrage nastreven op het gebied van klimaat, biodiversiteit en mensenrechten. ‘Duurzaam beleggen begint met duurzaamheid’, aldus Stephan Langen. ‘Het leidende principe daarbij is dat economische activiteiten nu niet ten koste gaan van de huidige en/of toekomstige generaties. Daarom bepalen wij eerst welke bedrijven voldoen aan onze duurzaamheidscriteria, die hun oorsprong vinden in internationale verdragen en afspraken. Wij passen deze criteria heel rigouzeus toe. De beslissing of een bedrijf voldoet, is een binair besluit: zwart of wit. Zo komen we tot een beleggingsuniversum van waaruit we de beleggingsportefeuille samenstellen op basis van financiële analyses. Ons track-record laat zien dat dit heel goed werkt. Duurzaam beleggen is beleggen voor de lange termijn, door de cycli heen. Door kortetermijntontwikkelingen kunnen duurzame keuzes soms tijdelijk beter of juist minder goed presteren, maar wij investeren voor de lange termijn.’

## Kunt u daar een voorbeeld van geven?

‘Een goed voorbeeld is de olieprijs, die een grote invloed heeft op de koers van energiebedrijven. Wij beleggen niet in fossiele brandstoffen. Als de olieprijs daalt, zien wij dat onze beleggingen beter presteren. Bij een stijgende olieprijs zien we vaak een omgekeerd beeld. Beleggers worden mogelijk zenuwachtig als hun focus dan ligt op de kortetermijnalpha. Wij niet. Onze keuze om niet in fossiele brandstoffen en afgeleide producten te investe-

ren, is leidend. Onderzoek van de investeerder Jeremy Grantham laat ook heel mooi zien dat je over een lange tijd, als je niet belegt in fossiele energie, helemaal geen rendement laat liggen. Duurzame alpha is in principe interessant, maar dat is niet het doel waarmee duurzaam beleggen begint.’

## U werkt vanuit een holistische visie op duurzaamheid, waarbij klimaat, biodiversiteit en mensenrechten even belangrijk zijn. Kunt u deze benadering toelichten?

‘Klimaat, biodiversiteit en mensenrechten zijn de pijlers onder ons duurzaamheidsbeleid. Op basis hiervan zijn de criteria opgesteld die we toepassen op zowel de activiteiten als de bedrijfsvoering van bedrijven. Voor ons geldt dat klimaat niet boven mensenrechten gaat en mensenrechten niet boven biodiversiteit. Het totaalplaatje moet in evenwicht zijn en kloppen. We werken met eigen onderzoek, gevoed door externe bronnen van dataproviders en aangevuld met gegevens en analyses van onze eigen ASN-analisten. We stoppen dus niet bij een ESG-rating, want wij vinden dat we onze eigen afweging moeten maken. We vinden dat we zelf moeten doorgronden hoe een bedrijf is samengesteld. Uiteindelijk komen we met alle input tot een holistische visie op een bedrijf.’

Duurzaamheid bestaat uit kansen en risico’s. Een kans op het gebied van klimaat, bijvoorbeeld de toepassing van elektrificatie van vervoer, brengt helaas ook risico’s op >

## ‘Voor ons geldt dat klimaat niet boven mensenrechten gaat en mensenrechten niet boven biodiversiteit. Het totaalplaatje moet in evenwicht zijn en kloppen.’

het gebied van mensenrechten met zich mee. Wij kijken daar in zijn totaliteit naar. In batterijen voor elektrische voertuigen

(EVs) zitten conflictmineralen. We vinden het daarom van belang dat de batterijleverancier een beleid voert op het gebied van conflictmineralen. Als dat er niet of niet afdoende is of komt, dan besluiten we om niet in dat bedrijf te investeren. Voor ons moet de totale afweging kloppen.’

### Kunt u een concreet voorbeeld geven van de toepassing van duurzaam beleggen?

‘Enerzijds is dat dus ingebakken in ons proces. Anderzijds vragen we ons in onze Investeringscommissies steeds af of een bedrijf, ook al voldoet het aan onze criteria, echt bijdraagt aan onze beleggingsdoelstellingen. Een voorbeeld is Zalando. Dat voldeed aan de criteria. Onze discussie ging over hoe dit bedrijf een rol speelt in fast fashion. Zalando had geen beleid op retourneren. Met andere woorden: de koper kan te pas en te onpas aankopen doen en retourneren, wat bij dit bedrijf ook leidt tot vernietiging. Dat deed ons besluiten het bedrijf niet toe te laten. Duurzaam beleggen is dus niet hetzelfde als zomaar automatisch beleid toepassen. Het betekent dieper nadenken over wat er moet veranderen om de duurzame transitie te realiseren.’

### U stelt dat veel van de waarde die jullie creëren nog niet in beurskoersen wordt gevat, mede doordat externe kosten (externalities) veelal niet in geld worden uitgedrukt. Wat moeten we ons hierbij voorstellen?

‘De performance (alpha) die we waarnemen, is niet volledig. Doordat de maatschappelijke kosten van niet-duurzame activiteiten niet geprijsd worden, wordt die ‘waarde’ ook niet in de beurskoersen gerepresenteerd. Het is niet voor niets dat er nu concepten komen als klimaatvalue-at-risk. Daarmee kunnen we de impact van beleidsingrijpen van overheden en van de plannen van bedrijven op de waarde berekenen. Dat is een negatieve impact, omdat de transitie gepaard gaat met kosten. Het mooiste is als er een reële prijs op emissies komt. Dan wil ik de waarderingen van bedrijven nog weleens terugzien.’

### Welke innovaties heeft ASN Impact Investors in het afgelopen jaar ontwikkeld en hoe

#### passen deze in uw impactambities?

‘Binnen ons wereldwijde aandelenfonds, het ASN Duurzaam Aandelenfonds, hebben we in de portefeuilleconstructie een impactfactor gecreëerd. Naast de financiële factoren ‘quality’ en ‘value’ speelt nu ook de impactfactor een rol bij de selectie en weging van bedrijven in de portefeuille. Deze impactfactor bevat drie componenten: klimaat, biodiversiteit en mensenrechten. Ook hier geldt weer onze holistische benadering. Samen met een van onze partners, Achmea Investment Management, hebben we relevante datapunten onder de drie componenten bij elkaar gezet. De reden was om binnen ons al duurzame beleggingsuniversum een portefeuille te bouwen die onze duurzame doelstellingen verder ondersteunt. Zo zijn na toepassing van deze impactfactor de emissies van de portefeuille met een derde gedaald.’

Bij datzelfde fonds hebben we de benchmark gewijzigd van een brede marktindex MSCI ACWI naar de MSCI ACWI Climate Paris Aligned index. Deze is ontwikkeld naar aanleiding van de EU Paris Aligned benchmarkvoorschriften, waarbij de index een portefeuille moet bevatten die in lijn is met het 1,5 graden klimaatscenario uit het Akkoord van Parijs. Wij hebben deze benchmark gekozen omdat wij vinden dat we verder moeten gaan dan alleen aantonen dat we het beter doen dan een brede marktbenchmark. Als je niet in fossiele brandstoffen belegt, doe je het al gauw beter. Dat vinden we een beetje flauw. We leggen de lat hoger, steeds weer.’

### Jullie willen in 2030 bereiken dat het totaal van jullie beleggingen en financieringen per saldo een positieve impact op de biodiversiteit heeft, plus een leefbaar loon in de gehele kledingsector oplevert. Hoe gaan jullie dat realiseren?

‘Op het gebied van biodiversiteit meten en rapporteren we de footprint van onze beleggingsfondsen. Er zijn echter nog nauwelijks beursgenoteerde bedrijven met een positieve impact op biodiversiteit. Onze verwachting, met de toenemende aandacht van regelgevers en maatschappij voor biodiversiteitsverlies, is dat dit over



CV

## Stephan Langen

Stephan Langen is Fund Manager SRI Funds bij ASN Impact Investors. Daarvoor was hij onafhankelijk Consultant en Director, Head of Asset Management bij Thomas Lloyd Group. Eerder was Langen werkzaam bij BNP Paribas Clean Energy Partners (dat tegenwoordig Glennmont Partners heet) en Senior Finance Manager bij ABN AMRO Asset Management.

een tijd wel steeds beter mogelijk zal worden. Maar daar zijn we nog niet. Daarom hebben we het ASN Biodiversiteitsfonds ontwikkeld en geïntroduceerd. Zo kunnen we vroeger in de keten investeren in en bijdragen aan oplossingen voor biodiversiteitsverlies.

Voor een leefbaar loon in de kledingsector werken we samen binnen het Platform Living Wage Financials (PLWF). Hierin zijn, op initiatief van ASN, meerdere financiële partijen verenigd. Tezamen spreken we kledingbedrijven aan op hun verantwoordelijkheid. Daarnaast is een model ontwikkeld met milestones waar bedrijven voortgang moeten laten zien. Doen ze dat niet, dan halen we deze bedrijven uit de portefeuille.'

### Welke rol spelen data in het beleggingsbeleid en in het stellen van vragen die moeten leiden tot verbeteringen?

'ESG-analyse is vooral normatief en kwalitatief. Die geeft uiteindelijk een mooi beeld van wat we van een bedrijf mogen verwachten. Met duurzame performancedata kunnen we de daadwerkelijke prestaties ten opzichte van het normatieve kader meten. Op het gebied van klimaat is footprinting al ver ontwikkeld en worden er nu goede stappen gezet met forward-looking data. Dat helpt om bedrijven te selecteren en te volgen op het gebied van hun emissies. Zitten en blijven ze op het juiste pad? Op het gebied van andere duurzaamheidscriteria, zoals biodiversiteit en mensenrechten, moeten nog wel stappen worden gezet. De regelgever duwt mee, en dat helpt, maar bedrijven zullen ook moeten gaan rapporteren. Daar wringt de schoen nog steeds.

Engagement is een belangrijk instrument. Het is wel belangrijk onderscheid te maken in de zaken waarop je het bedrijf wilt aanspreken. Hoezeer ik ook waardeer dat pogingen worden ondernomen om Shell tot een duurzame energiestrategie te bewegen, ben ik sceptisch. Kan je van ondernemingen verwachten dat zij hun kernactiviteiten volledig omgooien? Zij zijn volledig geïnvesteerd in hun personeel, processen en faciliteiten voor die kernactiviteit. Dan vraag je nogal wat. Ik ben mij bewust van voorbeelden van bedrijven die dat gedaan hebben,

zoals DSM, en ook van bedrijven die (bijna) verdwenen zijn omdat ze niet of te laat veranderden.

Engagement met het oog op de bedrijfsuitvoering heeft een grotere kans van slagen. Dat is minder ingrijpend en er is toenemend bewijs dat veranderingen in bijvoorbeeld de behandeling van personeel bijdraagt aan verbeterde bedrijfsresultaten. Daar zijn bestuurders gevoelig voor.'

### Wat is er volgens u nodig om nu de juiste keuzes te maken als impactbeleggers? Welke keuzes gaan niet ten koste van anderen, nu en in de toekomst?

'Er zijn al grote transitieën gaande, waarvan de energietransitie de meest zichtbare is. Maar thema's als voedselzekerheid, waterschaarste, betaalbare woningen en inclusiviteit zijn zeker net zo belangrijk. Wij zijn erg betrokken bij mensenrechten. We horen nogal vaak, zeker in de Verenigde Staten, dat dat politiek is. Wij vragen ons af wat er niet politiek is. In het geval van energie, waar de excessen recentelijk helaas maar al te zichtbaar zijn, is er altijd een beleidsmatige kant. Dat geldt ook op het gebied van wonen of voeding. Alsof de financiële sector dan geen verantwoordelijkheid hoeft te nemen. Een initiatief als PLWF laat zien dat financiële instellingen verantwoordelijkheid kunnen nemen op een thema dat veel politieke lading heeft, maar dat niet als excuus wordt gebruikt om de ogen te sluiten. Er is nog een hoop te winnen.

Wanneer we kijken naar schaalgrootte, dan horen we nog te vaak dat impactbeleggingen geen schaal hebben. Maar als beleggers niet de eerste stap zetten, ontstaat nooit de benodigde schaal. De beleggers die het eerst de stap maken, jagen zodoende de markt aan en hebben tevens de grootste kans op mooie rendementen. Er liggen mooie kansen voor vroege beleggers in startende projecten, ook voor pensioenfondsen. Wij hebben toegang tot veel van dergelijke initiatieven. Daar kan een interessante samenwerking uit voortvloeien, waarbij juist kleinere transacties de startende projecten naar een volgend niveau kunnen tillen, zodat met die investering de juiste impact kan worden gerealiseerd.' ■

# Laat pensioen pensioen blijven

Hij floreert bij variatie in zijn werk en bij vrijheid. Laat hem zijn gang maar gaan, dan gebeuren er mooie dingen. Financial Investigator sprak met Gerard van de Kuilen, Bestuurder en Toezichthouder bij verzekeraars en pensioenfondsen.

Door Lies van Rijssen

‘Niet schrikken van mijn gehavende gezicht. Ik was op weg naar Naarden toen mijn wiel in het bos bij Lage Vuursche in een gat bleef steken en ik onderuitging. Ja, ik fietste best hard. Bij het theehuis hebben ze me heel vriendelijk opgevangen. Ik kon uiteindelijk op eigen kracht naar huis en het gaat alweer veel beter.

Met vermogensbeheer heb ik weliswaar veel ervaring, maar het is niet mijn achtergrond: ik ben econometrist. Tijdens mijn studie ging ik bij een bouwer van ICT-systemen werken. Ik dacht dat ik daar wel tegen een mooi afstudeeronderwerp zou aanlopen, wat ook gebeurde. Na vijf jaar ben ik vertrokken en bij een van de klanten gaan werken: de VSB-groep, later Fortis. Als consultant had ik modellen voor balansbeheer en renterisico voor ze gemaakt. Daar ging ik mee door. Niet veel later nam Fortis MeesPierson over. Ik had gepuzzeld op wat hun renterisico was en wat die bank ons waard mocht zijn. Na de overname mocht ik de ALM-onderdelen van beide organisaties integreren. Generale Bank en ASLK kwamen daar vanuit België trouwens ook nog bij. Ik heb in die tijd daarom vaak in Brussel gezeten om te bespreken hoe je renterisico kan meten.

Een tijdje later benaderde AMEV mij om hoofd van hun nieuwe ALM-afdeling te worden. AMEV was verdeeld geweest over meerdere businessunits die toen samengevoegd werden. Daardoor was het zicht op de balans niet meer scherp. In twee jaar tijd heb ik daar orde op zaken gesteld in de verwachting dat ik daarna een bredere functie bij het bedrijf zou gaan vervullen. Maar toen

nam AMEV ASR over. Ik kon Hoofd ALM van de combinatie AMEV-Stad Rotterdam worden. In Rotterdam. Dat vond ik te ver van Zeist, waar ik met veel plezier woon. Bovendien voorzag ik een verdere specialisatie in plaats van de verbreding die ik wilde.

Ik vertrok en werd Group Investment Officer bij AXA Verzekeringen, een kleine holding van zo'n 30 man in Utrecht. Daar vond ik wel de verbreding die ik zocht. Ik bleef daar vier jaar en liep toen een burn out op. Een van mijn kinderen was in het ziekenhuis beland. Dat kwam uiteindelijk helemaal goed. Maar mijn werk was een routinebaan geworden. Die kostte mij energie. Ik re-integreerde nog bij AXA, maar de lol was eraf.

Mijn antwoord op de ‘Wat nu?-vraag’ was: ‘voor mezelf beginnen’. Dat was in 2005 en nog steeds vind ik in mijn werk de variatie en de vrijheid die ik nodig heb om het leuk te blijven vinden. Ik ben ook gaan lesgeven bij SPO. Allereerst over de financiële opzet van pensioenfondsen. Klopt de ALM, klopt de theorie? Op een gegeven moment vroegen ze me om ook de opleiding Vermogensbeheer voor APG en PGM te gaan verzorgen. Ik heb gaandeweg op allerlei vakgebieden expertise opgebouwd

die ik her en der in de financiële sector kan inzetten.

Inmiddels heb ik bij verschillende verzekeraars en vooral ook veel verschillende pensioenfondsen gewerkt. Hoe ik overzicht houdt? Ik verdiep me in de verschillen. En ik bedien maar een handjevol fondsen tegelijk. Als je je niet bewust bent van de verschillen tussen fondsen,

**‘De wetgever gaat er steevast van uit dat regels overal hetzelfde uitpakken, maar dat klopt helemaal niet en dat kan enorm complicerend werken.’**



## CV

## Gerard van de Kuilen



Gerard van de Kuilen is econometrist en heeft een achtergrond in riskmanagement (renterisicobeleid, balansbeheer, ALM). Sinds 2005 werkt hij vanuit zijn bedrijf Cavani Analyse en Advies als Bestuurder en Intern Toezichthouder bij verzekeraars (momenteel NV Schade) en pensioenfondsen (momenteel BSG, Waterbouw, Verloskundigen, Kappers). Van de Kuilen is tevens docent/ontwikkelaar van opleidingen voor pensioenfondsbestuurders bij SPO.

kan het zijn dat je tot hele verkeerde conclusies komt. Ook om maatwerkopleidingen te kunnen geven, moet je je verdiepen in de specifieke regelingen en de omstandigheden van fondsen.

Pensioenfondsen hebben allemaal een eigen karakter en eigen doelen. Dezelfde regelgeving werkt voor verschillende pensioenfondsen vaak heel anders uit. De wetgever gaat er steevast van uit dat regels overal hetzelfde uitpakken, maar dat klopt helemaal niet en dat kan enorm compliceren werken. Ik ben werknemersvoorzitter bij het bedrijfstakpensioenfonds voor het Kappersbedrijf, een fonds met een hele jonge populatie. De looptijd van de verplichtingen is dus zeer lang. Het effect van de gewijzigde UFR is op dit fonds volkomen anders dan op het gesloten pensioenfonds van de tandartsen, waar ik 9 jaar in de RvT heb gezeten. Op de pensioenfondsen van de Verloskundigen en van BSG – bij beide doe ik de visitatie – heeft het weer een andere uitwerking.

In 2015 is het FTK aangepast. In de aanpassing zijn stabilisatiefactoren ingebouwd. En we zijn heel precies gaan sturen op toekomstbestendig indexeren. Het idee was best goed. De dekkingsgraad moet hoog genoeg zijn, fondsen moeten genoeg vet op de botten hebben om indexatiebeloftes te kunnen doen. Maar er zijn ook nog steeds fondsen die onvoorwaardelijke indexatie kennen. Voor die fondsen werkt die nieuwe set regels niet. Ze zijn gemaakt voor het gemiddelde fonds en sommige regels misschien alleen voor de grote vijf. Tijdens mijn loopbaan heb ik de wet- en regelgeving voor instellingen in de

financiële sector steeds gedetailleerder zien worden. Als wetgeving tot ongewenste uitkomsten leidt, verzint men in Den Haag weer stoplappen. Ik denk dan: waarom toch steeds weer dat ‘tot-achter-de-komma-denken’? Deelnemers houden zich echt niet aan hun eigen overlevingsstafels. Je creëert zo alleen maar schijnzekerheid.

De sector heeft heus wel vooruitgang geboekt op het punt van diversiteit. Mijn cursisten bestaan allang niet meer alleen uit oudere blanke mannen in grijze pakken. Maar het zijn voor het overgrote deel nog wel witte mensen vanuit een bepaalde culturele hoek. Door mensen van heel verschillende achtergronden aan je te binden, kan je voorkomen dat je met elkaar een tunnel ingaat. Recent gaf ik voor Pensioenlab een cursus. Je krijgt dan toch weer verrassend andere vragen door de zeer verschillende achtergronden van die jonge mensen.

Binnen pensioenfonds Kappers zijn we op zoek gegaan naar een stagiaire die door een andere achtergrond een ander geluid en nieuwe inzichten in de discussie naar binnen kon brengen. Dat blijkt heel goed te werken. Zij stelt de elementaire vragen weer eens. Dat dwingt ons anders naar ons fonds te kijken, uit onze ivoren toren te

komen en geijkte patronen te verlaten die erin kunnen resulteren dat we dingen over het hoofd zien. Ik kan ieder bestuur zo'n stap aanraden. Het kan de kwaliteit van besluiten alleen maar verbeteren.

Diversiteit zoals beschreven in de Code Pensioenfondsen vind ik nogal kort door de bocht. Waarom zou je diversiteit beperken tot leeftijd en geslacht? >

**‘Zorgvuldig zijn. Mijn zaken op orde hebben. Zorgen dat mensen tot hun recht komen. Dat zijn de belangrijkste thema's in mijn werk. Of het nu om deelnemers gaat of om medewerkers.’**

## ‘Tijdens mijn loopbaan heb ik de wet- en regelgeving voor instellingen in de financiële sector steeds gedetailleerder zien worden. Als wetgeving tot ongewenste uitkomsten leidt, verzint men in Den Haag weer stoplappen.’

Ook bij het interne toezicht is diversiteit belangrijk, maar daar vind ik die leef-tijdsgrens veel minder van belang. Daar moet je in de eerste plaats bestuurders

kunnen uitdagen met je vragen. Als je jonger bent, ben je nog bezig de ervaringen te vergaren om dat te kunnen.

Ik vind het zonde dat we de bedoeling van pensioen soms uit het oog verliezen. Voor mij is pensioen simpelweg ‘een levenslange uitkering vanaf een bepaald moment’. Liefst zo waardevast mogelijk. Een pensioen kan tot uitkering komen bij arbeidsongeschiktheid, overlijden van een partner of het behalen van een bepaalde leeftijd. Alles wat we meer willen, maakt het ingewikkelder. De optie om straks 10% van je pensioen op pensioendatum op te kunnen nemen bijvoorbeeld. Daarvoor moeten we systemen bouwen en erover kunnen adviseren, want mensen moeten wel kunnen begrijpen wat de gevolgen van zo’n besluit zijn.

Maar moeten we ons niet afvragen of we, als die ruimte er is, dan niet tévéél pensioen opbouwen? Misschien is het beter om 10% minder premie te incasseren. Ik wil maar zeggen: hoe meer varianten we inbouwen, hoe ingewikkelder het wordt en hoe hoger de kosten per deelnemer. Die kosten zijn al een serieus probleem in de hele sector. En de keuzemogelijkheden zijn ook nog eens vooral interessant voor mensen met een vrij hoog inkomen. Een beetje kunnen schuiven met je pensioendatum is prima. Maar laat pensioen blijven waar het voor bedoeld is. Verzekeraars kunnen prima voorzien in extra wensen bij individuen.

Zorgvuldig zijn. Mijn zaken op orde hebben. Zorgen dat mensen tot hun recht komen. Dat zijn de belangrijkste thema’s in mijn werk. Of het nu om deelnemers gaat of om medewerkers.

Ik zou werkelijk niet weten wat ik als het belangrijkste moment in mijn loopbaan zou moeten noemen. Mijn loopbaan heeft zich geleidelijk aan ontrold. Mijn burn out heeft natuurlijk wel geleid tot een groter bewustzijn van wat ik niet wilde. Ik wijzigde mijn koers naar een werkwijze en -inhoud die wel bij mij pasten. Ik gaf daarvoor welbewust een op zichzelf comfortabele positie in

de financiële sector op. Bepaalde mensen zijn heel belangrijk voor mij geweest. Mijn leidinggeven-den bij Oasis en Fortis/VSB bijvoorbeeld. Zij

lieten mij mijn gang gaan en hadden er alle vertrouwen in dat ik mooie dingen tot stand zou brengen als ik de ruimte kreeg. Ik heb me mede dankzij die mensen ontwikkeld tot wie ik nu ben.

Ook mijn eigen drijfveren vind ik lastig te benoemen. Er komt van alles op mijn pad, ik plan dat niet zo. Ik kan erg genieten van de combinatie ‘leuke dingen doen met leuke mensen om mij heen’. Sinds kort zit ik in de toezichtraad van GroenLinks, waar ik al langer lid van ben. Van huis uit heb ik meegekregen dat als je je ergens aan verbindt, je er dan ook voor moet gaan. Dat doe ik dus en daar rolt dan weer van alles uit voort. De rode draad is dat ik ook hier weer kijk of de besluitvormingsprocessen lopen zoals ze moeten lopen. Met de besluiten zelf hoef ik het als toezichthouder niet eens te zijn, maar als het afwegingsproces goed is verlopen, ben ik het met de besluiten ook vaak eens.

De oorlog in Oekraïne beïnvloedt ons werk natuurlijk op allerlei manieren: door de sanctiewetgeving of de enorme stijging van de inflatie. De pensioenen op peil houden is op dit moment kansloos. COVID-19 is op mijn werk in zoverre van invloed geweest, dat toch al moeilijke besluitvormingstrajecten nog gecompliceerder werden. Niet de besluitvorming die via logische stappen of vaste procedures verloopt: de ‘sometjesdingen’. Maar wel bij andere onderwerpen, zoals het selecteren van een nieuwe uitvoerder. Daarvoor kan je veel beter fysiek bij elkaar zitten. Dat we dat bij een van de fondsen van A tot Z digitaal hebben moeten doen, heeft veel van ons gevraagd. Je moet dan voortdurend heel bewust opereren en scherp opletten of het proces nog klopt en niemand dreigt af te haken. Maar buiten dat soort lastige besluitvorming heb ik mijn werk in de coronatijd zonder problemen kunnen voortzetten. Mijn vrouw is docent wiskunde en moest daar veel meer moeite voor doen. Toch lukte het haar om ook digitaal een goed zicht op haar leerlingen te houden en ze individueel te blijven aanspreken. Daar heb ik met bewondering naar gekeken.’ ■

# Ethische principes voor het nieuwe pensioencontract

**Een passend beleggingsbeleid en volledige en faire communicatie over de verwachte uitkomsten daarvan zijn van doorslaggevend belang om het nieuwe pensioenstelsel tot een succes te maken.**

In het nieuwe pensioenstelsel rust het beleggingsrisico grotendeels bij het individu. Dat kan in twee smaken. In het flexibele contract krijgen deelnemers het rendement van hun eigen beleggingsmix (de zogenaamde lifecycle). In de solidaire premieregeling wordt het collectieve fondsrendement verdeeld over deelnemers in cohorten op basis van de toedeling van beschermings- en overrendement. Is het beleggingsbeleid passend en communiceert het pensioenfonds volledig en fair over het verwachte rendement?



Door **Rik Albrecht**, Bestuurder, Toezichthouder en Voorzitter beleggingscommissie bij diverse pensioenfondsen, Docent bij SPO en Adviseur bij Roccade Advies, en **Alwin Oerlemans** Head of Product Management bij APG Asset Management. Beiden zijn lid van de Ethics Committee van CFA Society VBA Netherlands.

CFA Institute heeft ethische principes geformuleerd in de Pension Trustee Code of Conduct<sup>1</sup>. Voor de beleggingen zijn vooral de principes voor 'suitability' (passendheid) en 'full and fair disclosure' (volledig en fair communiceren) relevant. Deze principes helpen pensioenfondsen bij de opzet en communicatie over het beleggingsbeleid. Belangrijk hierbij zijn fair, objectief en onpartijdig, en ook tijdig, nauwkeurig en transparant met de deelnemers te communiceren en een beleggingsbeleid uit te voeren dat overeenkomt met de eerder vastgestelde doelstellingen.

Op basis van de CFA Institute Pension Trustee Code of Conduct geven wij drie aanbevelingen:

**Aanbeveling 1:** Verantwoord in de solidaire premieregeling dat het toedelingsbeleid bij de risicohouding van de leeftijdsc cohorten past alsook het collectieve beleggingsbeleid bij het toedelingsbeleid.

In een solidaire premieregeling legt het pensioenfonds van tevoren in het toedelingsbeleid vast hoe het rendement wordt verdeeld over cohorten. Hierdoor worden bij deelnemers verwachtingen gecreëerd over het rendement waar zij op mogen rekenen. Als het collectieve beleggingsbeleid niet goed aansluit op het toedelingsbeleid, kan het pensioenfonds de verwachtingen niet waarmaken en ontstaan vragen bij deelnemers. Bijvoorbeeld: het toegezegde beschermingsrendement is onvoldoende afgedekt met een passende beleggingsportefeuille, waardoor de mismatch ten laste komt van het overrendement (zie het artikel 'Risicodeling onder het solidaire pensioencontract' uit Financial Investigator, editie 2, 2022).

**Aanbeveling 2:** Zorg in de flexibele premieregeling dat de toegekende lifecycle passend is én blijft, gegeven de pensioendoelstelling en risicohouding van de deelnemer.

Evalueer periodiek of de opzet van de lifecycle-portefeuilles naar verwachting in staat is de pensioendoelstelling te realiseren. Communiceer hierover volledig en fair met de deelnemers.

**Aanbeveling 3:** Communiceer in de solidaire premieregeling niet alleen het theoretische toedelingsbeleid, maar ook de effectieve blootstelling van deelnemers aan beleggingsrisico's.

Communiceer volledig en fair en voorkom een verkeerde voorstelling van zaken. Let erop dat de blootstelling aan beleggingsrisico's anders kan uitpakken dan het toedelingsbeleid suggereert. Leg uit hoe de blootstelling aan beleggingsrisico's samenhangt met het gekozen toedelingsbeleid. ■

<sup>1</sup> <https://www.cfainstitute.org/en/ethics-standards/codes/pension-trustee-code>, met name de artikelen 6, 7 en 10 zijn hier relevant.

# Emerging Markets blijven interessant vanwege groeivoorzichten

Door Hans Amez



FOTO S: SHUTTERSTOCK

Emerging Markets hebben een enorme behoefte aan financiering. Alleen al daarom is duurzaam beleggen in die markten zinvol. Een ESG-focus is bovendien belangrijk vanuit een risicoperspectief. Als bedrijven in Emerging Markets ondermaats presteren op ESG-gebied, worden ze door beleggers afgestraft, evenals die markten zelf.

### Wat is de drijvende kracht achter de groei en de prestaties van opkomende markten in het komende jaar?

**Ryan Reardon:** ‘De economische ontwikkeling heeft altijd op de voorgrond gestaan. Maar door de recente geopolitieke ontwikkelingen, zoals de oorlog in Oekraïne, is de nadruk daarop op de achtergrond geraakt, in de zin dat er meer wordt nagedacht over veiligheid binnen die context. Er is meer aandacht gekomen voor veiligheid op de korte termijn dan voor economische groei op de langere termijn.’

**Marcos Räisänen:** ‘Emerging Markets vormen met elkaar een zeer gediversifieerde markt die kan profiteren van zowel binnenlandse als mondiale groei. Het is mogelijk om flink wat bedrijven te identificeren die het komende jaar veel voordelen zullen halen uit trendmatige ontwikkelingen op bijvoorbeeld het gebied van voedsel en grondstoffen.’

**Jonathan Davis:** ‘Er is een soort verschuiving ontstaan van een wereld waarin globalisering een belangrijke motor was voor de vermogensopbouw van Emerging Markets naar een wereld waarin dat minder het geval is. Wij zijn meer op zoek gegaan naar binnenlandse hervormingen als de belangrijkste motor voor de economische prestaties van opkomende markten, in plaats van primair te kijken naar grondstoffenprijzen en export. Ik denk dat Latijns-Amerika een interessant voorbeeld is van een regio waar de traditionele perceptie van Emerging Markets aan het verschuiven is.’

**Kiran Nandra:** ‘Ik denk dat in de komende jaren het milieu en allerlei milieukwesties een belangrijke rol gaan spelen in opkomende markten. China loopt bijvoorbeeld voorop als het gaat om het milieu. Wat betekent de inflatie van grondstoffenprijzen voor Emerging Markets? Je krijgt een afbakening tussen de gebieden of industrieën die het daar met betrekking tot het milieu wel of niet goed doen.’

**Wim-Hein Pals:** ‘De afgelopen tien jaar was groei de drijvende kracht. Voor de komende tien jaar ben ik er vrij zeker van dat value dat binnen opkomende markten gaat worden. Met de stijgende rente wereldwijd en vooral in de Verenigde Staten zal value een structurele comeback maken. Een ESG-focus is essentieel, want het gaat om healthy value met toekomst. Dat is dus geheel anders dan in de afgelopen tien jaar.’

### Wat rechtvaardigt een aparte allocatie naar aandelen of obligaties uit Emerging Markets? En hoe raak je succesvol betrokken bij bedrijven in die markten?

**Rishma Moennasing:** ‘Wij beschouwen aandelen en obligaties uit Emerging Markets als twee verschillende beleggingscategorieën met eigen risico- en rendementskenmerken. In onze mandaten en portefeuilles is plaats voor beide. Aandelen van vooral niche- en innovatieve bedrijven in Emerging Markets kunnen zeer interessant zijn.’

**Räisänen:** ‘Als we kijken naar de schuld van opkomende markten, dan hebben bedrijven meer cash en een lagere leverage dan ontwikkelde markten, maar toch bieden ze aanzienlijk meer spread per turn of leverage. De beleggingscategorie heeft een superieure Sharpe-ratio ten opzichte van de ontwikkelde markten, terwijl ze bij obligaties versus aandelen hoger in de kapitaalstructuur zit.’

### Wat is er te zeggen over de flows naar de verschillende markten?

**Samiya Jmili:** In termen van ESG-flows is Europa duidelijk de grootste regio, of we het nu hebben over de markt zelf, in termen van AUM, of over de geldstro- ➤

### Voorzitter:

**Tom Niemans,**  
Altis Investment Management

### Deelnemers:

**Jonathan Davis,**  
PineBridge Investments  
**Samiya Jmili,**  
Morningstar  
**Rishma Moennasing,**  
Rabobank  
**Kiran Nandra,**  
Pictet Asset Management  
**Wim-Hein Pals,**  
Robeco  
**Marcos Räisänen,**  
Muzinich & Co  
**Ryan Reardon,**  
State Street SPDR ETFs



### VOORZITTER

Tom Niemans

Tom Niemans is Principal binnen Altis Investment Management. Hij is verantwoordelijk voor het selecteren en monitoren van externe vermogensbeheerders alsmede het beheren van klantportefeuilles. Voordat hij in 2013 bij Altis in dienst kwam, werkte hij als Performance & Risk Analyst binnen NN Investment Partners. Niemans heeft een Master in International Business van de Universiteit van Maastricht. Hij is een CFA Charterholder.



Jonathan Davis

Jonathan Davis trad in 2015 bij PineBridge Investments in dienst als Senior Vice President en Client Portfolio Manager binnen het Emerging Markets Fixed Income Team. Naast het aansturen van nieuwe ontwikkelingen fungeert hij als de verbindende factor tussen het EMD-team en de klanten. Davis is initiërend en leidend in de vertaling van markt- en klant-behoefte naar de integratie van ESG-beleid.



Samiya Jmili

Samiya Jmili is ESG-Fondsanalist voor de regio EMEA bij Morningstar en co-auteur van de Morningstar ESG fund flow-rapporten. Zij is verder Fondsen-Research-Analist bij Morningstar Holland BV. Jmili is tevens Voorzitter van het ESG Commitment Level Rating Committee voor Europa, inclusief het Verenigd Koninkrijk. Ze heeft een Master in Finance van de Kedge Business School.



Rishma Moennasing

Rishma Moennasing is Lead Fondsen & Duurzaamheid bij het Investment Office van Rabobank. Zij is verantwoordelijk voor het duurzame beleggingsbeleid inclusief active ownership, responsible investments, manager selection and monitoring van mandaten voor Rabobank Vermogensbeheer. Naast haar functie bij Rabobank is zij actief als Sustainable Engagement Specialist voor de VBDO.



Kiran Nandra

Kiran Nandra trad in 2016 in dienst bij Pictet Asset Management. Zij is Head of Emerging Equities Management. Eerder werkte ze bij Wellington Management als Portfolio Specialist. Ze trad daar in 2003 in dienst in een functie als relatiebeheerder voordat ze Research Analyst werd met als specialisatie Europese en Latijns-Amerikaanse banken. Nandra is afgestudeerd aan het University College in Londen met een LLB graad in Rechten.



Wim-Hein Pals

Wim-Hein Pals is Hoofd van het Robeco Emerging Markets Equity Team en Portfoliomanager van de Global Emerging Markets Core Strategie. Daarvoor was hij Portfoliomanager Emerging European en African Equities en Portfoliomanager Emerging Asian Equities. Hij heeft een MSc in Industrial Engineering and Management Sciences van de Technische Universiteit Eindhoven en een Master in Bedrijfseconomie van de Universiteit van Tilburg.



Marcos Räisänen

Marcos Räisänen werkt sinds 2012 als Senior Credit Analyst bij Muzinich & Co. Hij is gespecialiseerd in Latijns-Amerikaanse bedrijven. Voor Muzinich & Co werkte hij binnen het creditteam van Hermes Fund Managers en daarvoor bij Fortis Investments. Räisänen heeft een BSc in Business Administration van de Helsinki School of Economics en een MSc in Economics van de Swedish School of Economics.



Ryan Reardon

Ryan Reardon is Senior Strateeg in het State Street SPDR ETF Strategy & Research Team. Zijn primaire aandachtsgebieden zijn Smart Beta en ESG. Hij analyseert de ontwikkelingen op de financiële markten en de economische vooruitzichten op de langere termijn die van invloed kunnen zijn op specifieke SPDR ETFs. Reardon publiceert onderzoeksrapporten, maakt vergelijkingen tussen verschillende strategieën en ondersteunt klanten.

‘Op talloze niveaus heeft de oorlog in Oekraïne invloed op hoe er gedacht wordt over ESG.’

men die Europa aantrekt. Wat Emerging Markets betreft is Azië, met China aan de top, absoluut de leidende markt als het gaat om innovatie, productinnovatie en geldstromen die naar zowel actieve als passieve fondsen gaan. Net als op andere markten zijn de productcreatie en productinnovatie de laatste paar jaar over het algemeen echt versneld. Er zijn duidelijk veel mondiale spelers, vermogensbeheerders die actief zijn in de Verenigde Staten en Europa en die beleggingsinstrumenten beschikbaar stellen in Azië. Dat trekt niet alleen lokale, maar ook buitenlandse beleggers aan. Er is veel belangstelling voor specifieke fondsen die een negatief screeningsbeleid hebben, maar je ziet meer en meer verscheidenheid aan aanbiedingen, van best-in-class benaderingen tot klimaatgerichte beleggingsproducten. Op ESG-gebied worden nieuwe fondsen gelanceerd en sommige bestaande fondsen krijgen een nieuwe bestemming en integreren duurzaamheidsdoelstellingen om ze vervolgens gewoon opnieuw aan te bieden.’

**Reardon:** ‘In de EM-ruimte is de interactie tussen de E, de S en de G belangrijk. In sommige opzichten kan er in opkomende economieën sprake zijn van een afweging tussen enerzijds het investeren in zaken die de economische ontwikkeling bevorderen en anderzijds de voorkeur geven aan zaken als milieudoelstellingen op de lange termijn. Het vermogen om je maatschappelijke en ontwikkelingsdoelen te bereiken zal er anders uitzien als je de milieu-opportunities in ogenschouw neemt. Het gaat erom ervoor te zorgen dat de resultaatverwachtingen worden waargemaakt. Als je bijvoorbeeld de inkomensstroom wilt verbeteren, dan zou dat kunnen via specifieke risico-rendementskenmerken. Het gaat dus niet noodzakelijkerwijs over under- of outperformance, het gaat meer om het bereiken van strategie- of index-doelstellingen.’

**Moennasing:** ‘De flows richting bepaalde markten kunnen onder druk staan. Door de huidige geopolitieke situatie zijn de prijzen van onder andere grondstoffen en energie omhooggeschoten. Voor tal van Emerging Markets in Afrika, het

**‘Wat Emerging Markets betreft is Azië, met China aan de top, absoluut de leidende markt als het gaat om innovatie, productinnovatie en geldstromen die naar zowel actieve als passieve fondsen gaan.’**

Midden-Oosten en Azië is dat zeer nadelig. Met name armere landen als Bangladesh en Sri Lanka zullen op korte termijn hard door inflatie worden geraakt. Dat alles zou kunnen leiden tot meer ongelijkheid, armoede, honger. Problemen die we eigenlijk mede willen oplossen door ESG-beleggingen. Op de middellange tot lange termijn zal dit tot gevolg hebben dat er meer zal worden geïnvesteerd in de productie van gewassen, in de eigen soft commodities van opkomende landen. Want die zijn zich er meer bewust van geworden hoe belangrijk het is om zoveel mogelijk zelfvoorzienend te zijn.’

### **Heeft de oorlog in Oekraïne jullie beleggingsvisie veranderd? En wat zijn de implicaties vanuit ESG-oogpunt?**

**Davis:** ‘Op talloze niveaus heeft de oorlog in Oekraïne invloed op hoe er gedacht wordt over ESG. Op korte termijn gaat het vooral over energiebronnen en energie-onafhankelijkheid. Er is een langetermijnrisico van klimaatverandering, dat we willen beperken. Maar er is nu ook sprake van een humanitaire crisis met bepaalde domino-effecten die de hele wereld treffen, dus niet alleen ons beleggingsuniversum in opkomende markten. Dan dringt zich de vraag op: waar zijn we bereid mee te leven? Verder moeten we ons afvragen in welke mate we rekening moeten houden met het landenrisico in ESG-scores van bedrijven in Emerging Markets. Om een voorbeeld te noemen: Lukoil, na Gazprom de tweede oliemaatschappij van Rusland, was begin dit jaar een van de hoogst gewaardeerde energiebedrijven in opkomende markten met een triple B-rating van MSCI, maar is intussen gedegradeerd tot CCC. Wat >

‘De afgelopen tien jaar was groei de drijvende kracht. Voor de komende tien jaar ben ik er vrij zeker van dat value dat binnen opkomende markten gaat worden.’

betekent de verscherpte focus op het sovereign governance risk voor een markt, die alleen al vanuit het perspectief van de index bijna negentig landen omvat met verschillende mate van leiderschapsproblemen? Hernieuwbare energie wordt gezien als een middel om klimaatverandering tegen te gaan, maar inmiddels is het ook gerelateerd aan nationale veiligheid als we het hebben over energieonafhankelijkheid. Maar, zoals het geval is met traditionele fossiele brandstoffen, zullen problemen rond hulpbronnen- en productconcentratie moeten worden aangepakt bij de verschuiving naar CO<sub>2</sub>-neutraliteit.’

**Nandra:** ‘Vóór de oorlog in Oekraïne was het nogal gemakkelijk om te zeggen dat we bijvoorbeeld van olie of fossiele

brandstoffen af moesten omdat die heel slecht zijn voor de leefbaarheid op aarde. Dat is, vooral als het om olie gaat, in de kern nog steeds juist, maar door de oorlog in Oekraïne worden we ertoe gedwongen een genuanceerder standpunt in te nemen. Namelijk dat bepaalde producten in het energiespectrum misschien nog steeds aanvaardbaar zijn in termen van bijvoorbeeld de S van social en de G van governance. Energiebedrijven

die daadwerkelijk proberen te veranderen om positief betrokken te raken bij het oplossen van de klimaatproblemen zijn het nog altijd waard om in te beleggen. Je zou kunnen zeggen dat wat er gaande is in Oekraïne een soort van domino-effect heeft gehad.’

**Pals:** ‘De toestand in Oekraïne maakt concrete allocatie belangrijker dan ooit. Een top down-analyse stelt je in staat een land op onder andere ESG-normen te beoordelen. Als landen zich niet goed gedragen – daarbij gaat het vooral om G – moeten ze daar de gevolgen van onder vinden. Wij zijn bijvoorbeeld heel voorzichtig geweest met het beleggen in Rusland, omdat het bestuur van dat land

eigenlijk altijd waardeloos is geweest. Als bedrijven in Emerging Markets ondermaats presteren op ESG-gebied, worden ze beleggingstechnisch gestraft. Dat geldt ook voor de opkomende landen zelf, zoals China, Turkije en Brazilië.’

**Moennasing:** ‘Wat zo triest is aan de huidige geopolitieke situatie, is dat de arme Emerging Markets door onder andere de hoge inflatie en het tekort aan graan, meer getroffen worden dan andere landen. De SDGs van de Verenigde Naties zijn bedoeld om problemen als honger en armoede op te lossen, maar nu doen we juist weer een stap terug. Wij blijven investeren in Emerging Markets. Ons ESG-beleid ten aanzien van Rusland is wel gewijzigd. Zo zijn beleggingen in dit land niet meer toegestaan en staken we alle activiteiten op het gebied van actief eigenaarschap met Russische bedrijven.’

**Jmili:** ‘ESG is volgens mij een beleggingsstijl, net zoals bijvoorbeeld value investing. Het beleggingsprincipe is dat je door het integreren van ESG in je fundamentele beoordeling, het risico van de beleggingsportefeuille kunt verminderen en deze portefeuille kunt richten op bedrijven die goed gepositioneerd zijn om te profiteren van de overgang naar een circulaire economie. Het gaat om een filosofische beleggingsbenadering die je moet onderschrijven, zoals je dat ook doet bij value investing. De urgentie om energieonafhankelijk te zijn, is door de oorlog in Oekraïne aanzienlijk toegenomen. Met name Europese landen zoeken naar mogelijkheden om hun overgang naar duurzame en hernieuwbare energie te versnellen. Dat biedt kansen voor portefeuillemanagers die investeren in clean tech. Door de verschrikkingen in Oekraïne worden vermogensbeheerders nu in feite uitgedaagd om niet alleen hun ESG-benadering uit te leggen en te verantwoorden, maar ook hun hele beleggingsbeleid. Om een idee te geven: veel vermogensbeheerders hebben hun investeringen in Rusland om verschillende redenen tenietgedaan. Sommige deden dat vanuit een financieel oogpunt, andere besloten dat zij geen autoritair regime willen steunen dat de fundamen-



tele mensenrechten en het internationaal recht niet eerbiedigt. Dat heeft vermogensbeheerders er extra toe aangezet om uit te leggen waarom ze hebben gedesinvesteerd. Ze hebben meer oog gekregen voor de duistere banden die wel degelijk bestaan tussen autoritaire regimes en veel bedrijven. Ten slotte heeft de crisis in Oekraïne de aandacht van beleggers nog eens gevestigd op de vraag of hun beleggingen ook echt zijn afgestemd op wat zij zoeken in termen van ESG-risico en -aanpak.'

**Moennasing:** 'Ik zie dat anders: ESG is geen beleggingsstijl die vergelijkbaar is met andere stijlen zoals value. Vroeger was ESG een niche, maar het is inmiddels mainstream geworden. In het verleden keek een belegger naar rendement en risico, daar is als derde element ESG bij gekomen. Je kunt ESG niet meer als een specialisme zien, het wordt steeds meer geïntegreerd in alle beleggingsstrategieën.'

**Jmili:** 'Ik weet heel goed wat ESG-integratie is en hoe mainstream het de laatste drie of vier jaar geworden is. Ik wil alleen maar benadrukken dat ESG-integratie een baseline is en dat duurzaam beleggen in feite een keuze is die beleggers kunnen maken.'

### **Kan het nastreven van een goed ESG-profiel op gespannen voet staan met het nastreven van een goed rendement?**

**Räisänen:** 'Als vermogensbeheerder proberen we een evenwicht te vinden tussen risicobeperking, kansen en rendement. ESG is daarbij van groot belang. We proberen het te zien als een holistische evaluatie van het verleden, het heden en vooral het toekomstige traject van bedrijven. We proberen erachter te komen waarom een bedrijf een slecht ESG-profiel heeft en of het bereid is verbeteringen aan te brengen. We willen kansen identificeren, daar waar ESG-profielen concurrerend geprijsd zijn: in zee gaan met emittenten die financieel aantrekkelijk zijn omdat ze een lage ESG-score hebben, maar die, als gezegd, wel bereid zijn om verbeteringen aan te brengen. Door niet in een bedrijf te

## **'We proberen erachter te komen waarom een bedrijf een slecht ESG-profiel heeft en of het bereid is verbeteringen aan te brengen.'**

investeren ga je zeker geen positieve impact hebben als het bedrijf zichzelf elders kan financieren.'

**Davis:** 'Binnen de Emerging Markets voor bedrijfsobligaties is de relatie tussen ESG-profiel en credit ratings doorgaans laag in vergelijking met ontwikkelde kredietmarkten. Als zodanig hebben investment managers allerlei mogelijkheden om risico en rendement af te leiden en zouden ESG-beleggingsstrategieën niet mogen worden aangetast in hun vermogen om sterke rendementen te genereren. Wij denken zelfs dat een toekomstgerichte benadering van ESG-risico in combinatie met een gedisciplineerd engagementkader alpha-kansen kan creëren, omdat emittenten die zich inzetten voor het verbeteren van hun ESG-risicoprofiel op de middellange tot lange termijn waarschijnlijk een daling van hun kapitaalkosten tegemoet kunnen zien.'

**Nandra:** 'Wij willen alpha creëren, maar wel op een manier die geen schade berokkent en idealiter zelfs iets goed doet. Er zijn aandelen waarin we niet zullen beleggen, waar we geen prijs op kunnen zetten omdat we ons er niet prettig bij voelen. We zullen ons soms concentreren op de toeleveringsketen, maar altijd op de door bedrijven gehanteerde arbeidsnormen. Als we daar vraagtekens bij hebben, is het gewoon een no-go. ESG is belangrijk vanuit een risicoperspectief. Als we vooruitkijken kan ESG interessant zijn als een potentiële beloning of upside. Bedrijven die op weg zijn van een slecht naar een beter ESG-profiel kunnen zorgen voor meer alpha. ESG en alpha moeten hand in hand gaan, dat is denk ik het ideale scenario.' >

**Met welke uitdagingen op het gebied van beschikbaarheid, dekking en kwaliteit van gegevens worden duurzame beleggers geconfronteerd in Emerging Markets?**

**Jmili:** ‘Opkomende markten en bedrijven aldaar zijn de kloof aan het dicht en het gaat om het openbaar maken en beschikbaar stellen van data, maar ze lopen nog steeds duidelijk achter op de ontwikkelde markten. Het probleem zit in de kwaliteit en kwantiteit van gegevens. De meeste bedrijven in opkomende landen rapporteren naar eigen goeddunken. Er is een gebrek aan standaardisatie. Er zijn uiteraard verschillen in de kwaliteit van rapportering tussen de verschillende regio’s. Over het algemeen worden staatsbedrijven, bijvoorbeeld in China, door de overheid onder druk gezet om betere informatie te verstrekken, terwijl familiebedrijven vaak niet over de middelen beschikken om over hun ESG-gegevens te communiceren. Er bestaat een vertragingfactor tussen het moment dat bedrijven verslag uitbrengen over ESG-criteria en het tijdstip waarop die informatie openbaar wordt gemaakt. En in het slechtste geval is die informatie, door het gebrek aan governance en streng toezicht van de regelgever, soms misleidend of zelfs volledig afwezig.’

**Moennasing:** ‘ESG-dataproviders leveren steeds meer data voor opkomende markten. De coverage van bedrijven daar verbetert. Maar dat niet alle bedrijven worden gevolgd, biedt ook kansen, zeker aan actieve managers. Door je eigen ESG-data-analyses te maken, kun je marktinefficiënties ontdekken en bedrijven vinden die uit ESG-oogpunt interessant zijn en een groene premie bieden. Er zijn fondsen die dit succesvol toepassen doordat ze eerder bedrijven vinden die pas later een goede ESG-rating krijgen.’

**Reardon:** ‘Met betrekking tot de data hebben we in Emerging Markets veel verbeteringen gezien. Niet alleen in hoeveelheid, maar ook in kwaliteit. Voor mijzelf geldt dat er bijna te veel gegevens beschikbaar zijn. Om een voorbeeld te noemen: ik denk dat MSCI nu zoiets van vijfhonderd klimaatmetrieken heeft. Voor mij gaat het er nu om te bepalen welke gegevens zinvol zijn en kunnen worden toegepast om EM-bedrijven te evalueren op hun prestaties op de korte termijn en die te integreren in de langetermijnbeslissingen over milieueffecten zoals de CO<sub>2</sub>-footprint. Je kunt je een wereld voorstellen waarin een ESG-score dermate veel informatie verschaft, dat je bijna zou willen dat vermogensbeheerders op basis van die score kapitaal toewijzen.’

**Is de integratie van SDGs moeilijker in opkomende markten dan in ontwikkelde markten. En zo ja, waarom?**

**Pals:** ‘SDGs zijn in opkomende markten niet noodzakelijkerwijs belangrijker dan in ontwikkelde, maar die markten lopen wel achter ten opzichte van ontwikkelde markten als het gaat om de naleving van de SDGs. En om op de data terug te komen: er bestaan veel data over ESG, maar aan de SDG-kant zijn er nauwelijks data waarop je je portefeuille kunt baseren. Wij hebben daarom een SDG-raamwerk ontwikkeld voor 1.400 bedrijven in het EM-universum. Daaruit blijkt dat een meerderheid van de EM-bedrijven, 52%, positief bijdraagt aan de SDGs in opkomende markten, 26% heeft een negatieve impact en de rest, 22%, levert geen significante bijdrage. De lichte meerderheid van 52% is niet iets om van omhoog te springen, maar vanuit het oogpunt van portefeuilleconstructie is het een interessant gegeven.’

**Davis:** ‘Wij hebben vier SDGs gemarkeerd als pijlers van ons vastrentende EM-proces. Dat zijn ‘klimaatactie’, ‘verantwoorde consumptie en productie’, ‘fatsoenlijk werk en economische groei’, en ‘industrie, innovatie en infrastructuur’. Vanuit een puur kwantitatief perspectief wordt SDG-beleggen uitgedaagd door een gebrek aan openbaarmaking van data, aangezien er weinig data

‘Met betrekking tot de data hebben we in Emerging Markets veel verbeteringen gezien. Niet alleen in hoeveelheid, maar ook in kwaliteit.’

points zijn, afgezien van gegevens over CO<sub>2</sub>-emissies, die worden gerapporteerd door een meerderheid van emittenten van bedrijfsobligaties. Maar dat geldt zowel voor ontwikkelde als voor opkomende kredietmarkten. Onze due diligence met betrekking tot SDGs richt zich op activiteiten en indicatoren die het meest aansluiten bij de doelstellingen van onze prioritaire SDGs en is gebaseerd op een fundamentele analyse van elke emittent die we volgen, in plaats van op een kwantitatieve beoordeling van de SDG-impact. Dat heeft zeker te maken met de beschikbaarheid en ontsluiting van data. Afgezien van de problemen met data, denken we dat je, door te beleggen in opkomende markten een grotere positieve impact kan hebben op de SDGs dan door te beleggen in ontwikkelde markten. Door de aandacht te vestigen op een meer in balans zijnde duurzame ontwikkelingsdoelstelling of duurzame investeringsdoelstelling, kunnen we als sector heel wat doen om de duurzaamheid van onze planeet op de lange termijn te verbeteren.’

**Nandra:** ‘We kijken uiteraard naar de SDGs en we hebben een SDG-kader, maar we zijn ons ervan bewust dat de SDGs oorspronkelijk gecreëerd zijn voor landen en niet zozeer voor bedrijven. Een manier om erover te praten, is te proberen ze te kwantificeren, wat moeilijk is omdat de SDGs vooral aan een kwalitatieve denkwijze zijn ontsproten. Dat moeten we voortdurend in gedachten houden. Wij hebben een aantal thema’s positief beoordeeld in de richting van fatsoenlijk werk, industriële innovatie en verminderde ongelijkheid. Water is ook een groot thema. In Emerging Markets, vooral in de frontier-economieën, is de toegang tot sanitaire voorzieningen als schoon water van wezenlijk belang. Niet alleen in landelijke gebieden, maar ook in steden.’

**Räisänen:** ‘Gezien onze bottom up-benadering van de portefeuilles per bedrijf, hanteren wij geen expliciete SDG-thema’s. Omdat we bedrijven afzonderlijk analyseren, denken we dat betrokkenheid, oftewel engagement, dé manier is om invloed op de verschillende

bedrijven uit te oefenen. We proberen zaken te veranderen en te corrigeren wat fout wordt gedaan. Het gaat er in het algemeen om dat dingen dusdanig worden verbeterd, dat ze niet destructief worden. Wij denken dat dit effectiever is dan een soort top down-benadering toe te passen.’

**Moennasing:** ‘Wij praten met alle bedrijven over dezelfde SDG-thema’s, zoals: de reductie van de carbonintensiteit, investeringen in innovatie, infrastructuur, duurzame energie, schoon drinkwater, gelijke rechten, verantwoorde consumptie en productie. De SDGs zijn er ook om de grote wereldwijde uitdagingen aan te pakken, zoals extreme armoede, klimaatverandering, ongelijke rechten, gezondheidszorg voor iedereen en verlies aan biodiversiteit. Opkomende landen zijn hier relatief meer kwetsbaar voor omdat zij minder middelen hebben om zich hiertegen te beschermen. Investeren in SDGs is ook bekijken hoe je positieve impact kunt maken in deze kwetsbare markten. Direct investeren in duurzame oplossingen die opkomende markten helpen, zorgt direct voor een positieve impact.’

#### **Wat heeft de lancering van de SFDR-verordening en de EU-taxonomie betekend?**

**Moennasing:** ‘De Sustainable Finance Disclosure Regulation vergroot de transparantie over hoe duurzaam beleggingen zijn. Vermogensbeheerders geven meer duidelijkheid over hun beleggingsbeleid en de duurzame doelen die ze nastreven. Ze rapporteren allemaal over dezelfde verplichte indicatoren en gebruiken dezelfde templates, waardoor meer openheid wordt gegeven over hoe groen de beleggingen zijn en informatie beter vergelijkbaar wordt. Dit kan klanten helpen bij een weloverwogen keuze bij de selectie van beleggingsproducten. Positief is ook dat vermogensbeheerders in deze verplichte rapportages kunnen aangeven hoe ze bepaalde doelen en indicatoren >

‘Opkomende landen zijn relatief kwetsbaarder voor grote wereldwijde uitdagingen omdat zij minder middelen hebben om zich hiertegen te beschermen.’

gaan verbeteren. Al met al zorgt de SFDR voor meer openheid, vergelijkbaarheid en verdere verduurzaming van beleggingen en versnelt hiermee de transitie naar een duurzame economie.’

**Jmili:** ‘De SFDR-regelgeving en de Europese taxonomie, die deel uitmaken van het Europese actieplan voor duurzaam beleggen en financieren, zijn zo baanbrekend geweest, dat ze echt een soort speelveld hebben gecreëerd voor alle vermogensbeheerders en andere beleggingsprofessionals, in principe wereldwijd. In Emerging Markets zijn soortgelijke Europese taxonomieën ontwikkeld door regeringen, wetenschappers, vermogensbeheerders en banken. In Zuid-Afrika wordt bijvoorbeeld gewerkt aan een sociale taxonomie die is gebaseerd op de Europese taxonomie. Ook andere (niet EM-)landen zien Europa’s taxonomie als een inspiratiebron om hun eigen milieutaxonomie te ontwikkelen. Een voorbeeld is Canada. Als voorloper op het gebied van innovatie in regelgeving heeft Europa veel landen, overal ter wereld, geïnspireerd om hun eigen regelgeving dusdanig vorm te geven dat de risico’s en effecten van de klimaatverandering aanzienlijk verminderd kunnen worden. China loopt nu bijvoorbeeld voorop in de opkomende landen als het gaat om het opzetten van een regelgevend kader op het duurzaamheidsfront.’

### Zijn er nog aanvullende zaken waar beleggers rekening mee moeten houden?

**Davis:** ‘Ik denk dat er een verkeerde perceptie is van de risico’s in opkomende markten en de mogelijkheid voor beleggers om die risico’s aan te wenden voor het verwezenlijken van hun beleggingsdoelstellingen. Voor ESG in Emerging Markets geldt hetzelfde. Het vermoeden dat ESG en EMD onverenigbaar waren, werd op zijn kop gezet op de Klimaatconferentie van Glasgow in 2021 (COP26), toen er zoveel geschreven werd over de noodzaak van investeringen in opkomende markten. Nu denk ik dat veel mensen wakker worden geschud door de realiteit, namelijk dat het in wezen niet uitmaakt hoeveel de uitstoot verminderd wordt in landen als Nederland, Zwitserland, het Verenigd Koninkrijk of

‘Om geloofwaardig te zijn, moeten we echt duidelijk zijn in het bepalen van tijdschema’s en engagementsdoelstellingen. Dan heeft engagement uiteindelijk impact.’

Duitsland, als er nog steeds sprake is van kolengestookte energie in India en er tonnen staal worden geproduceerd in China. Ik denk dat de notie van EMD en ESG, de rol van Emerging Markets binnen ESG, is veranderd en dat we nu wellicht denken dat de spil van elke duurzame strategie is hoe je omgaat met duurzaamheidskwesaties in opkomende markten.’

**Pals:** ‘Als vermogensbeheerders moeten we onze verantwoordelijkheid nemen en bedrijven die zich niet goed gedragen uitsluiten. Wij sluiten bijvoorbeeld sigaretten en thermische kolen uit en zijn in gesprek met ondernemingen die wereldwijd, dus ook in Emerging Markets, fossiele brandstoffen gebruiken.’

**Nandra:** ‘Het is absoluut onze plicht om te engageren met bedrijven die zich willen verbeteren. Om geloofwaardig te zijn, moeten we echt duidelijk zijn in het bepalen van tijdschema’s en engagementsdoelstellingen. Dan heeft engagement uiteindelijk impact.’

**Moennasing:** ‘Beleggen in de SDGs heeft vooral direct een positieve impact op de opkomende markten. Wij kunnen als beleggers de krachten bundelen, met actief eigenaarschap de focus op deze duurzame doelen vergroten en vooral nu in deze moeilijke tijd deze markten helpen om hier beter uit te komen. Want ook vanwege de groeivoorzichten blijven deze markten interessant voor de lange termijn.’

**Jmili:** ‘Als er één plaats is waar duurzaam beleggen zinvol is, zijn het Emerging Markets, omdat de behoeften daar, in termen van financiering, enorm zijn. De meeste kansen zullen zich daar in de toekomst zeker voordoen.’ ■

## IN HET KORT

Binnenlandse hervormingen zouden welaans de belangrijkste motor voor de economische prestaties van Emerging Markets kunnen worden.

Door de huidige geopolitieke situatie zijn de prijzen van onder andere grondstoffen en energie omhooggeschoten. Voor tal van opkomende markten in Afrika, het Midden-Oosten en Azië is dat zeer nadelig. Dat zou kunnen leiden tot meer ongelijkheid, armoede en hongersnood.

Emerging Markets en bedrijven in die markten zijn de kloof aan het dichtnemen als het gaat om het openbaar maken en beschikbaar stellen van data, maar ze lopen nog steeds duidelijk achter op de ontwikkelde markten.

De SFDR zorgt voor meer openheid, vergelijkbaarheid en verdere verduurzaming van beleggingen en versnelt hiermee de transitie naar een duurzame economie.

# Meer rendement dankzij hogere kosten

**Pensioenfondsen die beleggen in private equity krijgen veel kritiek omdat zij hoge bonussen betalen aan beheerders. Toch gaan hogere pensioenen en hogere bonussen hand in hand.**

Nederlanders willen voor een dubbeltje op de eerste rij zitten. Internationaal staan we bekend als gierig, zelfs tot aan de grens van wat sociaal acceptabel wordt geacht. 'Going Dutch' betekent in Angelsaksische landen dat iedereen voor zichzelf betaalt, hoewel onder de 'Dutch' eerst ook de Duitsers en de Zwitsers werden geschaard. Inmiddels is het een stereotype geworden. Zo geven Nederlanders bijvoorbeeld bovengemiddeld veel aan goede doelen. We zien onszelf graag als egalitair, hoewel we dat niet zijn. Dus leveren we maar al te graag kritiek op grootverdieners, waarbij het niet lijkt uit te maken of we onszelf hierbij in de vinger snijden. Door de Balkenende-norm krijgen we de regering die we verdienen en door de kritiek op bonussen in de financiële wereld is Amsterdam niet het financiële centrum van Europa geworden. Nu wil men dat kennelijk ook in de pensioenwereld doordrukken, gezien de recente kritiek op bonussen aan private equity-beheerders.

Kosten zijn belangrijk bij beleggen, maar nog belangrijker is het rendement na kosten. Het is niet zo dat pensioenfondsen met hun private equity-beleggingen na kosten een lager rendement behalen dan op andere delen van de beleggingsportefeuille. Integendeel, de kosten zijn direct gerelateerd aan het overrendement. Performance fees beginnen meestal boven een rendement van 8%, wat ongeveer het langjarige rendement op aandelen is. Pas daarboven eist de beheerder circa 20% van het resultaat. Dus hoe hoger het resultaat,

des te hoger de kosten. Het is net als bij belastingen. Uiteindelijk betalen we graag veel belasting, omdat dit nu eenmaal onlosmakelijk is verbonden aan een hoog inkomen.

Er worden ook veel kosten gemaakt door beursgenoteerde bedrijven, maar die zitten verstopt in de algemene bedrijfsvoering. Daar wordt veel geld verspild. Een beursgenoteerd bedrijf dat wil veranderen, schakelt eerst dure consultants en adviseurs in, om er veel later achter te komen dat veranderingen blijven steken op de implementatie. Veel overnames door beursgenoteerde bedrijven mislukken door ego's, het ontbreken van een plan of onvoldoende routine op het gebied van integraties. Wie een beursgenoteerd bedrijf wil veranderen, loopt tegen wet- en regelgeving en de vele stakeholders op. Private equity is veel beter in het transformeren van bedrijven. Een transformatie daar leidt tot een sterkere groei van de omzet, hogere winstmarges en een hogere waardering. Uiteindelijk komt dit allemaal terug in het nettorendement. Zo bezien is op de beurs beleggen dus duurder dan beleggen in private equity.

In de komende jaren zullen veel beursgenoteerde bedrijven zich moeten aanpassen. Of het nu gaat om aanpassingen in het kader van de digitale transformatie vanwege disruptieve innovatie, of door de vergaande verduurzaming en niet te vergeten de energietransitie. Veranderen gaat gemakkelijker buiten de beurs, door ervaren professionals met sterke prikkels om van die verandering een succes te maken. De juiste keuzes op het juiste moment kunnen een bedrijf maken of breken. Uiteindelijk komt dit allemaal terug in het rendement, na kosten welteverstaan. ■



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

# Luister naar je klant en laat je leiden door wetenschap

Begrip hebben voor je klanten en de wetenschap doorgronden. Dat zijn de prioriteiten als het gaat om duurzaam beleggen. Het consequent doorvoeren van die principes in je beleggingsproces levert tal van voordelen op.

Door Joost van Mierlo

Dat zegt Jim Whittington, verantwoordelijk voor Responsible Investment bij Dimensional. Deze vermogensbeheerder bouwt al meer dan vier decennia aan een stevige reputatie door wetenschappelijke ideeën systematisch toe te passen in het streven naar hogere rendementen. Een van de manieren waarop de strategieën van Dimensional waarde toevoegen, is te focussen op kleinere bedrijven, 'value'-aandelen en bedrijven met een hoge winstgevendheid. Dezelfde wetenschappelijke systematiek wordt toegepast op duurzaamheid.

De stelling dat duurzaamheid hogere rendementen oplevert, wordt niet ondersteund door wetenschappelijk onderzoek. Vermogensbeheerders die dat claimen, beloven wellicht meer dan ze kunnen waarmaken. Maar als klanten ervoor kiezen om te beleggen in lijn met hun persoonlijke waarden, dan zorgt de gepatenteerde, wetenschappelijk onderbouwde aanpak van Dimensional ervoor dat klanten duurzaamheidsoverwegingen kunnen opnemen

**'Al onze fondsen hebben dezelfde beleggingsprincipes, waaronder brede diversificatie, lage kosten en een focus op het behalen van outperformance.'**

zonder afbreuk te doen aan de belangrijkste beleggingsprincipes.

## Hoe gaat Dimensional traditioneel gezien om met een onderwerp als ESG?

'Wij passen wetenschappelijke principes toe bij alles wat we doen. We geven klanten exposure naar investment premiums en hebben een lange staat van dienst als het gaat om het systematisch leveren van die premies binnen onze strategieën. Al onze strategieën gaan uit van dezelfde beleggingsprincipes, waaronder brede diversificatie, lage kosten en een focus op het behalen van outperformance. In de afgelopen decennia zijn klanten steeds meer geïnteresseerd geraakt in duurzaamheid. We hebben nu tal van duurzame strategieën, waaronder obligatie- en aandelenstrategieën, die dezelfde beleggingsprincipes volgen en tevens meetbare duurzaamheidsdoelstellingen nastreven. Een van onze nieuwste strategieën richt zich op aandelen uit opkomende markten. Andere nieuwe duurzame strategieën zullen ongetwijfeld volgen, omdat wij onze klanten willen helpen hun doelen te behalen – waaronder steeds meer duurzaamheidsdoelen.'

## Dat klinkt mooi, maar hoe vertaalt zich dat in de praktijk?

'Er zijn veel manieren waarop duurzaam beleggen kan worden benaderd. Dimensional vindt dat je moet beschikken over een duidelijke focus op specifieke duurzaamheidsdoelen, over goede data om de voortgang naar die doelen te meten en over transparante rapportage over de behaalde resultaten.

Veel beleggers maken zich zorgen over klimaatverandering, dus richten we ons op het verminderen van de exposure naar emissies, de belangrijkste oorzaak van klimaatverandering. In tegenstelling tot veel andere ESG-factoren hebben de meeste bedrijven een standaard manier om over hun broeikasgasemissies te rapporteren, met als gevolg dat deze gemakkelijker kunnen worden gemeten en vergeleken. ESG-ratings zijn vaak subjectief en inconsistent, dus vertrouwt Dimensional er op dit moment niet op als basis voor zijn duurzame strategieën. Met onze duurzaamheidsbenadering kunnen beleggers hun portefeuille afstemmen op hun overtuigingen zonder afbreuk te doen aan gezonde beleggingsprincipes zoals lage kosten, brede diversificatie en het systematisch nastreven van hogere rendementen.'

## Emerging Markets-fondsen hebben te maken met specifieke uitdagingen. Hoe zit het met de politieke risico's die aan deze landen verbonden zijn?

'Er is de laatste tijd veel aandacht voor Rusland, maar veel opkomende landen hebben te maken met politieke onzekerheid. Het risico van een staatsgreep of het opleggen van kapitaalcontroles is in opkomende markten zoals Thailand of Turkije wellicht groter dan in ontwikkelde markten. Maar dit hoort allemaal bij beleggen in opkomende markten en we werken er hard aan om de risico's goed te overzien.'

In veel gevallen zijn ESG-kwesties echter net zo belangrijk voor bedrijven in ontwikkelde markten als voor bedrijven in opkomende markten. Bedrijven hebben wereldwijde toeleveringsketens en kwesties die verband houden met de rechten van werknemers of het milieu zijn van toepassing op bedrijven over de hele wereld.'

## Is het niet extra lastig om de juiste gegevens te verzamelen voor kleinere bedrijven in opkomende landen?

'Ja, het verzamelen van gegevens over kleinere bedrijven kan moeilijker zijn dan over grotere bedrijven. Maar nogmaals, dit geldt ook voor ontwikkelde landen. Gelukkig is het verzamelen en verwerken van data een van de sterke punten van Dimensional. En wanneer duurzaamheidsdata niet te vinden zijn bij de vele dataleveranciers die we gebruiken, verzamelen we de benodigde informatie zelf.'

## Wat betekent dit voor jullie klanten?

'Ik kan een heel concreet voorbeeld geven. Wij richten ons bewust en nadrukkelijk op broeikasgassen en we geven onze klanten een duidelijke rapportage over wat er op dat gebied wordt bereikt in de portefeuille. Niet alleen bestaat er in wetenschappelijke kring weinig twijfel over het feit dat de uitstoot van broeikasgassen een doorslaggevende rol speelt bij klimaatverandering, maar het is ook iets waarover uitstekende data beschikbaar zijn. Dat betekent dat wij elk kwartaal kunnen rapporteren hoeveel lager dan de index de broeikasgasemissie-intensiteit van onze duurzame strategieën is. En vergeet niet dat dit wordt bereikt zonder afbreuk te doen aan die gezonde beleggingsprincipes die ik eerder noemde.'

## U kiest voor een brede spreiding in uw beleggingsportefeuilles. Waarom?

'Diversificatie heeft verschillende voordelen. Een van die voordelen is dat het een



CV

### Jim Whittington

Jim Whittington is sinds oktober 2021 Head of Responsible Investment bij Dimensional. In de bijna tien jaar daarvoor was hij daar Senior Portfolio Manager en Vice President. Voordat Whittington in dienst trad bij Dimensional was hij Manager van een team van analisten en ontwikkelaars van structured products bij J.P. Morgan. Eerder werkte hij als Exotic Equity Derivatives Trader bij Merrill Lynch en als Analyst Programmer bij ABN AMRO.

belangrijk instrument is voor risicobeheer. Dimensional heeft duizenden bedrijven in portefeuille. Mocht er iets misgaan met een bepaald bedrijf in portefeuille, dan zal de impact op de hele portefeuille beperkt zijn. Brede diversificatie is een bewuste keuze. Het helpt om onverwachte tegenvallers op te vangen.'

## Over onverwachte tegenvallers gesproken. In hoeverre was u voorbereid op de crash van Russische aandelen na de inval in Oekraïne?

'Ik kan niet zeggen dat we de invasie hebben voorzien, maar we zijn sinds 2014 voorzichtig geweest met beleggen in Russische bedrijven. We hebben nooit rechtstreeks belegd in lokaal genoteerde Russische effecten en gaven er altijd de voorkeur aan om exposure naar Rusland te krijgen via certificaten van aandelen die genoteerd zijn op offshore-markten. Na de annexatie van de Krim door Rusland heeft ons beleggingscomité besloten dat de operationele risico's van beleggen in Russische bedrijven verhoogd waren en hebben we een systematische onderweging van Rusland doorgevoerd in alle strategieën waarbij Rusland aan de orde was. Wij beweren niet dat wij een beter inzicht hebben in de bedoelingen van Rusland, maar dit illustreert wel hoe belangrijk zorgvuldig risico-toezicht is voor beleggingen in opkomende markten.' ■

# Understanding sovereign ESG risk in emerging markets

One of the primary challenges when considering ESG risk of sovereign bonds lies in identifying which indicators are the most informative and predictive.

By Ilke Pienaar and Jonathan Davis

Within our Emerging Income Debt Team we have long integrated ESG risk within our fundamental credit analysis. For more than five years we have formally assigned ESG scores to all emerging market issuers under our coverage. Corporate bond markets are supported by standard ESG reporting requirements and by several dedicated ESG research firms, which provide investors with the data necessary to perform in-depth risk analysis and to enable their investment decisions. For sovereign bond issuers, however, those metrics have historically been harder to define and collate.

Investors look for indicators that influence economic growth as well as external and fiscal balances over the near, medium, and long term.

## Environmental factors

It's important to identify near-term risks from weather hazards, medium-

term risks associated with the carbon transition, and the longer-term health and productivity implications of environmental risks. To do so, we reference fossil carbon dioxide emissions data, oil rents (the difference between crude oil production value and the total cost of production) as a percentage of GDP, and the sovereign's exposure and vulnerability to natural hazards, along with its bio-capacity reserves or deficits (referring to the ability to regenerate what the population demands).

## Social factors

Social conditions have an impact on a country's labor force and the stability of its institutions. Income inequality feeds discontent, which can evolve into protest movements that may impede productivity and make a country's economic growth more volatile. Inequalities and labor rights deficiencies can point to potential near-term risks, while education indices and

average years of schooling help indicate the future productivity and skill level of a country's workforce. The age dependency ratio also helps set expectations for how the aging of a population might affect fiscal balances. Lastly, safe and secure societies are more productive, and the World Justice Project indices help quantify order and security.

## Governance factors

Strong economies are built on a foundation of stable institutions, sound policies, and regulation – all areas that rule-of-law and economic freedom indices help to quantify. The stability and predictability of government have a direct impact on sovereign creditworthiness, and Transparency International's Corruption Perceptions Index provides a view of governmental corruption around the world. Investment is a key building block of sustainable economic growth in emerging markets, and low corruption coupled with good-quality

institutions and governance work together to give investors comfort in the relative safety of their assets, which in turn encourages higher rates of investment.

## Engaging with governments on ESG

Engagement with sovereign issuers can pose challenges, as investors do not have the same recourse to the decision-makers as they do in the corporate debt or equity markets, and government interests are not always aligned with those of sustainability-focused investors. However, the investment management industry has been addressing the need for greater leverage by, in many cases, formally organizing and approaching governments as a collective group rather than as individual investors.

The ability to effect change may rely on the sovereign's dependence on external financing, particularly for smaller or poorer countries. Yet by presenting ESG issues





as potential economic risks or paths to more robust, sustainable economic development, the market finds that governments are more willing to engage and take investor recommendations into consideration on matters of policy. A powerful example can be found in Brazil, where a coordinated effort among active investors to communicate the risks to future funding and benefits of stronger regulation contributed to policy changes regarding deforestation and protection of the Amazon in 2020.

**Putting sovereign ESG investment into practice**

For many investors, the sovereign bond market remains the primary access point to EMD. This is particularly true for the growing subset of EMD funds focused on sustainable investment objectives, most of which have a sovereign investment benchmark. To meet growing demand from asset owners and asset managers for sustainable investment strategies, many index providers now offer ESG indices.

JP Morgan’s suite of EM bond indices are among the most widely used benchmarks, and in 2018 JP Morgan launched the ESG version of its flagship EM Bond Global Diversified Index, which is designed to provide a benchmark for sustainable sovereign bond investment strategies. While the intent is clear, the screening methodology may be more opaque. ESG integration is defined simply as being based on a scoring framework that utilizes Sustainability and RepRisk data, where better-scoring issuers are given a larger weight within the ESG index than in the standard EMBI Global Diversified index. Of the 71 countries within the standard index, only twelve – Angola, Ethiopia, Honduras, India, Iraq, Lebanon, Maldives, Mozambique, Nigeria, Papua New Guinea, and Tunisia – are excluded from the ESG index (see Figure 1).

Whereas investors in corporate bonds or equities can analyze uniform data with respect to environmental objectives, such as climate change mitigation or adap-

tation, sovereign investment strategies rely on the discretion of investment managers to decide which governments are best aligned with their clients’ sustainable investment objectives. Looking across the ESG index universe, we believe several countries with meaningful index weights are likely not aligned with such objectives, given concerns regarding environmental and social impact of general governance risks.

Among EM sovereign bond issuers, the strong links between ESG risk and creditworthiness suggest that forward-looking ESG analysis can help identify credits that are improving and offer opportunities for attractive returns. Reform efforts and improvements in risk factors for specific companies and industries may be ahead of official government efforts, including changes to fiscal or regulatory policy, that would improve weaker ESG rankings, and tapping into these misalignments may provide ESG-driven alpha opportunities for portfolios.

We believe investment in sovereign bonds within sustainable investment strategies should be more country-specific in the context of a global portfolio, where investments can span the breadth of EM fixed income markets, both sovereign and corporate. In short, our view is that sovereign investment should be focused on countries that are truly aligned with our investment objectives, rather than managed against an index that may itself introduce concerns for sustainability-focused investors. ■



**Ilke Pienaar**

Head of Sovereign Research  
Emerging Markets Fixed Income,  
PineBridge Investments



**Jonathan Davis**

Client Portfolio Manager  
Emerging Markets Fixed Income,  
PineBridge Investments

**SUMMARY**

While the analysis of ESG risk in emerging markets is universal and well understood for corporate issuers, it’s less clear how investors should quantify the ESG risk of sovereign bonds.

Investor engagement can also shine a light on important ESG issues that might otherwise go unaddressed in parts of the world where access to information or freedom of the press may be limited.

Investors should consider not only the current state of sustainability risks, but also the trajectory of those risks over the medium to long term in their ESG analysis of sovereign bond issuers.

**Disclosure**  
Investing involves risk, including possible loss of principal. The information presented herein is for illustrative purposes only and should not be considered reflective of any particular security, strategy, or investment product. PineBridge Investments is not soliciting or recommending any action based on information in this document. Any opinions, projections, or forward-looking statements expressed herein are solely those of the author, may differ from the views or opinions expressed by other areas of PineBridge Investments, and are only for general informational purposes as of the date indicated.

**FIGURE 1: STANDARD VERSUS ESG-FOCUSED SOVEREIGN INDEX WEIGHTS**

Countries With Lower ESG Index Weight			Countries With Higher ESG Index Weight					
Country	EMBI GD MV (%)	JESG EMBI GD MV (%)	Country	EMBI GD MV (%)	JESG EMBI GD MV (%)			
China	4.54	0.91	USA	4.23	6.32	Mongolia	0.44	0.55
Malaysia	2.72	0.57	Panama	2.84	4.27	El Salvador	0.56	0.67
Mexico	4.98	3.11	Uruguay	2.27	3.62	Belarus	0.47	0.52
Nigeria	1.95	0	Hungary	1.25	2.47	Burkina Faso	0.21	0.14
Pakistan	1.18	0.07	Chile	3.23	3.87	Senegal	0.29	0.32
Angola	1.57	0	Russia	1.38	2.2	Bolivia	0.25	0.3
Turkey	3.14	2.82	Poland	0.79	1.98	Georgia	0.13	0.18
India	5.7	0	Saudi Arabia	3.99	4.76	Antigua	0.23	0.27
Indonesia	4.58	4.31	Philippines	3.09	3.85	Senegal	0.14	0.17
Bahrain	2.68	2.18	Oman	2.8	3.34	Sudan	0.05	0.08
Egypt	2.5	2.02	Colombia	2.59	2.96	Rwanda	0.08	0.1
Iraq	0.39	0	Dem. Republic	2.82	3.12	Namibia	0.1	0.12
Azerbaijan	0.98	0.59	Russia	3.12	3.6	Tajikistan	0.06	0.07
Honduras	0.24	0	Kazakhstan	2.44	2.9			
Ethiopia	0.31	0	Qatar	3.28	4.23			
Kenya	0.96	0.72	Jamaica	0.28	1.23			
Guatemala	0.73	0.58	Costa Rica	0.76	1.15			
Jordan	0.64	0.51	Brazil	3.61	3.43			
Ethiopia	0.11	0	Liberia	2.23	2.62			
Mozambique	0.1	0	Croatia	0.53	0.91			
Tunisia	0.1	0	Ecuador	1.55	1.86			
S.Africa	2.82	2.53	Ghana	1.4	1.67			
Gabon	0.33	0.26	Pine	2.83	3.07			
Madagascar	0.27	0	Argentina	1.12	1.4			
P. New Guinea	0.27	0	Trin. And Tobago	0.44	0.63			
Uzbekistan	0.37	0.3	Paraguay	0.84	1			
Ivory Coast	0.35	0.28	St. Lanka	0.75	0.94			
Zambia	0.29	0.22	Morocco	0.67	0.8			
Venezuela	0.14	0.11	Kuwait	0.64	0.76			

Source: JP Morgan as of 31 January 2022. JP Morgan EMBI Global Diversified Index (left column.) JP Morgan JESG EMBI Global Diversified Index (right column.)

# China deleveraging: Domestic and global impacts

China increasingly sees financial deleveraging as a critical objective. The macroeconomic impact for China will be significant. For the rest of the world, it means fewer growth opportunities.

By *Chris Kushlis*



**Chris Kushlis**

Chief of China and  
Emerging Markets  
Macro Strategy,  
T. Rowe Price

China's focus on deleveraging began in earnest in 2017. After an interruption due to the pandemic, it returned in 2021 as a key focus of economic policy. We view China's deleveraging campaign as a multiyear agenda with the strategic aim of controlling the country's debt-to-GDP ratio. It marks a sea-change of policy by the Xi Jinping administration that will impact the Chinese domestic economy and financial markets significantly in the years ahead. It is also a relevant theme for international investors given the importance of China to the global economy, with a broad potential to impact asset classes and regions, especially in Asia.

## Leverage surged after the Global Financial Crisis

China's credit-to-GDP ratio surged after the massive fiscal stimulus introduced in response to the Global Financial Crisis. It later stabilized over 2017-2019 thanks to President Xi's deleveraging campaign, but unsurprisingly jumped in 2020 after the exceptional policy measures to counter the COVID-19 pandemic.

**'A slower China will imply a notable drag on global growth, both directly and indirectly.'**



By December 2020, this aggregate measure of leverage had risen to 285%, far above that of other Emerging Market economies. China's credit-to-GDP ratio lies closer to that of a developed economy, albeit at a much lower level of per capita income, which ultimately is the bedrock upon which debt repayment capacity must be based.

Corporate leverage (including state-owned enterprises), the sector of most concern initially, stabilized at a high level. In contrast, both household and government debt (including local government financing vehicles) relative to GDP has continued to rise. Thanks to the downward trend in interest rates, China's debt service burden has been broadly stable since 2015. So like Japan before it, lower interest rates in recent years enabled China to increase its macro leverage without encountering higher debt service costs.

We believe that investors should not underestimate the commitment of the Xi Jinping government to tackle China's growing financial sector risk by continuing to stabilize the debt-to-GDP (D/GDP) ratio while also gradually improving the allocation of domestic credit over time. In 2017 President Xi declared that 'Financial stability is the

basis of national stability'. Coming shortly after his declaration that 'Houses are for living in, not for speculation', Xi's statement in 2017 marked a major turning point for China. From the government's recent actions during China's post-pandemic recovery, one might reasonably conclude that the era of debt-fueled all-out economic growth pursued by previous leaders, including Presidents Jiang Zemin and Hu Jintao, is over.

### Macroeconomic implications of deleveraging

Over time, we expect a significant macroeconomic impact from China's commitment to financial deleveraging. First, for a large economy like China, deleveraging means a period of slower economic growth and larger external surpluses/lower deficits. We believe the Xi Jinping administration understands there may be short-term economic costs, but still prefers to aim for a lower, higher-quality growth trend for China.

What is not known, is whether a stable debt-to-GDP ratio is compatible with average growth around 5.0%, which may be the lower acceptable bound for Beijing. Since China has recently been contributing up to one-third of global growth, a slower China will imply a notable drag on global growth, both directly and indirectly.

With regard to China's public sector finances, for us one key implication of deleveraging is that the imbalances built into the current system between the limited financial resources directly available to regional and local governments and their much greater expenditure responsibilities, must change. Financial stability requires that local governments end their over-dependence on revenues from land sales in favor of a national property tax, a long-overdue financial reform. Given vested interests have long resisted a property tax, while the potential risks increase if it is introduced in a slowing economy, this reform may have to wait until after the Party Congress in October 2022.

### The potential impact on Emerging Market economies

For the rest of the world, China's

**'For a large economy like China, deleveraging means a period of slower economic growth and larger external surpluses/lower deficits.'**

financial deleveraging means fewer growth opportunities. It is unlikely, for example, that China will drive another commodities 'super cycle'. Emerging Market economies have limited scope to increase their share of exports to China, except for some low-value added products or a few specialized high-value items, such as Korean or Taiwanese technology exports. EMs could thus find themselves under pressure to develop new growth sources or underperform. We think that one potential growth source is tourism. Once China reopens its borders, outbound tourism to other Asian countries, especially Southeast Asia, is likely to expand rapidly.

More generally, however, as China becomes a richer, wealthier country, it may demand relatively less of what EMs currently produce, switching to more sophisticated, higher value-added imports from developed economies. This in turn is already opening up space in the low value added and lower part of the middle value added segment for more EMs, particularly frontier markets, to move into. However, none can offer the full package of low wages, infrastructure efficiency and a favorable business environment that China has offered foreign direct investment investors, which means there is unlikely to be any single winner from this process.

And in financial markets, larger external surpluses as China slows, are more likely to be recycled via foreign direct investment in 'Belt and Road' projects than in purchases of overseas financial assets like US government bonds. Over the past two decades China's credit cycle has had a strong influence on EM assets, particularly credit and FX. This link may weaken over time, although we still think it will play a significant role. ■

## SUMMARY

Deleveraging returned in 2021 as a key focus of China's economic policy, with a multi-year strategic aim of controlling the debt-to-GDP ratio.

For China, deleveraging means a period of slower economic growth and larger external surpluses, with short-term costs followed by lower but higher-quality growth.

For the rest of the world, China deleveraging means fewer growth opportunities. It is unlikely China will drive another commodity 'super cycle,' for example.

#### Disclaimer

Belangrijke informatie  
Alleen voor beleggingsprofessionals. Niet voor verdere distributie.

Dit materiaal wordt uitsluitend verstrekt voor algemene informatie- en/of marketingdoeleinden en vormt geen beleggingsadvies. Potentiële beleggers moeten onafhankelijk juridisch, financieel en fiscaal advies inwinnen voordat ze een beleggingsbeslissing nemen. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van een belegging en de daaruit verkregen inkomsten kunnen zowel dalen als stijgen. Het is mogelijk dat beleggers minder terugkrijgen dan het belegde bedrag. De huidige informatie en meningen kunnen afwijken van die van andere ondernemingen en/of gelieerde ondernemingen van de T. Rowe Price groep. EER — Tenzij anders vermeld is dit materiaal uitgegeven en goedgekeurd door T. Rowe Price (Luxembourg) Management S.à.r.l., 35 Boulevard du Prince Henri, L-1724 Luxembourg, toegelaten door en onder toezicht van de Luxemburgse Commission de Surveillance du Secteur Financier. Alleen voor professionele klanten.

© 2021 T. Rowe Price. Alle rechten voorbehouden. T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE en het Bighorn Sheep logo zijn, gezamenlijk en/of afzonderlijk, handelsmerken van T. Rowe Price Group, Inc.

# Financiële diensten cruciaal bij bestrijden armoede

De beschikbaarheid van banken en verzekeraars is cruciaal om mensen uit de grip van armoede te trekken. In de afgelopen tien jaar is dat voor honderden miljoenen mensen gelukt. De komst van de COVID-19-pandemie heeft voor een kentering gezorgd. Deze ontwikkeling opent tevens mogelijkheden voor beleggers.

Door Joost van Mierlo

Het ontbreken van vitale financiële dienstverlening is de grootste hindernis voor kleinere ondernemingen in opkomende markten, zo blijkt uit onderzoek na onderzoek. En aangezien juist kleinere ondernemingen voor 80% van de nieuwe werkgelegenheid zorgen, is duidelijk hoe wezenlijk de toegang tot krediet, of de mogelijkheid om een onderneming te verzekeren, is voor het terugdringen van armoede.

In de afgelopen tien jaar, feitelijk sinds de kredietcrisis, is enorme vooruitgang geboekt. Maar liefst 1,2 miljard mensen hebben wereldwijd toegang gekregen tot de broodnodige financiële diensten. Maar dat laat onverlet dat er nog altijd 1,7 miljard mensen zijn zonder toegang tot een bankrekening. En op het gebied van verzekeringen is de achterstand nog groter. Waar opkomende markten tot wel 60% uitmaken van het wereldwijde inkomen, wordt slechts 10% van de wereldwijze omzet van verzekeraars in deze landen gegenereerd.

## Pandemie

De COVID-19-pandemie heeft voor nieuwe problemen gezorgd. Volgens schattingen van de Wereldbank zijn 400 miljoen mensen, voor een belangrijk deel in opkomende markten, onder de armoedegrens teruggevalen. Als naar de kredietverlening wordt gekeken, ontstaat evenwel een ander beeld. In de

eerste helft van 2020, direct na de uitbraak van de pandemie, daalde de kredietverlening sterk, maar sindsdien is er sprake van een aanzienlijke stijging die in de tweede helft van vorig jaar nog eens versnelde.

'Niet alle financiële dienstverleners hebben hiervan geprofiteerd', meent Felix Hermes, Bestuurslid van BlueOrchard, de investeringsboutique die zich binnen vermogensbeheerder Schroders richt op impactbeleggen. Hermes: 'Dat heeft deels te maken met de omstandigheden waarmee de dienstverleners werden geconfronteerd. Denk bijvoorbeeld aan de toegang tot liquiditeitsprogramma's en aan de aard van de restricties waar de diverse regio's mee werden geconfronteerd.'

## Private Equity

De verschillen tussen de diverse financiële dienstverleners vragen om een diepgaande kennis van de markt en van de verschillende ondernemingen. Dit past uitstekend bij de benadering van BlueOrchard, waar bij voorkeur wordt geïnvesteerd via private equity-deelnemingen, voornamelijk financiële partijen die geen beursnotering hebben.

'Dankzij onze benadering als private equity-partij hebben we toegang tot de besturen van de partijen waarin we beleggen', zegt Ernesto Costa, binnen de boutique verantwoordelijk voor de private equity-investeringen. 'Daardoor hebben we niet alleen toegang tot cruciale informatie zoals de liquiditeitsgraad, maar kunnen we er ook op aandringen dat meer aandacht wordt besteed aan groepen en individuen die nog geen toegang hebben tot financiële diensten.'

## Demografie

Die benadering werkt. Financiële dienstverleners in opkomende markten hebben in de afgelopen decennia een hoger rendement laten zien dan vergelijkbare ondernemingen in het Westen. Het gemiddelde rendement op het geïnvesteerde vermogen is er hoger. Maar de dienstverleners binnen de BlueOrchard-portefeuille hebben nog beter gepresteerd.

'Dat wordt voor een deel veroorzaakt door onze focus op niet-beursgenoteerde financiële partijen', aldus Hermes. 'Maar het is ook een gevolg van onze nadruk op het bereiken van groepen en individuen die nog geen toegang hebben tot dit soort partijen. Daardoor zijn we in staat om buitenproportioneel te profiteren van demografische trends en de snelle opkomst van kleinere ondernemingen.'

Het heeft voor een sterke stijging van het rendement van de BlueOrchard-portefeuille gezorgd. Waar het totaal aan bezittingen van beursgenoteerde financiële dienstverleners in opkomende markten sinds 2010 met iets meer dan 60% is gestegen, is het balanstotaal van de BlueOrchard-deelnemingen in diezelfde periode verviervoudigd.

### Kapitaalbuffer

Hoewel niet-beursgenoteerde financiële dienstverleners een hogere kapitaalbuffer nodig hebben dan hun beursgenoteerde equivalenten, is het rendement op het geïnvesteerde vermogen gelijk. De COVID-19-pandemie zorgt daarbij voor nieuwe mogelijkheden door te concentreren op dienstverleners die hun uitstaande kredieten minder hebben hoeven af te boeken. 'Het leert bovendien dat het aantrekkelijk is om je te concentreren op bepaalde regio's, aldus Costa. 'Met name Azië-Pacific en het Midden-Oosten zijn voor ons interessant, vanwege het hoge rendement dat daar wordt gehaald.'

'Het betekent dat dit het aangewezen moment is om te investeren in partijen die bewezen hebben over een prudent bestuur te beschikken en die een sterke groei en winstgevendheid laten zien', vult Hermes aan. 'Deze zijn daardoor in staat om de gaten te vullen die zijn ontstaan door het wegvallen van andere partijen tijdens de COVID-19-crisis. Het is daarnaast aantrekkelijk dat de waarderingen van deze ondernemingen in veel markten nog altijd onder druk staan als gevolg van de pandemie.'

### Risico's

Natuurlijk blijven er tal van risico's verbonden aan het beleggen in opkomende markten in het algemeen en aan het beleggen via private equity in het bijzonder. In zijn algemeenheid geldt dat het raadzaam is om te kiezen voor beleggingen in sterke partijen die in staat zijn om cruciale data te verstrekken, zo maakt Hermes duidelijk.

Met de COVID-19-crisis in het achterhoofd is het verder van belang om vooral te kijken naar partijen die in staat zijn naast het reguliere filiaalmodel andere vormen van toegang te bieden, veelal via internet. Het zijn juist deze partijen geweest die de afgelopen jaren aan marktaandeel hebben gewonnen en in staat waren om concurrenten over te nemen.

Hermes: 'Voor onze organisatie geldt daarnaast in het bijzonder dat we ons concentreren op duurzaamheid. We kiezen bijvoorbeeld



CV

### Felix Hermes

Felix Hermes is verantwoordelijk voor BlueOrchard's activiteiten op het gebied van private equity en duurzame infrastructuur. Voordat hij in 2016 bij BlueOrchard in dienst trad als Chief Operating Officer, was Hermes Uitvoerend Directeur Corporate Business Development bij Bank Vontobel. Hij heeft meer dan 20 jaar ervaring in het besturen van vermogensbeheerders en financiële dienstverlenende organisaties als Consultant en lid van het management. Hermes heeft een Master in Economie behaald aan de Universiteit van St. Gallen, Zwitserland.

voor partijen die een prudent kredietbeleid voorstaan. En hoe aantrekkelijk de financiële sector ook is, we moeten te allen tijde voorkomen dat onze exposure ten opzichte van een bepaalde sector te groot wordt.'

BlueOrchard ziet zichzelf als een van de pioniers als het gaat om het investeren in partijen die zich richten op het verbeteren van de toegang tot financiële dienstverleners voor kleinere ondernemingen en voor de arme delen van de bevolking. Het heeft in de afgelopen twintig jaar geleid tot een netwerk dat meer dan duizend financiële dienstverleners in opkomende markten beslaat. Deze bieden toegang tot in totaal 230 miljoen mensen die onder de armoedegrens leven. Maar de potentie om dit aantal te laten stijgen, is nog altijd groot. ■

#### Belangrijke informatie

Deze informatie is een marketingboodschap. Schroders aanvaardt geen aansprakelijkheid voor fouten in feiten of meningen. Het materiaal is niet bedoeld en mag niet worden gebruikt als basis voor financieel, juridisch of fiscaal of beleggingsadvies. De opvattingen en informatie in dit materiaal mogen niet worden gebruikt als basis voor individuele beleggingsbeslissingen en/of strategische beslissingen. Resultaten uit het verleden vormen geen indicatie voor toekomstige resultaten en worden mogelijk niet herhaald. De waarde van beleggingen en de inkomsten daaruit kunnen zowel dalen als stijgen en de mogelijkheid bestaat dat beleggers het oorspronkelijk ingelegde bedrag niet terugkrijgen.

Door wisselkoersschommelingen kan de waarde van beleggingen zowel dalen als stijgen. De meningen en opvattingen in dit document zijn die van de personen aan wie ze worden toegeschreven, en komen niet noodzakelijk overeen met de meningen die worden uitgedrukt of weerspiegeld in andere berichten, strategieën of fondsen van Schroders. De vermelde informatie wordt betrouwbaar geacht, maar Schroders biedt geen garantie wat betreft de juistheid of volledigheid ervan. Schroders is een verwerkingsverantwoordelijke met betrekking tot uw persoonsgegevens. In ons Privacybeleid, dat u kunt raadplegen op [www.schroders.com/en/privacy-policy](http://www.schroders.com/en/privacy-policy), vindt u informatie over de wijze waarop Schroders uw persoonsgegevens kan verwerken. Als u geen toegang hebt tot deze website, is ons Privacybeleid op aanvraag verkrijgbaar. Voor uw veiligheid kan onze communicatie met u worden geregistreerd of gecontroleerd. Deze publicatie is uitgegeven door Schroder Investment Management (Europe) S.A., 5, rue Höhenhof, L-1736 Senningerberg, Luxemburg. Handelsregister Luxemburg: B 37.799.

# Clearing up the ‘scaling’ confusion in carbon intensity

The two popular ways to measure a company’s carbon intensity – scaling by revenue or by enterprise value including cash – lead to differences in portfolio characteristics. In this article we analyze the investment impacts of each method.

By *Vitali Kalesnik*

Carbon intensity (CI) is the measure of greenhouse gas (GHG) emissions scaled by a company’s size. It is the key metric investors use to adjust their portfolios to reflect the investment risks and opportunities associated with global warming.

A heated debate is ongoing about which of two popular ways to measure company size, and hence its carbon intensity, is better: carbon emissions scaled by a company’s revenue – an older measure backed by the Task Force for Climate-Related Financial Disclosure (TCFD) – or carbon emissions scaled by enterprise value including cash (EVIC) – a newer measure proposed by the EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG) and codified in EU regulation in July 2020.

In our study entitled ‘Carbon Intensity for Climate Mitigation: Clearing Up the ‘Scaling’ Confusion’, my coauthors, Chris Brightman, Ari Polychronopolous and Joseph Shim, and I examine the investment impacts of the two measures on portfolio characteristics. I outline our general findings here.

## Stocks and sectors: A cloudy picture

To see the potential differences at the stock level, let’s look at Mercedes Benz Group (MBG) and Tesla. When we measure scaled by revenue (carbon footprint/company revenue), MBG’s CI is 3.3 times lower than Tesla’s. When we measure scaled by enterprise value (carbon footprint/EVIC), we see the exact opposite: MBG’s CI is more than eight times higher than Tesla’s! The reason Tesla so outpaces MBG on this score is that Tesla has a much larger market capitalization, \$ 970 billion versus \$ 84 billion for MBG. The picture is far from clear.

A similar cloudy picture emerges at the sector level. We analyzed the Morningstar Developed Markets Large/Mid Index, a broadly diversified cap-weighted index. The CI of the index itself is 157 when emissions are scaled by revenue and

49 when scaled by EVIC. The differences are even greater at the sector-level.

The two sectors with the largest carbon footprint are energy and utilities. Their respective CI scores differ substantially when calculated using the two methods. Using EVIC results in a CI for the energy sector of 257 versus a CI for the utilities sector approximately two times higher at 496. But when we use revenue, the CI of the energy sector rises to 487, while the CI for the utilities sector soars to almost five times higher at 2,224.

The vastly different results come down to the fact that energy companies’ revenues are more on par with their EVIC, while utility companies tend to have revenues much lower than their EVIC, giving them a much higher CI than the energy companies.

## Impact of CI scaling choice on portfolios

To assess the portfolio impact of the investor’s choice in measuring CI, we constructed six portfolios in the US and six in the developed markets, three in each market with cap-weighted and three with fundamentals-weighted (considering earnings, book value, dividend yield, and sales) strategies. The

**FIGURE 1: EMISSIONS AND CARBON INTENSITY FOR MERCEDES-BENZ GROUP AND TESLA, 1/1/2020 - 12/31/202**

	Carbon Footprint (Scope 1 & 2)	Carbon Intensity (CF/Rev)	Carbon Intensity (CF/EVIC)
Mercedes-Benz Group	2,062,000	12.70	8.66
Tesla	974,192	41.62	1.07

Note: Carbon footprint is measured in tons CO<sub>2</sub>eq, while revenue and EVIC are measured in USD (millions).

Source: Research Affiliates, LLC, based on data from ISS and FactSet.

cap-weighted portfolios included one without any CI reduction and two with CI reduction of 50% relative to the cap-weighted portfolio, one with CI measured using revenue and one using EVIC. We followed the same process for the fundamental-weighted portfolios. Our period of analysis was April 2016–June 2021.

We observe minimal differences in carbon emission characteristics or performance when we compare the portfolios constructed based on the two measures. Our results show that the CI reduction relative to the benchmark remains relatively stable at about 50% with both measures. We observe similar results when we examine performance. On average across all strategies, returns are approximately 65 bps a year higher when CI is measured using revenue.

Volatility is also slightly higher for the strategies scaling by revenue, which leads to their all having

similar Sharpe ratios. Over the analysis period, the outperformance of the strategies using revenue to measure CI can almost entirely be attributed to the overweight in Apple stock.<sup>1</sup>

We do observe greater differences, however, when we compare the portfolios' characteristics and implementation costs. Scaling by revenue tilts a portfolio toward companies with large revenues and lower market capitalization. As EVIC is highly correlated with market capitalization (much more than revenue), these companies tend to be relatively cheaper, giving the portfolio using a revenue-based CI measure a value tilt compared to the EVIC-scaled strategy.

The strategy that scales emissions by EVIC has lower turnover and implementation costs, and higher capacity (trading costs are approximately 35% lower on average). The use of EVIC, a measure highly correlated with market capitalization, tilts a port-

folio toward companies with a large EVIC and lower revenues (high EVIC leads to lower CI), moving the portfolio toward the market-cap benchmark, resulting in lower tracking error.

Our portfolio construction approach tilts companies within sectors rather than across sectors. Had we tilted company weights based on absolute CI across sectors, we could have observed bigger differences across the portfolios, but would also have created the undesirable effect of significant sector weight shifts away from high-emitting sectors, such as energy and materials, and into low-emitting sectors, such as technology, and thereby essentially greenwashed the portfolio.

**Investor awareness is key**

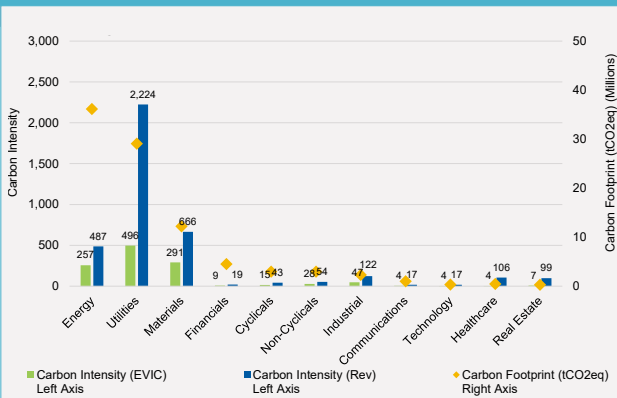
We find both measures lead to a strong growth bias, but scaling by EVIC leads to a marginally stronger growth bias. For investors who are concerned about valuation - those invested in smart beta or value-oriented strategies - using revenue to scale carbon emissions may be the better choice. We observe, however, that the use of EVIC to scale emissions leads to lower transaction costs and higher investment capacity and may appeal to investors in a cap-weighted or growth-oriented strategy. ■



**Vitali Kalesnik**

Head of Research, Europe, Research Affiliates

**FIGURE 2: CARBON INTENSITY OF THE MORNINGSTAR DEVELOPED LARGE/MID INDEX MEASURED USING REVENUE AND EVIC, AS OF DECEMBER 31, 2021**



Note: A valid criticism is that these numbers do not incorporate scope 3 data. Given that vehicles produced by Tesla create far lower emissions than MBG, what would these numbers look like if we were to incorporate scope 3 data? MBG's scope 3 emissions are 5.8 times higher than Tesla's (102.2 million tons CO2eq compared to 17.8 million tons CO2eq). Incorporating the scope 3 emissions data would yield a similar result as using scope 1 and 2 emissions only: MBG has lower CI when using revenue (642.5 versus 800.4) and a higher CI when using EVIC (438.0 versus 20.6) to scale emissions.

Source: Research Affiliates, LLC, based on data from ISS and FactSet.

**SUMMARY**

Research shows there are minimal differences in carbon emission characteristics or performance when portfolios are compared based on the two most popular ways to measure the carbon intensity of a company – scaling by a company's revenue and by enterprise value including cash (EVIC).

Both measures lead to a strong growth bias, but scaling by EVIC leads to a marginally stronger growth bias.

For smart beta or value-oriented investors, using revenue to scale carbon emissions may be the better choice. However, the use of EVIC leads to lower transaction costs and higher investment capacity and may appeal to cap-weighted or growth-oriented investors.

1 Apple's CI when scaled by revenue is lower than its CI when scaled by EVIC relative to other tech companies. This results in a higher weight to Apple in the CI-reduction strategy using revenue. Apple outperformed the developed market by nearly 20% over our analysis period.

**Disclaimer**  
Please refer to the following disclosures. [https://www.researchaffiliates.com/en\\_us/legal/disclosures.html#disclosures](https://www.researchaffiliates.com/en_us/legal/disclosures.html#disclosures)

# De Big Mullah Theory revisited?

**De Big Mullah Theory biedt een basis voor het verhalen van vorderingen op Russische assets, maar verdraagt zich niet met de rechtsstaat.**

De 'Big Mullah Theory' is een theorie die eind zeventiger jaren werd gepropageerd door advocaten die optraden voor Amerikaanse banken met vorderingen op Iraanse wederpartijen. De Amerikaanse overheid had destijds banktegoeden van de Iraanse staat en Iraanse ondernemingen geblokkeerd. Dit was gebeurd naar aanleiding van de gijzeling van een aantal Amerikanen in de Amerikaanse ambassade in Teheran. Die gijzeling werd gesteund door de Iraanse regering.

De Big Mullah Theory hield in dat elke Iraanse onderneming kon worden vereenzelvigd met de Iraanse staat, omdat elke Iraanse onderneming, direct of indirect, werd gecontroleerd door de Iraanse staat en daarmee door de opperste leider, ayatollah Ruhollah Musavi Khomeini – de Big Mullah – ongeacht of het hier ging om formele zeggenschap, via aandelen of stemrechten, of om informele zeggenschap op basis van de in Iran bestaande machtsverhoudingen. Als gevolg van deze vereenzelviging kon de Iraanse staat volgens de Big Mullah Theory aansprakelijk worden gehouden voor de schulden van Iraanse ondernemingen en konden de vorderingen van de Amerikaanse banken op Iraanse ondernemingen worden verhaald op de banktegoeden van de Iraanse staat en andere Iraanse ondernemingen.

De Amerikaanse rechtspraak stond vanaf het begin kritisch tegenover de Big Mullah Theory. De theorie verdraagt zich immers slecht met fundamentele rechtsbeginselen, zoals de aan vreemde staten toekomende immuniteit van jurisdictie en executie, het respecteren van rechtspersoonlijkheid en het wederkerigheidsvereiste bij verrekening. Bij het sluiten van de Algiers-akkoorden

tussen Iran en de Verenigde Staten in 1981, waarbij de gijzelaars werden vrijgelaten en de beslagen banktegoeden werden vrijgegeven, werd voor de afhandeling van de wederzijdse claims dan ook gekozen voor een rechtsstatelijker oplossing. De afhandeling werd toevertrouwd aan het speciaal daarvoor opgerichte Iran United States Claims Tribunal (IUSCT) in Den Haag. Afwikkeling vond plaats via de speciaal daarvoor opgerichte N.V. Settlement Bank of the Netherlands, een dochter van DNB die door DNB werd beheerd en als depotbank fungeerde. De Big Mullah Theory raakte daarmee buiten beeld.

Met de oorlog in Oekraïne lijkt de Big Mullah Theory weer terug van weggeweest. Nu met president Vladimir Poetin als de Big Mullah en de vereenzelviging voor verhaalsdoeleinden van elke Russische onderneming of rijke particulier met de Russische staat. Zo valt in ingezonden brieven in kranten te lezen dat beslagen goederen van de Russische staat en daaraan gelieerde partijen, zoals de tegoeden van de zogenaamde oligarchen, maar moeten worden aangewend om de door het Russische leger in Oekraïne aangerichte schade te vergoeden. Dezelfde geluiden zijn te horen in talkshows als het gaat om claims van EU-ondernemingen op Russische wederpartijen. Dit alles is moeilijk te rijmen met de bij ons geldende rule of law, op grond waarvan de uitoefening van het staatsgezag in al haar vormen is onderworpen aan de heerschappij van het recht. Dat brengt mee dat het verhalen van vorderingen op beslagen goederen alleen mogelijk is als er sprake is van aansprakelijkheid, terwijl voor aansprakelijkheid altijd een grondslag is vereist.

Een oplossing zou kunnen zijn om de wederzijdse claims te zijner tijd af te handelen op eenzelfde manier als tussen Iran en de VS is gebeurd, via arbitrage. Den Haag en DNB zouden daarbij opnieuw een belangrijke rol kunnen spelen. Het draaiboek ligt al klaar. ■



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



# Van Russische regen in Chinese drup

**Rusland heeft met de invasie van Oekraïne de wereldeconomie en financiële markten in woelig vaarwater gebracht, maar Beijing kan de boot werkelijk doen kapseizen.**

Rob Joyce, Directeur van het Cybersecurity Directoraat van de NSA, stelde reeds in 2019 vast: 'I kind of look at Russia as the hurricane. It comes in fast and hard. China, on the other hand, is climate change: long, slow, pervasive.' Eind 2020 omschreef de baas van MI5, Ken McCallum, het in dezelfde termen: Rusland is guur weer, China is klimaatverandering.

Joyce en McCallum zaten goed met hun inschatting dat Moskou op kortere termijn de geopolitieke boel op stelten zou zetten, maar op langere termijn vervult Rusland een bijrol op het geopolitieke en economische wereldtoneel, waar China en Amerika de spotlights op zich gericht weten.

De economische, diplomatieke, technologische en militaire opmars van China is het verhaal van de afgelopen en waarschijnlijk ook van de komende decennia. Die opmars begint zich nu deels tegen Beijing te keren, omdat het Westen wakker is geschrokken uit de droom dat China met het welvarender worden ook zou democratiseren. China wordt nu steeds actiever tegengewerkt. En het land mag dan een reus zijn, het leunt veelal nog op westerse expertise, heeft buitenlandse valutas reserves nodig (met name dollars en euro's) en kapitaal van buiten.

Die drie zaken komen nu om uiteenlopende redenen in gevaar. Voor de invasie in Oekraïne waren westerse landen al veel meer beducht geworden voor de transfer van hoogwaardige technologie naar China, maar de oorlog heeft het Westen met de neus op de feiten gedrukt wat betreft de intenties en potenties van autocratische staten. Nu wordt nog veel kritischer gekeken naar welke technologische toepassingen en producten gedeeld worden.

Wat betreft valutas reserves zal China zelf voorzichtiger worden met het aanhouden van dollars, euro's en mogelijk yens en Zwitserse francs, aangezien het land nu getuige is van de risico's als Europa en Amerika de duimschroeven aandraaien bij een tegenstander.

De toestroom van buitenlandse investeringen zal ook verminderen. Westerse bedrijven worden vanuit ESG-oogpunt voorzichtiger met investeringen in landen met autoritaire regimes. Bovendien heeft de lockdown in Shanghai glashelder gemaakt dat – in de woorden van China-kenner Fraser Howie – 'Shanghai has always been a state-owned enterprise creation.'

De onzekerheid neemt toe voor bedrijven en beleggers. Amerika, samen met veel bondgenoten en partners, wil het China politiek, militair en economisch zwaarder maken. Dat gebeurt onder meer via het onthouden van kennis en technologie, meer militaire aanwezigheid in de regio rondom China en samenwerkingsverbanden en organisaties als AUKUS, de Quad en het nieuwe Indo-Pacific Economic Framework.

Vaak wordt gesproken over ont koppeling tussen het Westen en China. Daarbij wordt nu gewezen naar het Russische voorbeeld. Echter, ont koppeling van China is van een wezenlijk andere orde. Westerse economieën en China zijn op velerlei manieren met elkaar vervlochten.

Kortgezegd is een ont koppeling tussen China en het Westen misschien geen onbegonnen werk, maar de gevolgen zullen wel van een geheel andere orde zijn dan de toch al zeer aanzienlijke impact van de strijd met Rusland. Voorlopig lonkt een gestage vorm van blokvorming, waarin China & Partners en Amerika & Co de afhankelijkheid van elkaar geleidelijk verminderen, net zoals we de afgelopen jaren zagen in de zeer geleidelijke afbouw van dollarreserves door China. Dollars vormden in 2005 immers nog 79% van de buitenlandse reserves van China tegenover 58% in 2019. ■



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

# Crisis lessons: Stay invested, stay active

The Russia-Ukraine war raises serious questions for investors trying to gauge its impact on the global economy. Every crisis is different and there is no standard playbook investors can reach for.



By Gerald Cartigny



**Gerald Cartigny**

Managing Director,  
Goldman Sachs Asset  
Management

Some of the variance can be explained by the conditions that exist when a crisis begins. The fighting in Ukraine erupted just as macroeconomic conditions appeared to be normalizing. After a multi-year pandemic, the global economy seemed as if it was about to turn a corner. Inflation was high, but supply chain bottlenecks were sho-

wing signs of easing, suggesting price pressures would eventually ease with them. Those hopes are now fading. Commodity prices have surged, stoking concern that central banks may tighten policy even more aggressively, potentially choking off growth in the process. The longer the conflict lasts, the more likely it could push

inflation higher and global growth lower.

## The perils of prediction

Market behavior can be extremely unpredictable at the best of times, and timing market moves is difficult even for seasoned investors. It's even more challenging in a crisis environment. We looked at how equities performed during and shortly after periods of elevated geopolitical risk. While stocks have shown an ability to recover fairly quickly after a crisis ends (see Figure 1), predicting when the end would have come, would have been challenging, as it is today.

It was equally difficult to predict market behavior when the COVID-19 pandemic began. Investors who reduced exposure to stocks and other risk assets, such as

**FIGURE 1: EQUITY MARKET PERFORMANCE DURING GEOPOLITICAL CRISES**

Start	End	Event	S&P 500		Euro Stoxx 600		MSCI Emerging Markets	
			During	3m After	During	3m After	During	3m After
Aug '90	Feb '91	The Gulf War	4.4	6.2	-7.5	6.8	-10.5	11.9
Sep '01	Sep '01	September 2001	-4.7	10.3	-4.5	12.2	-12.6	26.3
Mar '03	May '03	US Invasion of Iraq	4.6	7.0	4.2	7.5	5.1	19.6
Dec '10	Jan '11	Tunisian Revolution	4.0	2.0	2.7	-2.1	4.0	1.9
Jul '11	Sep '11	European Debt Crisis Peaks	-16.5	12.0	-22.1	12.6	-24.6	5.3
Feb '14	Mar '14	Annexation of Crimea	0.7	5.6	-1.2	3.3	1.9	8.1
Jun '16	Jul '16	Brexit Referendum	-0.6	2.9	-8.0	7.5	-1.9	11.9
Aug '21	Aug '21	Taliban Takeover of Kabul	1.4	0.8	-0.7	-2.1	0.4	-5.7
Median			1.0	5.9	-2.8	7.1	-0.8	10.0

Source: Goldman Sachs Asset Management. As of March 4, 2022. Performance during and 3 months after the end of the event. Past performance does not guarantee future results, which may vary.

corporate credit, to take refuge in safe-haven investments in March 2020, would have missed the rapid financial market rebound that followed. On the other hand, it would have taken investors who did nothing to their portfolios when the global financial crisis erupted, several years to recover their losses. If nothing else, this should serve as a reminder to approach portfolio decision-making during disruptive events and heightened market volatility with a healthy dose of humility.

The first thing that those with the luxury of long investment horizons should consider, in our view, is a simple one: stay invested and focus on the big picture. For example, equity performance can be highly unpredictable over the short term. As Figure 2 illustrates, the S&P 500 delivered positive returns on a daily basis just 54% of the time between 1969 and 2021 – not much better than a coin flip. Extend the holding period to three years or more and it's a very different story.

### Focus on alpha

However, how investors go about staying invested, matters. Maintaining passive exposure and hoping for the

**'We expect the war in Ukraine to affect global growth primarily through commodity supply.'**

best is not, in our view, an ideal strategy. Over the past decade or so, low interest rates and a rising tide of monetary stimulus lifted many boats, making simply being long market beta a strong strategy. But in the current crisis – with monetary tightening on the horizon and markets in a mid-cycle environment – we anticipate more dispersion across asset classes, sectors, and regions and between assets in developed markets and emerging markets. In these conditions, alpha-oriented active strategies will be critically important.

It's also important, in our view, to embrace a holistic approach to portfolio construction rather than viewing investments through a rigid asset class lens. For example, investors may be able to enhance diversification and performance potential by considering private equity investments as a complement to those in public equities rather than just a way to achieve similar beta exposure with higher leverage. An opportunistic approach to tactical asset allocation is also important in order to seek to capture investment opportunities that may arise in the short to medium term, due to relative value opportunities and market dislocations.

We expect the war in Ukraine to affect global growth primarily through commodity supply – the result of Russia's large footprint in commodities relative to its contribution to global growth and trade. Meanwhile, sanctions and supply chain issues present upside risks to core goods (including autos), food and energy inflation. From a broad market perspective, we think any escalation of tensions would likely challenge risk assets such as equities and corporate credit via market valuations rather than corporate fundamentals, while pushing commodity and high quality fixed income bond prices and perceived safe haven currencies higher.

Predicting precisely what lies ahead this time, though, will almost certainly be as difficult as it was in past crises. As investors, the best we can do is stay invested, stay informed and stay nimble enough to act as conditions change. ■

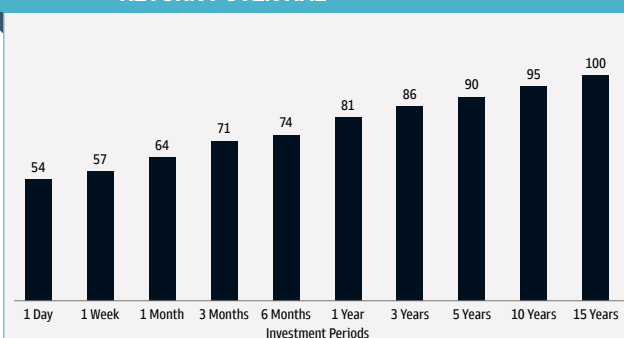
## SUMMARY

Market behavior can be extremely unpredictable at the best of times and timing market moves is difficult even for seasoned investors. It's even more challenging in a crisis environment.

Predicting precisely what lies ahead this time will almost certainly be as difficult as it was in past crises.

As investors, the best we can do is stay invested, stay informed and stay nimble enough to act as conditions change.

**FIGURE 2: STAYING INVESTED CAN OFFER A HIGHER RETURN POTENTIAL**



Source: Goldman Sachs Asset Management. As of December 31, 2021. 1-day and 1-week periods are rolling periods over daily returns. 1-month through 15-year periods are rolling periods over monthly returns. Past performance does not guarantee future results, which may vary.

### Disclaimer

The views expressed herein are as March 14, 2022 and subject to change in the future. Individual portfolio management teams for Goldman Sachs Asset Management may have views and opinions and/or make investment decisions that, in certain instances, may not always be consistent with the views and opinions expressed herein. Views and opinions expressed are for informational purposes only and do not constitute a recommendation by Goldman Sachs Asset Management to buy, sell, or hold any security, they should not be construed as investment advice. THIS MATERIAL DOES NOT CONSTITUTE AN OFFER OR SOLICITATION IN ANY JURISDICTION WHERE OR TO ANY PERSON TO WHOM IT WOULD BE UNAUTHORIZED OR UNLAWFUL TO DO SO.

This material is provided for informational purposes only. It is not an offer or solicitation to buy or sell any securities. This financial promotion is provided by Goldman Sachs Bank Europe SE. This material is a financial promotion disseminated by Goldman Sachs Bank Europe SE, including through its authorised branches ("GSBE"). GSBE is a credit institution incorporated in Germany and, within the Single Supervisory Mechanism established between those Member States of the European Union whose official currency is the Euro, subject to direct prudential supervision by the European Central Bank and in other respects supervised by German Federal Financial Supervisory Authority (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) and Deutsche Bundesbank. Compliance code: 272207-OTU-1576667; 276411-OTU-1593853.

# Factorbeleggen bij obligaties steeds meer omarmd

Factorbeleggen in obligaties is nog niet zo bekend en erkend als factorbeleggen in aandelen. Maar er zit een flinke groei in de markt, zo bleek tijdens het webinar dat Financial Investigator organiseerde over Fixed Income Factor Investing. Vier experts gingen met elkaar in discussie en kwamen tot de conclusie dat de implementatie van een goede factorstrategie van grote invloed is op de uiteindelijke resultaten.

Door Harry Geels

## IN HET KORT

Door een verbeterde data-kwaliteit wint factorbeleggen in obligaties aan populariteit.

De keuze voor factorbeleggen in obligaties wordt vaak gemaakt vanuit het oogpunt van diversificatie.

Factorbeleggen voegt nieuwe bronnen van alpha toe, terwijl tegelijkertijd door stijlspreiding de risico's dalen.

Voor factoren als Value, Momentum, Carry en (vooral bij high yield) Quality bestaat veel wetenschappelijk bewijs. Ook Size is een bekende factor.

Ondanks afgenomen liquiditeit kunnen beleggers door een slimme omgang met big data toch efficiënt handelen.

### Wat maakt factorbeleggen bij obligaties speciaal en wat maakt het anders dan bij aandelen? En groeit de acceptatie voor deze vorm van beleggen?

Mary-Pieterse Bloem opent de discussie met de stelling dat factorbeleggen met obligaties eigenlijk pas recent onder de aandacht van beleggers is gekomen, nadat het eerst succesvolle acceptatie heeft gekregen bij aandelen. De wat latere start bij obligaties heeft volgens haar te maken met de kwaliteit van de data. Svetlana Borovkova bevestigt de datakwesitie, maar constateert tevens dat nu de datakwaliteit beter is geworden, niet alleen bestaande factoren beter

worden onderbouwd, maar dat er ook nieuwe gevonden kunnen worden, zeker aangezien de obligatiemarkten verre van efficiënt zijn. Dat er nu goede databases bestaan, betekent overigens niet dat alle data uit het wat verdere verleden goed zijn. Dit geeft nog wel wat uitdagingen bij het backtesten van factorstrategieën. Harald Henke merkt op dat factoren bij aandelen en obligaties anders werken, zelfs met het oog op een gemeenschappelijke factor als Value. Die heeft het volgens hem bij aandelen jarenlang moeilijk gehad, maar bij obligaties ziet hij hier een prima prestatie. Momentum heeft de laatste jaren bij aandelen soms tot flinke drawdowns geleid, maar bij obligaties juist veel minder. Veel factoren worden ook anders berekend.

Xavier Blaiteau ziet de laatste jaren steeds meer belangstelling voor factorbeleggen in obligaties, hetgeen ook hij mede toeschrijft aan de sterk verbeterde datakwaliteit. Wat eveneens heeft bijgedragen aan de toegenomen populariteit van factorbeleggen in obligaties, is het groeiende aantal wetenschappelijke onderzoeken naar het bestaan van obligatiefactoren. Uit een enquête van twee jaar geleden bleek dat het aantal strategieën voor factorbeleggen (over het hele kredietpectrum van staatsleningen, credits, high yield en EMD) de afgelopen drie jaar is verdubbeld. Blaiteau ziet ook dat klanten met factorbeleggen een aanvulling zoeken op de bestaan-

de obligatieportefeuilles die doorgaans fundamenteel of ook wel passief worden beheerd.

Pieterse-Bloem sluit zich hierbij aan. Rabobank heeft nu een deel van de obligatieportefeuille omgezet naar factorbeleggen, niet alleen vanwege de betere resultaten, maar juist ook vanwege het diversificatie-argument. Henke vult aan dat hij het diversificatie-argument het vaakst hoort bij zijn klanten. Factorbeleggen voegt nieuwe bronnen van alpha toe, terwijl tegelijkertijd door stijlspreiding de risico's dalen, zo geeft hij aan. De resultaten van factorstrategieën zijn ook duidelijk minder gecorreleerd met de andere, meer traditionele vormen van obligatiebeleggen. Vanwege de lage volatiliteit van de beleggingscategorie is potentiële alpha met factorbeleggen lager bij obligaties dan bij aandelen, maar is de alpha wel stabiel. Bovendien is er nog relatief weinig concurrentie in de markt van factorbeleggen met obligaties, hetgeen meer potentiële alpha oplevert, stelt Henke.

### Wat zijn de meest bekende factoren? Moeten beleggers kiezen voor een single factor- of een multi factorbenadering?

Henke begint met de opsomming van de factoren waarvoor veel wetenschappelijk bewijs is en waarover overeenstemming bestaat: Value (het kopen van ondergewaardeerde obligaties), Momentum (meestal het kopen van obligaties van

bedrijven waarvan de aandelenkoers het meeste positieve momentum laat zien), Carry (het kopen van de hogere yields) en vooral bij high yield ook Quality (een focus op bedrijven met stabielere 'earnings'). Pieterse-Bloem vult aan dat ook Size een bekende factor is, meestal gedefinieerd als het aantal uitstaande obligaties van een emitent, waarbij de kleinere emittenten het beter neigen te doen dan de grotere, wat ze mede verklaart doordat 'small-caps' minder gevolgd worden door analisten.

Blaiteau meent dat Size een interessante factor is, die in essentie berust op het binnenhalen van een illiquiditeitspremie. Hij ziet overigens dat diverse factorstrategieën Size nog niet implementeren vanwege de potentieel hogere transactiekosten. Hij stelt verder dat de factoren anders uitwerken in verschillende marktomgevingen. Dat zou pleiten voor een multi factor-benadering, waarmee een 'all-weather profile' verkregen wordt. Henke bevestigt dat de resultaten van een 'blended multi factor'-strategie beter zijn dan een gewogen gemiddelde van losse single factorstrategieën, temeer omdat sommige factoren lastig te implementeren zijn op een stand alone basis.

Borovkova merkt op dat zij bij het testen van strategieën ook nog van andere interessante factoren is gestuit, bijvoorbeeld Sentiment: van een bedrijf dat steeds meer positief nieuws krijgt, gaat de yield naar beneden en vice

versa, vooral bij bedrijven met slechtere ratings. Ze vindt het verder ook belangrijk te testen of de verschillende factoren eigenlijk niet hetzelfde meten. Soms kun je met minder factoren hetzelfde resultaat bereiken. Henke vult aan dat het bij obligaties belangrijk is dat factoren signalen over een wat langere periode geldig blijven, omdat het handelen soms lastig is. Bij aandelen zou je wat hem betreft wel voor hele actieve factorstrategieën kunnen kiezen, omdat aandelen doorgaans sneller en goedkoper te verhandelen zijn.

Pieterse-Bloem brengt nog de ESG-factor op. Zij heeft die met haar onderzoeken op de universiteit nog niet echt kunnen ontdekken als een potentiële bron van alpha, althans als extra alfabron naast de eerdergenoemde factoren. Borovkova sluit af met de opmerking dat als ESG weliswaar geen alpha oplevert, dat het wel kan worden toegepast als het bijvoorbeeld aansluit op de fiduciaire taak van de belegger.

### Wat zijn de grootste uitdagingen bij het implementeren van een factorstrategie?

Volgens Blaiteau zijn er vooral twee uitdagingen: de liquiditeit van de obligatiemarkten en de inheerente complexiteit van obligatie-instrumenten (diverse obligaties per emitent, met verschillende senioriteitsniveaus, looptijden, valuta's et cetera).

Vanwege liquiditeitsissues zijn transactiekosten, vooral bij een wat actie-

vere factorbenadering de sleutel voor het succes van een manager. Een manager moet goede traders hebben die ook een zekere ruimte en tijd krijgen om op de juiste momenten te handelen. Bij de selectie van managers is het belangrijk erop te letten dat transactiekosten in alle lagen van het beleggingsproces worden meegenomen, vanaf het definiëren en backtesten van de strategie en portefeuilleconstructie tot uiteindelijk de uitvoering.

Wat betreft de liquiditeit stelt Henke dat deze enerzijds door de centrale banken is afgenomen, maar dat liquiditeit anderzijds een 'big data'-issue is geworden. Er zijn tegenwoordig zoveel datapunten van iedere obligatie bekend, dat beleggers met slimme omgang met die data alsnog efficiënt kunnen handelen. Kijkend naar de gemiddelde slippage door de jaren heen, is deze volgens Henke niet afgenomen, hetgeen er nog altijd op zou wijzen dat markten voldoende liquide zijn.

Pieterse-Bloem vult aan dat centrale banken de liquiditeit weliswaar hebben beïnvloed, maar dat daar de groei van obligatie-ETFs tegenover staat. Die onttrekken enerzijds liquiditeit aan de markt, maar bieden die ook weer aan bij indexaanpassingen. Een goed criterium om beheerders te beoordelen is volgens haar te kijken naar hoeveel alpha er overblijft als er door slechte marktomstandigheden gedurende de helft van de tijd niet gehandeld kan worden. ■



**Xavier Blaiteau**

Senior Associate, bfinance



**Mary-Pieterse Bloem**

Head of Investment Office, Rabobank, en Professor in Financial Markets, Erasmus School of Economics



**Svetlana Borovkova**

Head of Quantitative Modelling, Probability & Partners, en Associate Professor, Vrije Universiteit Amsterdam



**Harald Henke**

Head of Fixed Income Portfolio Management, Quoniam Asset Management

# Signs on the road to net zero

Conversations with climate experts, asset owners and other stakeholders surfaced issues central to tackling net zero, including sharpening investor skills, strengthening engagement and making data better and more accessible.

By Sara Rosner and Arthur Lerner-Lam

New insights reveal the stakes of climate change are much greater than previously believed. Climate change is highly nonlinear, featuring waves of cascading events. Advanced modeling, for instance, indicates the warming scenario of 2°C seems increasingly as dire as the 4°C scenario seemed only a few years ago, with tail risks grossly underestimated.

However, we should remain hopeful. Reductions of 50% by 2030 are possible, aided by changing investor sentiment and declining renewable energy prices. But further progress requires public policy, private sector activity and academic expertise to coalesce.

Public policy can help craft regulatory and fiscal frameworks which shape private sector action, unlock business opportunities and incentivize climate disclosure, data and transparency. But the private sector must lead the way. As much as \$ 100 trillion is needed by 2050, mostly from non-

government sources to enable the transition, with all stakeholders ensuring that this capital goes to net-zero solutions while also meeting fiduciary obligations.

Growth in ESG-aligned investing is key, through integration and purpose-driven strategies. Solutions need to expand and diversify, including those directed at climate response and innovation. Targeted investment – not divestment – will enable net zero.

Climate scientists, economists and policy experts are critical constituents, as their deep knowledge, data access and connections to public research initiatives can help investors better understand climate change and sharpen their analytical tools.

## Investors must expand climate knowledge and tools

Asset owners and investors are crucial in targeting private capital to enable the net-zero transition. Analysts must not only determine whether a company's



emissions are aligned with a 2-degree warming scenario, but also trace physical and transition risks to help identify vulnerabilities and opportunities. And as reporting requirements grow, investors can apply a critical eye to sustainability reports and emissions data.

Engagement is equally important in understanding risks and enforcing progress. We've answered the 'whether' and 'why' of net zero – asset owners and investors will help determine the 'how'. Transition plans must be assessed quickly and accurately, with broader issuer coverage. From large-cap, developed-market firms to emerging markets, engagement is a conduit in holding companies accountable.

Focused engagement campaigns can help, as can collaborative engagement through international coalitions. Progress may be incremental, but must be tangible. The process needn't be highly prescriptive, but issuers should be held to

their commitments, even if it requires escalation – from broader discussions to open letters or shareholder resolutions. Divestment is a last-ditch effort. Capital is most effective when present and encouraging change, and is not absent.

## Brown and green industries have vital roles

The focus on net zero and limiting global warming are already translating into investment preferences, with higher premiums for leaders. But there's a clear place for 'brown' issuers – companies making progress and playing critical roles in enabling the transition.

The electric vehicle (EV), for example, is a major cog in the plan to achieve net zero emissions. Automakers are planning to sell more of them – prodded by consumer demand and regulation. But batteries make EVs run, and that supply chain relies on brown industries – notably mining lithium, cobalt, nickel and other minerals.

Capital must be deployed along the EV chain to tap opportunities and encourage growth. This doesn't mean 'brown' industries and issuers can keep operating at their own discretion. But simply divesting from brown industries that are transition enablers ignores the complex challenge of shifting an entire planet and society to net zero emissions – and may slow progress.

Instead, a distinction is needed between greenwashing – investors or issuers claiming to have sustainable strategies or products when they don't – and issuers with high but falling emissions. Heavy construction industries are indispensable in building wind turbines or dams – and fortifying or relocating buildings in areas at risk from rising sea levels and severe weather.

A pragmatic lens views brown industries and organizations along a continuum, acknowledging they're critical to the transition and need time – spurred by active engagement – to evolve. But there's no indefinite lease for companies to clean up their act, so stakeholders must press for progress.

### **Data needs: better quality, broader availability and culture change**

Whether it's measuring climate risks in portfolios, assessing progress toward net zero, or evaluating avenues for private funding to facilitate the transition, data and information are key.

Climate-risk models are still young, with a wide variety of approaches, strengths and weaknesses. Expanding asset coverage should be a

data priority, so asset owners can better evaluate their adherence to net zero-related commitments. Public assets are reasonably well covered, but it's harder to get data on nonpublic assets and categories like derivatives. Asset owners have enlisted asset managers and consultants to help.

Advances in data collection technology could help verify GHG emissions globally, though they remain several years away. Advances in sensor platforms, including mini-satellites and drones, could measure emissions in remote locations. As those data mature, climate scientists can help investors derive relevant information.

What can stakeholders do while data 'catches up' to net zero ambitions? Scope 1 emissions data are in relatively good shape; some aspects of scopes 2 and 3 data are useful but need refining. The best foot forward for now is to use scopes 1 and 2 data while acknowledging that fundamental analysis and direct engagement will always be needed to interpret portfolio and issuer footprint calculations.

Broad agreement on a data-culture shift is seemingly welcome. Data are costly even when they're available. Better transparency and norms around data sharing would enable a shift from the notion of proprietary data toward publicly available repositories that can be reviewed for accuracy and interrogated by stakeholders.

This shift requires overcoming hesitancy in providing proprietary company-level data – usually driven by reputational concerns or

inaccurate data. Government and auditors could create a 'safe harbor' of sorts for the more transparent issuers and first movers in climate-data disclosure.

### **Don't let the 'E' of the climate transition obscure the 'S'**

We've seen the desire to maintain a strong link between the 'E' and 'S' in ESG during the net zero transition – a 'just transition,' as the Paris Agreement puts it.

Marginalized groups are more prone to suffer from global warming and face transition risks as economies and industries reshape.

What happens to lower-skilled workers as the available job base becomes greener, shifts locations and requires different skills and training? What happens to communities relying on declining industries to support social and infrastructure needs? Recall the impact on the US Midwest a generation ago from offshoring manufacturing jobs. The investment community must also recognize that, even as industries less environmentally friendly enable the transition, they continue to have ecological impacts on regions and people. Those impacts must be managed and remediated.

Ensuring a just transition is a complex challenge requiring a concerted effort to avoid leaving marginalized groups behind. From an investor's perspective, the ability to accurately integrate social considerations into decisions and target capital to avoid undue harm to marginalized groups are key tools that can empower better outcomes. ■



**Sara Rosner**

Director, Environmental Research and Engagement – Responsible Investment, AllianceBernstein



**Arthur Lerner-Lam**

PhD, Deputy Director, Lamont-Doherty Earth Observatory

## SUMMARY

Considerations in the drive to net zero highlight the need for advances and collaboration across the public, private and academic spheres to match growing ambitions and commitment.

A common thread is the need for pragmatism.

This doesn't mean lowering the bar for net zero ambitions. It means staying focused on the ultimate goal while taking tangible, meaningful steps to advance progress while the world develops better mechanisms, tools and processes to facilitate it.

#### **Disclaimer**

The views expressed herein do not constitute research, investment advice or trade recommendations and do not necessarily represent the views of all AB portfolio-management teams and are subject to revision over time.

# Klimaat- transitie vereist een actieve beleggings- strategie

Het klimaatprobleem wordt niet opgelost door in de achteruitkijkspiegel te kijken, zoals bij veel passieve beleggingsstrategieën gebeurt. Het gaat om vooruit kijken, plannen en anticiperen op de laatste duurzaamheidsontwikkelingen.

Door Edwin Simon

Analyses op dit gebied zijn echter moeilijk te ondervangen in een kwantitatief model. Een actieve beleggingsstrategie kan daarom veel effectiever bijdragen aan oplossingen voor het klimaatprobleem.

## Klimaattransitie zal versnellen

Er is een onmiddellijke versnelling van de mondiale klimaatactie nodig, rapporteerde het Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) begin april van dit jaar. Een versnelde klimaattransitie is vereist om het klimaatdoel – de opwarming van de aarde tot 1,5 graden beperken – überhaupt te kunnen halen.

De wereld zal, op basis van de huidige toezeggingen van landen, richting de 3,2 graden opwarming in 2100

afsteveneren, aldus het IPCC. De huidige energiecrisis en de Europese plannen voor meer energie-onafhankelijkheid wakkeren de noodzaak van een versnelde klimaattransitie additioneel aan. Het versnellen van de klimaattransitie vereist echter actie en vermogensbeheerders kunnen daar een belangrijke bijdrage aan leveren.

## De cruciale rol van actieve vermogensbeheerders

Een vermogensbeheerder kan niet alleen het verschil maken met een actief stemmen engagementbeleid, maar ook met het kapitaal dat wordt aangewend bij de selectie van ondernemingen. Om een bedrijf voor de beleggingsportefeuille te selecteren dat structureel bijdraagt aan de klimaattransitie, zal de beheerder, naast



het uitvoeren van kwantitatieve analyses, ook antwoorden moeten formuleren op kwalitatieve vragen, zoals:

- Over welke technologie of productinnovatie beschikt een onderneming om positief bij te kunnen dragen aan de klimaattransitie? Hoe verhoudt deze technologie/innovatie zich ten opzichte van de (toekomstige) concurrentie?
- Hoe geloofwaardig en effectief is het management van een onderneming op het gebied van duurzaamheid en hoe haalbaar is het energietransitieplan van dit bedrijf om richting nul-emissies te komen?

Deze vragen gaan in op 'hoe' een bedrijf bepaalde klimaatdoelstellingen denkt te bereiken en focussen minder op de vraag welke doelstellingen

er zijn geformuleerd. Dergelijke nuances laten zich moeilijk vatten in kwantitatieve modellen, die veelal worden gebruikt bij passieve beleggingsstrategieën. Om die nuances bloot te leggen, is een actieve strategie vereist.

## Investeer in onderscheidende eco-innovaties

Om de klimaattransitie te versnellen, grijpen overheden hoofdzakelijk naar drie methoden om milieuvriendelijke technologie, en dan met name 'eco-innovaties', te stimuleren: normering, beprijzing (de vervuiler betaalt) en subsidiëring. Geen van deze manieren lijkt bedrijven daadwerkelijk te stimuleren om eco-innovaties versneld door te ontwikkelen en/of tegen een zo laag mogelijke prijs aan te bieden. De stimuleringsmaatregelen we-



gen niet op tegen het feit dat het ontwikkelen van eco-innovaties een behoorlijke investering vergt. Veel bedrijven worstelen met het aantrekken van het benodigde kapitaal, onder meer doordat terugverdientijden voor eco-innovaties doorgaans langer zijn dan bij generieke innovaties. (Actieve) vermogensbeheerders kunnen hierin een belangrijke rol spelen door te investeren in onderscheidende en (potentieel) winstgevendende eco-innovaties.

Indien een eco-innovatie onderscheidend en succesvol is, is de toekomstige meerwaarde van het innoverende bedrijf veel groter. Een onderscheidend product en/of een onderscheidende technologie levert doorgaans meer winst op, waardoor er meer geld vrijkomt voor voortgaande innovatie. Innovatie moet uiteindelijk leiden tot een economische prikkel op consumentenniveau. Indien een eco-innovatie economisch aantrekkelijk is voor de consument, is deze ook eerder geneigd het product en/of de technologie aan te schaffen.

Aansprekende voorbeelden hiervan zijn:

- Energiebesparende producten, zoals (slimme) LED-lampen van Signify, waarbij de consument

tegen een geringe meerprijs binnen korte tijd de aanschaf terugverdient (ofwel bespaart).

- Het project 'Clean Cow' van DSM, waarbij via voedings-supplementen voor koeien de methaanuitstoot (en daarmee de broeikaswerking) met 30% wordt beperkt voor melkkoeien en tot wel 90% voor vleeskoeien.
- De plantaardige proteïnes van IFF die worden gebruikt voor vleesvervangers. Door het doorontwikkelen van de techniek verbetert de kwaliteit van vleesvervangers, wat tot een verkleining van de veestapel kan leiden.

Het actief bestuderen van de eco-innovatie (met inbegrip van het lezen van rapporten en het voeren van gesprekken met het bedrijf) is cruciaal in de analyse van het onderscheidende karakter van de innovatie en het bepalen van de meerwaarde. Actieve beheerders kunnen dergelijke analyses uitvoeren in tegenstelling tot passieve beheerders.

### Staar je niet blind op CO<sub>2</sub>-uitstoot, kijk naar het totaalbeeld

Bij het selecteren van eco-innovaties is het van groot belang de juiste eco-innovaties te stimuleren. In actie komen om het klimaatpro-

bleem op te lossen, is essentieel. Een duurzame wereld creëren, reikt echter verder dan het klimaat. Zo toonden onderzoekers aan de Britse Sheffield Hallam University aan dat Chinese bedrijven in de gehele productieketen van zonnepanelen gebruikmaken van dwangarbeid door Oeigoeren. Het is sterk de vraag of het klimaatdoel, in een duurzame wereld, alle middelen heiligt.

Daarnaast zegt de CO<sub>2</sub>-uitstoot van een eindproduct alleen soms weinig. Een elektrische auto stoot tijdens het rijden geen CO<sub>2</sub> uit, maar bij de productie van de elektrische auto gebeurt dat wel. Dit wordt bevestigd door een recent onderzoek van Volvo. Onderzoekers bestudeerden de CO<sub>2</sub>-emissies gedurende de gehele levenscyclus, van de winning van de ruwe materialen tot aan de sloop. Zij voerden een vergelijking uit tussen twee vergelijkbare modellen van de XC40, met voor de ene auto een benzinemotor en de andere een elektrische motor. Wanneer ook de Li-ion-batterijmodules tot de productie worden gerekend, zijn de CO<sub>2</sub>-emissies voor de elektrische auto, in vergelijking met de benzineauto, bijna 70% hoger. Volgens Volvo moeten zijn elektrische auto's 110.000 kilometer rijden om de uitstoot te compenseren die gepaard gaat met het bouwen van de batterij.

Kortom, bij het interpreteren van duurzaamheidsgerelateerde data moet worden gekeken naar het totaalbeeld. Dat is bij elk bedrijfsmodel anders van opzet en derhalve zeer lastig in een model of formule te vatten. Een actieve beheerder is beter in staat om dat in kaart te brengen dan een passieve beheerder. ■



**Edwin Simon**

Sustainability Officer & Senior Portfolio Manager, OBAM Investment Management

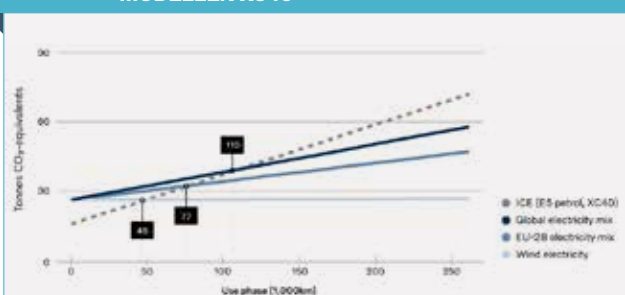
## IN HET KORT

De klimaattransitie zal de komende jaren versnellen. Vermogensbeheerders spelen een cruciale rol in het identificeren en stimuleren van bedrijven die structureel bijdragen aan de klimaattransitie.

Een actieve beleggingsstrategie is beter in staat om te investeren in onderscheidende en winstgevendende eco-innovaties. Ook kan zo beter een totaalbeeld, op gebied van duurzaamheid, mee worden genomen.

Een op eerste oogopslag duurzaam product of technologie is niet altijd zo duurzaam als het lijkt. Een goede actieve beheerder kan daar beter onderscheid in maken en uiteindelijk een afgewogen keuze maken om te investeren in de technologieën die het meeste impact hebben.

**FIGUUR 1: CO<sub>2</sub> BREAK-EVEN DIAGRAM VERGELIJKBARE MODELLEN XC40**



Bron: Volvo C40 Recharge LCA Report. Break-even diagram. Totale hoeveelheid CO<sub>2</sub>-emissies, afhankelijk van het totaal aantal gereden kilometers, van XC40 ICE (stippellijn) en C40 Recharge (met verschillende elektriciteitsmixen in de gebruiksfase). Op basis van een wereldwijde energiemix ligt het break-even punt op 110.000 km.

# Goud: bescherming tegen mogelijke staartrisico's

Door Ronald Bruins Fotografie Cor Salverius Fotografie



Er is geen *one size fits all*-belegging voor elk economisch scenario. Goud is dat evenmin. Toch kan goud dienen als diversificatie in een portefeuille. Zo biedt het bescherming tegen mogelijke staartrisico's. Maar er zijn ook bedenkingen: is goud nu duur of goedkoop? Hoe bepaal je de waarde? Dat alles werd duidelijk tijdens de Ronde Tafel van Financial Investigator over goud, waarin de deelnemers vooral hun voorkeur uitspraken over het bezit van fysiek goud.

Voorzitter Harry Geels trapt de bijeenkomst af door te vragen hoe groot de marktkapitalisatie van goud is. Johan Palmberg geeft daar vanuit zijn expertise direct antwoord op. 'Als je praat over het deel dat boven de grond zit, hebben we het over meer dan 12,5 biljoen dollar. Ter vergelijking: de marktkapitalisatie van Amerikaanse aandelen bedraagt meer dan 60 biljoen. Goud wordt op verschillende manieren verhandeld. Je kunt op de spotmarkt fysiek goud kopen, je kunt in goud-ETFs beleggen, in aandelen van goudmijnbedrijven, en in futures. De markten zijn ook nog eens aan elkaar gelinkt en dat zie je terug in de krappe spreads.' Is de markt zo groot dat grote spelers deze niet kunnen beïnvloeden, wil Geels weten. 'Ja, de goudmarkt is groot en liquide. De markt zal niet worden beïnvloed door institutionele beleggers die een allocatie naar goud willen innemen. Dit ligt voor bijvoorbeeld zilver anders. Zilver is met een marktkapitalisatie van slechts 1,5 biljoen dollar een veel kleinere markt.'

### Fear asset

Hoe nemen de investeerders goud mee in hun asset allocatie? Als een commodity, een valuta, een component van de hedgestrategie of iets anders? Jeroen Wilbrink: 'We beheren 50 miljard aan fiduciaire pensioenassets. Slechts een heel klein deel daarvan is toebedeeld aan goud en dan enkel als onderdeel van een bredere diversificatie in een commodities expo-

sure in multi-asset mandaten. Voor pensioenfondsen die al een breed gespreide portefeuille hebben, voegt goud weinig toe.' Jan Tol: 'Goud zien we ook als een langetermijn-hedge tegen de devaluatie van valuta's. Het is een van de weinige assets die het ook in een stagflatiescenario goed kan doen.' Het is ook een fear asset, constateert Tol verder. 'In het algemeen waren de prestaties van goud goed wanneer de performance van financiële markten zwak of nerveus was.' Ralph Sandelowsky: 'Wij zien goud als een grondstof. Daardoor kunnen we binnen de sector metalen besluiten om meer of minder in goud te beleggen om zo waarde voor onze klanten toe te voegen.' Paul van Gent: 'Met een return van nul zie ik het niet als een asset class. Het is meer een psychologische belegging waar je wel of geen vertrouwen in hebt. Het lijkt dus meer op een valuta. Je krijgt er geen rendement op en er wordt geen waarde toegevoegd, zoals dat bij een bedrijf wel gebeurt. Dan blijft eigenlijk alleen de trust factor over. Daarmee is het ook als een crypto. Het biedt bijvoorbeeld voor een particulier die in Oekraïne woont en de Oekraïense valuta niet meer vertrouwt een mogelijkheid om zijn vermogen makkelijk in iets anders onder te brengen.'

### Fysiek beleggen

Er is brede overeenstemming over hoe er in goud zou moeten worden belegd. 'Fysiek', stelt Stijn de Bont. Dat is Palmberg met hem eens. 'Aandelen van mijnbouwbedrijven die goud uit de grond halen, zijn maar deels gerelateerd aan de goudprijs. Het andere deel van de waarde komt voor rekening van de operationele expertise van het management.' Sandelowsky: 'Als je echt voor de exposure naar goud gaat, dan moet je geen aandelen kopen, maar voor het echte werk gaan. Aandelen gedragen zich te veel als bedrijven en niet als het metaal.' De Bont: 'Bij goudfutures en ETFs kun je als belegger tegen technische onzekerheden aanlopen die je bij fysiek goud niet hebt. De recente gebeurtenis op de LME-beurs, waar de handel in nikkelfutures voor meer dan een week werd stilgelegd, is een mooi voorbeeld hiervan.' Mark Willems brengt naar voren dat, als voor fysiek goud wordt gekozen, wel duidelijk moet zijn >

### Voorzitter:

**Harry Geels,**  
Auréus

### Deelnemers:

**Stijn de Bont,**  
APG  
**Paul van Gent,**  
diverse pensioenfondsen  
**Johan Palmberg,**  
World Gold Council  
**Ralph Sandelowsky,**  
Achmea Investment  
Management  
**Jan Tol,**  
Mercer  
**Jeroen Wilbrink,**  
NN Investment Partners  
**Mark Willems,**  
PGGM



### VOORZITTER

Harry Geels

Harry Geels is Adjunct-Hoofdredacteur van Financial Investigator. Verder is hij werkzaam bij Auréus, waar hij als Senior Investment Adviseur het vermogensbeheer doet voor een selecte groep klanten. Ook is Geels bij Auréus medeverantwoordelijk voor de research naar en selectie van beleggingsfondsen. Hij is verder Freelance Redacteur bij Beleggers Belangen en Parttime Docent bij het Actuarieel Instituut. Geels behaalde in 1994 zijn Master Financiële Economie aan de VU Amsterdam.



Stijn  
de Bont

Stijn de Bont werkt bij APG als Senior Portfolio Manager in het Alternative Alpha Team. Dit team focust op alternatieve, actieve beleggingsoplossingen en strategieën voor de klantportefeuilles van APG. De Bont heeft 21 jaar ervaring in de beleggingsindustrie en begon zijn carrière bij APG. Nadien heeft hij gewerkt bij Kempen Capital Management, Unilever/Uninvest, Blue Sky Group en Optiver. Hij studeerde Economie in Tilburg en is een CFA charterholder.



Paul  
van Gent

Paul van Gent is Lid van de beleggingsadviescommissies bij twee pensioenfondsen en Lid van de RvT van een ander pensioenfonds. Hiervoor was hij meer dan tien jaar CIO van Corestone Investment Managers, dat onderdeel uitmaakte van de fiduciaire propositie van Robeco. Eerder was hij Fondsmanger bij PME en Hoofd Investment Consulting van IBM Retirement Funds EMEA. Van Gent heeft Bedrijfskunde gestudeerd aan de Technische Universiteit Eindhoven.



Johan  
Palmberg

Johan Palmberg is Senior Quant Analyst bij de World Gold Council. Hij heeft tien jaar onderzoek gedaan naar edelmetaalmarkten, binnen de World Gold Council als een onafhankelijke consultant en bij de World Platinum Investment Council. Daarvoor werkte Palmberg in het fondsbeheer en als beleggingsresearcher. Hij heeft een MSc in Finance van de Swedish School of Economics in Helsinki.



Ralph  
Sandelowski

Ralph Sandelowsky is Senior Portfolio Manager Commodities bij Achmea Investment Management. Zijn doel is om op systematische wijze een zo hoog mogelijke risico-rendementsverhouding te realiseren. Hij heeft een MSc in Business Administration en een MSc in Investment Management, beide behaald aan de Vrije Universiteit in Amsterdam.



Jan  
Tol

Jan Tol is Principal ALM-consultant bij Mercer. Hij adviseert zowel ondernemings- als bedrijfstakpensioenfondsen en APF-en, onder meer op het gebied van strategisch balansmanagement. Naast ALM heeft hij ervaring met monitoring (performance & risk) en strategische asset allocatie (SAA). Zijn huidige werkzaamheden zijn grotendeels gericht op de invulling van de Wet Toekomst Pensioenen.



Jeroen  
Wilbrink

Jeroen Wilbrink is Delegated Chief Investment Officer bij NN Investment Partners, verantwoordelijk voor de beleggingen van externe pensioenfondsclients. Wilbrink heeft ruim twintig jaar ervaring in de financiële industrie. Na zeventien jaar in Londen werkzaam te zijn geweest bij onder andere Goldman Sachs en JPMorgan, verhuisde hij in 2012 terug naar Nederland. Sinds 2016 is hij werkzaam bij NN IP.



Mark  
Willems

Mark Willems werkt al ruim twintig jaar in de financiële sector. Sinds 2016 is hij werkzaam als Investment Strategist bij PGGM. Hij is Klantstrateeg voor meerdere pensioenfondsen en adviseert over diverse vraagstukken op beleggingsgebied. Willems studeerde Algemene en Bedrijfs-economie aan de Universiteit van Tilburg. Daarnaast is hij in het bezit van een RBA-diploma van de Vrije Universiteit Amsterdam en volgde hij de EPP-studie aan de Nyenrode Business Universiteit.

‘Goud zien we ook als een langetermijn-hedge tegen de devaluatie van valuta’s. Het is een van de weinige assets die het ook in een stagflatiescenario goed kan doen.’

waar dat goud is opgeslagen. ‘Dan wil je dat dat goud bij voorkeur in je eigen land of desnoods in een bevriend land ligt en niet in landen waar je assets gemakkelijk kunnen worden onteigend. Dat is een tail risk waar aandacht voor moet zijn. Niet alleen als je in fysiek goud belegt, maar mogelijk ook met andere assets.’ Palmberg: ‘Natuurlijk is dat een risico, maar dat risico is te managen.’

Tol ziet voor goud verschillende functies, in verschillende scenario's. ‘Als je het monetaire risico wilt tackelen, moet je in fysiek goud beleggen. If you don't hold it, you don't own it. Als je het als hedge tegen marktrisico's of inflatie wilt gebruiken, dan kun je uit de voeten met ETFs of futures.’ Wilbrink: ‘Wij beleggen niet fysiek in goud. We hebben maar een kleine exposure naar goud; enkel binnen multi-asset strategieën en als onderdeel van commodities. De grondstoffen-exposure wordt dan gebruikt als tactisch instrument. Als hedge in onrustige markten of als inflatie-hedge.’

### Stabiliserende factor

De goudmarkt is zeer liquide en wijdverspreid, stelt Palmberg. ‘Natuurlijk, van dag tot dag zie je wel variaties in prijzen, beïnvloed door wat er bijvoorbeeld op Wall Street gebeurt. Maar de vraag vanuit Azië, die de helft van de wereldwijde vraag uitmaakt, is een stabiliserende factor. Die vraag is constant. Het is ook niet zo, zoals in de platinamarkt, dat er een dominante leverancier is. In het geval van platina is dat alleen Zuid-Afrika. Er zijn maar liefst 34 goudmijnbedrijven. Als er één zijn productie zou stoppen, doet dat weinig met de richting van de markt.’ Dat neemt volgens Tol niet weg dat er communicatierisico's zijn rondom goud. ‘Er doen talloze geruchten de ronde dat de goudmarkt wordt gemanipuleerd en die geruchten leiden een eigen leven. Daarnaast zijn wet- en regelgevende instanties er wellicht niet blij mee wanneer pensioenfondsen ineens grote hoeveelheden goud op zouden kopen. Besturen van pensioenfondsen zijn over het algemeen wat terughoudend om in goud te beleggen.’

### Payment of last resort

Van Gent wijst op de investeringen van centrale banken in goud. ‘Blijkbaar den-

ken die dat het aanhouden van goud vertrouwen verleent aan hun munt. Toch hebben zij de afgelopen jaren juist massaal goud verkocht. Dat vind ik dan ook wel een zorg: dat centrale banken die markt kunnen veranderen. Ten goede, maar ook ten kwade.’ Palmberg aansluitend: ‘Centrale banken zijn grote bezitters van goud, maar ze zijn voorzichtig met het melden van hun transacties. De reden dat ze goud niet loslaten, is dat het een ‘payment of last resort’ is. Het zorgt voor diversificatievoordelen in hun reserves.’ Van Gent: ‘De Nederlandsche Centrale Bank heeft 36 gram goud per Nederlander in de kluis liggen. Dat is niet veel. Ondersteunt dat het monetaire systeem?’ De Bont wijst erop dat valuta's steeds meer als instrument in de geopolitiek worden gebruikt. ‘Wat zou het betekenen voor de vraag naar goud als China de renminbi, met een gedeeltelijke gouddekking, tot een reservevaluta voor de wereld wil maken?’ Palmberg: ‘Tot 2019 was er een onderling afgestemd plafond in de hoeveelheid goud die centrale banken konden verkopen. Deze lag op 400 ton per jaar.’

### Vraag niet bijbenen

De discussie verschuift naar de waarde van goud. De vergelijking met de tulpenmanie komt voorbij. De waarde van tulpen ging tot 1590 omhoog totdat de markt inklapte. Wilbrink: ‘De waarde van goud kan theoretisch naar nul gaan en dan betaal je voor opslag. Je kunt goud niet met tulpen vergelijken. Echt niet. Goud heeft een historie van duizenden jaren, net als valuta. Er is geen ‘fiat’ valuta die eenzelfde trackrecord heeft.’ Willems ziet daarnaast in de huidige macro-economische omgeving diverse tailwinds voor goud, waaronder de negatieve reële rentes in een wereld van financiële repressie en de hoge waardering van veel beleggingscategorieën. Van Gent vindt dat de waarde van goud alleen gebaseerd is op vertrouwen. ‘Omdat je erin gelooft, beleg je erin. Dat argument houdt zichzelf in leven, waardoor er waarde blijft. Als dat vertrouwen er niet meer is, heeft goud geen waarde meer. Het gaat niet over intrinsieke >

‘Bij goudfutures en ETFs kun je als belegger tegen technische onzekerheden aanlopen die je bij fysiek goud niet hebt.’

**‘Aluminium ging dit jaar 20% in waarde omhoog, zink ook 20% en graan zelfs 30%. In dat rijtje bekeken deed goud het teleurstellend.’**

waardetoevoeging, zoals bij een bedrijf dat daadwerkelijk een product of dienst in de markt zet.’ Palmberg: ‘Natuurlijk is er de vertrouwensfactor, maar die is er al

meer dan zesduizend jaar. Het concept van vertrouwen onderstreept ook het hele financiële systeem, van staatsobligaties tot aan aandelen.’

#### **Verstandig omspringen**

Sandelowsky brengt te berde dat de waarde stijging van goud te midden van andere grondstoffen maar schril afsteekt. ‘Aluminium ging dit jaar 20%

in waarde omhoog, zink ook 20% en graan zelfs 30%. In dat rijtje bekeken deed goud het teleurstellend. En dat terwijl zowel inflatie als geopolitieke spanningen hoog zijn.’ Palmberg: ‘Dan moeten we het modelleren doen... Er is een oorlog gaande, maar daar gaat tot op heden een relatief beperkt effect van uit naar de financiële markten. Goud heeft meerdere drijfveren. Geopolitiek is niet de enige driver achter goud.’ Sandelowsky: ‘Je moet met goud verstandig omspringen en het alleen een plaats geven in de asset allocatie als het nodig is. Je wilt ook niet dat goud je overall return omlaaghaalt.’

#### **Minder volatiel**

Welke invloed hebben crypto's op de rol van goud, vraagt Geels. De Bont: ‘Voor mij is het duidelijk dat twintigers en dertigers een andere manier van kijken naar de wereld hebben. Ze accepteren een hogere mate van risico, ze zijn meer wendbaar, meer digitaal en baseren hun kijk vooral op eigen ervaringen. Crypto's passen naadloos in die levensstijl. Ik ben persoonlijk erg onder de indruk van de infrastructuur achter crypto's. Daar staat tegenover dat goud minder volatiel is en kan worden omgewisseld voor fysieke goederen zonder eerst naar euro's of dollars te hoeven.’ Willems: ‘Crypto's kunnen mogelijk op de lange termijn een nieuwe veilige haven zijn, zoals goud dat nu is, maar tot dusver zijn ze dat nog lang niet. De afgelopen tijd laat zien dat crypto's een hoge correlatie hebben met high beta-aandelen. Kortom, ze reageren als risk on asset in plaats van een safe haven-belegging.’ Van Gent wijst op het enorme energieverbruik van de techniek achter crypto's. ‘Dat is een ESG-aspect, maar dat probleem heb je ook bij goud.’ De Bont: ‘Dan zou ik nog eerder voor goud gaan vanuit milieutechnisch perspectief. Daar worden stappen in het milieuvriendelijker delven van goud gezet.’ Zo lanceerde een partij onlangs een ETF die alleen in gerecycled goud belegt.

#### **Kritische massa ontbreekt**

Palmberg wijst op de whales, oftewel walvissen: beleggers die zo groot zijn, dat ze eigenhandig de koers bepalen. ‘Dat is een risico bij crypto's. Je weet niet wie de whales zijn en de markt is zich nog aan het settelen. Dat gezegd hebbende: er is geen weg terug. Het IMF en de Amerikaanse overheid erkennen crypto's. Dat is een vrij krachtig signaal. Daarnaast is er ook een ontwikkeling van decentralized finance te zien. Denk aan gedecentraliseerde toepassingen voor het regelen van financiën, geld- en kapitaalmarkten en financiering.’ Er is volgens Palmberg ruimte voor digitale assets die de fysieke assets aanvullen, net zoals de dollar inwisselbaar was voor goud tegen een vaste prijs bij de wereldwijde goudstandaard tot 1971. ‘Er zou een nieuwe standaard kunnen ontstaan. Er zijn overigens nu al op goud gebaseerde crypto's in de handel.’ Wilbrink: ‘De belangrijkste investerings-



banken zijn begonnen met derivaten zoals swaps op basis van Bitcoin. Dat zijn tekenen dat de cryptomarkt langzaam volwassen wordt. Crypto's are here to stay.'

### Individuele risico's

'De hervormingen in het Nederlandse pensioenstelsel kunnen ertoe leiden dat er meer vraag komt naar alternatieve beleggingscategorieën', stelt Geels. 'Zou die ontwikkeling goud ondersteunen?' Tol: 'Als gevolg van die stelselwijziging gaan we van defined benefit naar defined contribution, waarbij de nadruk ligt op het individu en zijn of haar risicobereidheid. Die individuele keuzes zouden tot meer ruimte voor goud kunnen leiden als meer deelnemers daarvoor kiezen. Maar ik denk niet dat die invloed groot zal zijn.' Goud zou interessant kunnen zijn als belangrijke valuta niet thuis geven. Sandelowsky: 'Dit geldt naast goud ook voor andere real assets zoals commodities en vastgoed. Hierbij is de inflatiegevoeligheid van commodities veel hoger dan die van goud.'

### Bijeffecten van ESG

Willems brengt het onderwerp op ESG. 'Het opmerkelijke in de ESG-discussie vind ik dat er weinig aandacht is voor de enorme vraag naar metalen en grondstoffen die zal ontstaan bij de vergroening en verduurzaming van de wereld. Je kunt niet zeggen dat je geen mijnbouw wilt, maar wel voorstander bent van de klimaattransitie. Metalen en grondstoffen zijn in zoveel producten nodig.' Palmberg: 'De ESG-uitgangspunten zijn goed, maar deze creëren ongewilde bijeffecten, ook voor de energietransitie zelf.' Wilbrink: 'Dat neemt niet weg dat we wel met ESG-factoren rekening moeten houden bij het beoordelen van mijnbouwbedrijven en moeten controleren of deze bedrijven hun activiteiten op een zo planeetvriendelijk mogelijke manier uitvoeren. En tegelijkertijd moeten we mijnbouwbedrijven die het slecht doen, kunnen uitsluiten. Bij een goudstaaf kun je niet meer zien of deze op een ecologische manier is gewonnen.' Palmberg: 'Ik denk dat de S van Social in ESG in de toekomst een grotere rol gaat spelen. De mijnbouwactiviteiten bieden ook voordelen voor de lokale en regionale community.'

**'Er zijn maar liefst 34 goudmijnbedrijven. Als er één zijn productie zou stoppen, doet dat weinig met de richting van de markt.'**

### Spot on

Geels legt een hamvraag op tafel: wat zijn de grootste beleggingsuitdagingen voor pensioenfondsen in de komende vijf jaar? Sandelowsky: 'De zoektocht naar rendement. Die is tot nu toe vormgegeven door meer kredietrisico en illiquiditeit toe te voegen. Daarin moeten we nu de volgende stappen zetten, bijvoorbeeld door niet-traditionele, doordachte risicopremies toe te voegen. The simple stuff has been done.' De Bont: 'Die constatering is spot on. Er zijn actieve strategieën beschikbaar die weliswaar complex zijn, maar die het rendement- en risicoprofiel in een nFTK-context duidelijk kunnen verbeteren.' Daarnaast ziet Willems een mogelijke verschuiving in de economische omgeving van desinflatie naar inflatie of stagflatie als uitdaging. 'In een dergelijk scenario is het maar de vraag of pensioenfondsen genoeg exposure hebben naar inflatie-assets.' Een ander onderwerp dat uitdagingen met zich meebrengt, is de communicatiestrategie van pensioenfondsen. 'Het nieuwe pensioenstelsel vereist mogelijk een andere manier van communiceren dan pensioenfondsen en pensioenuitvoerders nu gewend zijn. De deelnemer komt nog meer centraal te staan in de communicatie.'

Waar zit goud in die nieuwe pensioenwereld? De deelnemers durven geen getal te plakken op het te verwachten rendement, met uitzondering van Wilbrink. 'Nul procent. Je kunt goud niet in zijn eentje als asset beoordelen. Je moet dat doen binnen je asset allocatie en door verschillende scenario's te bekijken. Maar dat commodities zoals goud een plaats in de portfolio kunnen krijgen, zelfs bij een rendement van nul, daar ben ik van overtuigd. Ook omdat het specifieke kenmerken met zich meebrengt die je bij andere asset classes niet ziet.' ■

## IN HET KORT

Goud lijkt op een valuta. Je krijgt er geen rendement op en er wordt geen waarde toegevoegd, zoals dat bij een bedrijf wel gebeurt.

Goud wordt vaak gebruikt als een langetermijn-hedge tegen de devaluatie van valuta's.

De goudmarkt is zeer liquide en wijdverspreid, met een vraag vanuit Azië die de helft van de wereldwijde vraag uitmaakt, hetgeen als een stabiliserende factor kan worden beschouwd.

Goud is gebaseerd op vertrouwen en dat is het al 6.000 jaar.

Centrale banken zijn grote bezitters van goud en zien goud als een 'payment of last resort'. Het zorgt voor diversificatievoordelen in hun reserves.

Goud is minder volatiel dan crypto's en kan worden omgewisseld voor fysieke goederen zonder eerst naar euro's of dollars te hoeven.

# Goud als een strategische asset

Nog niet zoveel institutionele beleggers beleggen in goud. Toch wijst een aantal casestudies uit dat een allocatie van tussen de 4% en 15% naar goud de risico-rendementsverhouding van een portefeuille verbetert. Goud zou ook enige inflatiecompensatie kunnen bieden.

Door Harry Geels

Beleggingsportefeuilles met een combinatie van aandelen en obligaties hebben lange tijd goed gewerkt voor beleggers. Een groot deel van de goede rendementen van specifiek de afgelopen vijftien jaar is het gevolg van de maatregelen van centrale banken, zoals de ultralage rentetarieven en de kwantitatieve versoepeling. Maar nu de geopolitieke en inflatierisico's toenemen, de economische achtergrond zo onzeker is en de obligatierendementen laag zijn, is het logisch dat



beleggers hun traditionele denkwijze heroverwegen. De vraag is of goud, als veronderstelde 'veilige haven', nu een goede aanvulling is, in plaats van bijvoorbeeld staatsleningen.

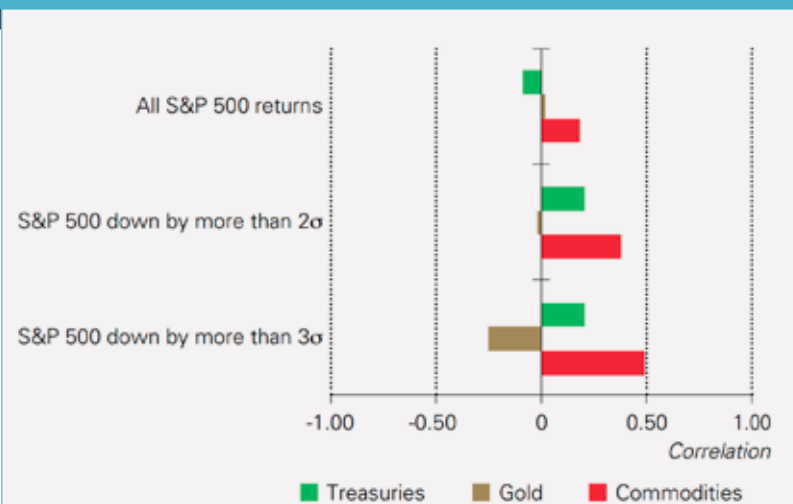
## Staatsobligaties als diversificatiemiddel

Traditioneel boden vooral staatsobligaties de rol van buffer in onzekere tijden. Dit jaar is dat anders. Door de sterk opgelopen inflatie, de verwachtingen van de markt dat de centrale banken moeten verkrappen en de oorlog in Oekraïne hebben staatsleningen een van de grootste 'drawdowns' uit de geschiedenis laten zien. De combinatie van een instabieler inflatieklimaat en minder monetaire ondersteuning maakt het waarschijnlijk dat staatsleningen niet bij iedere nieuwe crisis weer voor demping gaan zorgen.

Uit onderzoek blijkt dat inflatie de aantrekkingskracht van obligaties als diversificatiemiddel verzwakt. Bij inflatieniveaus van lager dan 2% is de correlatie tussen wereldwijde aandelen en wereldwijde schatkistcertificaten negatief, waardoor diversificatie mogelijk is. Maar bij niveaus van meer dan 2% is deze negatieve correlatie veel minder significant.

De les die we hieruit kunnen trekken, is tweeledig. Ten eerste dat de neerwaartse druk op de obligatiekoersen nu potentieel veel groter is dan de opwaartse druk.

**FIGUUR 1: CORRELATIE STAATSLENINGEN, GOUD EN GRONDSTOFFEN MET AANDELEN IN DRIE RENDEMENTSOMGEVINGEN (1973-2021)**



Bronnen: Bloomberg, ICE Benchmark Administration, World Gold Council; Noot: berekeningen op basis van wekelijkse rendementen. Commodities betreft de Bloomberg Commodity Index. Bron: World Economic Council/ The relevance of gold as a strategic asset 2022



Ten tweede dat er geen garantie is dat obligaties en aandelen negatief met elkaar gecorreleerd zullen blijven, vooral gezien de inflatievooruitzichten.

### Diversificatiekracht goud

De vraag is of goud in het huidige inflatoire klimaat een strategische aanvulling kan zijn. In Figuur 1 is de correlatie tussen obligaties, goud en grondstoffen met aandelen afgebeeld in drie rendementsomgevingen van aandelen. Op de lange termijn (hier sinds 1973) is er een licht positieve correlatie tussen aandelen, goud en grondstoffen, maar deze is vrij laag en voor goud bijna nul. Er is op de lange termijn een negatieve correlatie tussen staatsleningen en aandelen, namelijk -0,12. In omgevingen waarin aandelen het slecht doen (dalingen die respectievelijk twee- of driemaal de standaarddeviatie vallen), wordt de correlatie met goud negatief, met de algemene stelregel: hoe slechter de aandelenmarkten, hoe negatiever de correlatie.

Er zijn nog twee opvallende conclusies. Ten eerste raken grondstoffen meer (positief) gecorreleerd met aandelen naarmate aandelen slechter presteren. Goud beweegt zich dus contrair ten opzichte van de brede grondstoffenmarkt. Ten tweede is de correlatie in slechte aandelenmarkten en met staatsleningen positief, al geldt hier niet de stelregel dat naarmate aandelen slechter presteren, de correlatie met staatsleningen positiever wordt.

Een alternatieve manier om de diversificatiekracht van goud te beoordelen, is door te kijken hoe goud het gedaan heeft in verschillende crises. Zie Figuur 2, waarin de elf grootste drawdowns in aandelen en de prestaties van aandelen, US Treasuries, VIX en goud getoond worden. In tien van de elf crises heeft goud een positief rendement opgetekend. Alleen tijdens het barsten van de 'dotcom bubble' kende goud een terugval van 7% (in dollars), wat overigens nog altijd veel minder was dan de teruggang van aandelen.

Het is ook interessant om te zien hoe goud het historisch doet als de markten van de bodems weer herstellen. Ook dan vallen de prestaties van goud niet tegen. In de bovengenoemde crises ging goud maar één keer hard onderuit in de peri-

**'In tien van de elf crises heeft goud een positief rendement opgetekend. Alleen tijdens het barsten van de 'dotcom bubble' kende goud een terugval van 7% (in dollars).'**

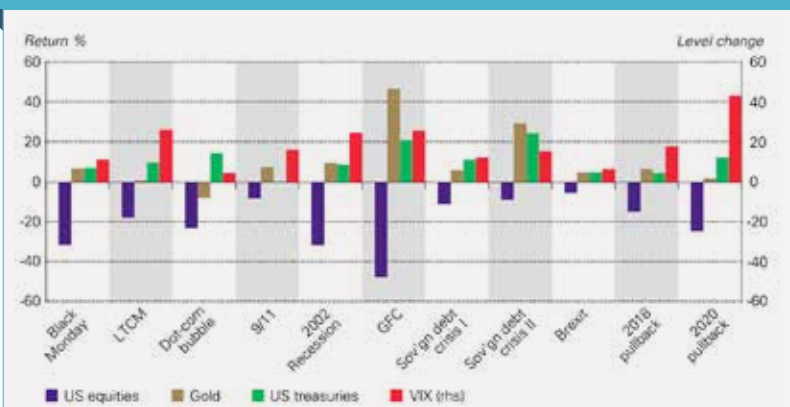
ode vanaf de bodem tot het 'breakeven point', oftewel het niveau waarop de grote daling volgde.

In de 'Post Black Monday period' ging goud ongeveer 20% onderuit. Daar staat tegenover dat goud ook tweemaal een enorme goede periode kende tijdens het herstel van een crisis. Zo ging goud in dollars 169% omhoog in de periode na de dotcom bubble en 70% in de periode na de Grote Financiële Crisis. In de andere gevallen deed goud niet zoveel.

### Goud en inflatie

Nu de inflatie de afgelopen periode een hoge vlucht heeft genomen, maken mensen zich wellicht de meeste zorgen over de stijging van de kosten van hun levensonderhoud, die waarschijnlijk sneller zullen stijgen dan hun salaris. Mensen die aan het begin van hun 'beleggingscarrière' staan, zullen zich waarschijnlijk blijven richten op zakelijke waarden. Maar naarmate de pensioengerechtigde leeftijd nadert, zullen steeds meer men- >

**FIGUUR 2: GOUD BEPERKT DE 'DRAWDOWNS'; AANDELEN, US TREASURIES EN GOURNDEMENTEN TIJDENS PERIODEN VAN SYSTEMATISCH RISICO**



Bronnen: Bloomberg, ICE Benchmark Administration, World Gold Council; betreft de grootste pullbacks in de S&P500 sinds 1 januari 1987. Rendementen in USD. Gebruikte data: Black Monday: 9/1987 - 11/1987; LTCM: 8/1998; Dot-com: 3/2000-3/2001; 11 september: 9/2001; Grote Recessie: 10/2007-2/2009; schulden crisis I: 1/2010-6/2010; schulden crisis II: 2/2011-10/2011; 2016 Brexit-referendum: 6/23/2016-6/27/2016; Q4 2018 pullback: 10/2018-12/2018; COVID-19: 2/2020-3/31/2020.

sen zich afvragen wat een hogere inflatie betekent voor hun pensioenpotjes en hoe hun beleggingsstrategie de reële waarde van hun vermogen kan beschermen.

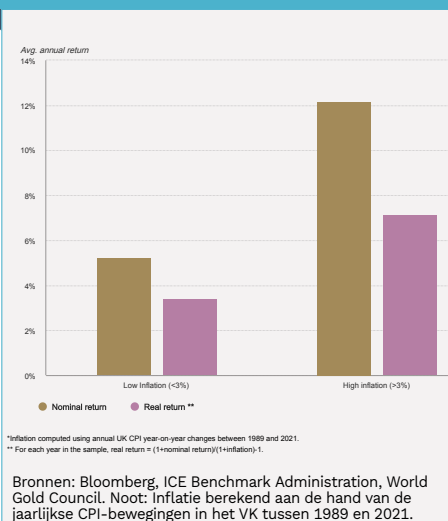
Figuur 3 laat zien wat het gemiddelde jaarrendement (nominaal en reëel) van goud is in periodes van lage (<3%) en hoge inflatie (>3%). In de getoonde periodes heeft goud het in tijden van hoge inflatie bijna driemaal zo goed gedaan als in tijden van lage inflatie.

Het is verder interessant dat de goudprijs bijna gelijke tred heeft gehouden met de groei van de geldhoeveelheid die de basis van inflatie vormt en bovendien meer neigde te stijgen naarmate de geldhoeveelheid sneller groeide. Toch is goud niet dé perfecte inflatiehedge. Ondanks dat goud het in periodes van hoge inflatie goed neigt te doen, zijn de betere prestaties instabiel. Sinds 1971 kan slechts 16% van de veranderingen in goudprijzen worden verklaard door veranderingen in de Amerikaanse CPI-inflatie.

### Casestudies - De impact van strategische allocatie naar goud

Als we op basis van historische correlaties, scenariotesten en stresstesten concluderen dat goud als strategische allocatie in de portefeuille interessant kan zijn, kunnen we bijvoorbeeld op basis van een Markowitz-optimalisatie of een Monte Carlo-analyse bestuderen wat een ideale weging van goud is.

**FIGUUR 3: GOUD PRESTEERT HISTORISCH GEZIEN GOED IN PERIODES VAN HOGE INFLATIE**



**‘Ondanks dat goud het in perioden van hoge inflatie goed neigt te doen, zijn de betere prestaties instabiel. Sinds 1971 kan slechts 16% van de veranderingen in goudprijzen worden verklaard door veranderingen in de Amerikaanse CPI-inflatie.’**

Op basis van historische resultaten blijkt uit een Markowitz-optimalisatie van de World Gold Council van respectievelijk de afgelopen 2, 5, 10 en 20 jaar dat bij een 5%-allocatie naar goud in een portefeuille die verder bestaat uit 48% aandelen, 28% obligaties en 24% alternatieven (REITs, hedgefondsen, Private Equity en grondstoffen) dat over de verschillende perioden de gemiddelde jaarrendementen ongeveer gelijk blijven en dat de jaarvolatiliteiten gemiddeld met 0,5 procentpunt afnemen. Ergo: we zien iets hogere Sharpe-ratio's. Een iets grotere winst ontstaat bij de maximale drawdown, die over de verschillende historische periodes met 1 tot 2,4 procentpunt terugloopt.

De World Gold Council heeft ook een Monte Carlo-analyse (met 5.000 mogelijke portefeuilles) uitgevoerd op basis van het volgende scenario: een pensioendeelnemer met op 21-jarige leeftijd een startsalarij van 30.000, een jaarlijkse salarisverhoging van 2% en een pensioenbijdrage van 10%, rekening houdend met een pensioenleeftijd van 65 jaar, heeft tijdens de opbouwfase een traditionele aandelen/obligatieportefeuille en tijdens de uitkeringsfase een allocatie naar goud van 5%.

De distributie van de twee keer 5.000 portefeuilles (dus mét en zonder de allocatie naar goud) levert de conclusie op dat een 5% allocatie naar goud op de korte termijn tot iets lagere risico's leidt en op de lange termijn tot iets hogere rendementen, waarschijnlijk door minder 'volatility drain'.

Goud zorgt voor demping, wat zeker in de uitkeringsfase belangrijk is, omdat er bij een eventuele grote marktdaling weinig tijd over is voor herstel. ■

### IN HET KORT

De diversificatiekracht van goud zit vooral in de negatieve correlaties met aandelen, met name in slechte aandelenklimaten.

In de tien laatste grote crises heeft goud positieve rendementen opgeleverd.

Goud heeft in het verleden in periodes van hoge inflatie (duidelijk) beter gepresteerd dan in tijden van lage inflatie, al kunnen veranderingen in de goudprijs maar voor 16% worden verklaard door veranderingen in de inflatie.

Uit een Markowitz-optimalisatie en Monte Carlo-analyses blijkt een 5% strategische toevoeging van goud het risico-rendementsprofiel van een portefeuille te verbeteren.

# Olieaandelen gedijen bij uitsluitingshause

**Olie is het nieuwe tabak. Steeds minder vermogensbeheerders 'pruimen' het in hun portefeuille. Maar nu steeds meer beleggers fossiele energiebedrijven in de ban doen, kunnen de resterende aandeelhouders rekenen op extra rendement. Dat leert de ervaring met zondige aandelen.**

De vraag of het loont om te beleggen in ondernemingen die uitblinken in milieubewustzijn, sociale verantwoordelijkheid en goed ondernemingsbestuur wacht nog altijd op een ondubbelzinnig antwoord. De talloze onderzoeken hiernaar wijzen in verschillende richtingen. Op de tegenovergestelde vraag is het antwoord helder. Het is lucratief om te beleggen in bedrijven die de samenleving als onethisch beschouwt. Zondige aandelen (sin stocks) geven een bovengemiddeld rendement. Recent bevestigde het onafhankelijke onderzoeksbureau BCA Research dit weer eens in het rapport 'Cashing In On Climate Change: The Long-Term Case For Oil Stocks In The Era of ESG', waarin BCA het rendement op aandelen uit Amerikaanse bedrijfstakken sinds 1970 vergelijkt.

Om met de harde cijfers te beginnen: vier sectoren steken uit boven de rest: tabak, wapens, gokken en alcohol. Onder economen gaan twee verklaringen rond voor de outperformance van dit soort aandelen. De eerste theorie meent dat er een 'zondepremie' bestaat. Stel dat één groep beleggers, de fatsoenlijke, zijn handen aftrekt van beschamende aandelen, dan moet een andere groep beleggers, de zondaars, deze kopen. Om een evenwicht te bereiken tussen de afgenomen vraag en het gelijk gebleven aanbod van aandelen moeten de zondaars worden verleid om meer in besmette bedrijven te beleggen dan zij van plan waren. De markt doet dat met een onfeilbaar mechanisme: die groep beleggers wordt beloofd met een hoger verwacht rendement.

De tweede theorie ontkent echter het bestaan van een zondepremie. Wie tabaksfabrikanten en wapenproducenten onder de loep neemt, herkent namelijk kenmerken waarvan

wetenschappelijk is bewezen dat zij een risicopremie voor aandeelhouders opleveren. In een notendop: het zijn zeer winstgevende bedrijven die weinig investeren met relatief stabiele aandelenkoersen. Die hoge winstgevendheid kan te danken zijn aan de overheid, zelfs als de overheid dat niet zo heeft bedoeld. Zo maakte een Amerikaans verbod op advertenties voor sigaretten in 1970 het moeilijker voor nieuwkomers om deze markt te betreden. Bovendien konden alleen de grootste tabaksfabrikanten zich de kosten van juridische geschillen en schikkingen veroorloven. Dankzij deze toetredingsdrempel is de Amerikaanse tabaksindustrie veranderd in een oligopolie waarin een handjevol bedrijven sappige winstmarges incasseert.

Overigens sluiten beide verklaringen elkaar niet uit. Want bedrijfstakken die maatschappelijk controversieel zijn, worden vaak streng gereguleerd door de overheid. Die regulering creëert barrières voor toetreders en dat drijft het profijt op. Ook wordt hierdoor de noodzaak verminderd om investeringen te doen om zodoende concurrenten voor te blijven.

Volgens BCA Research krijgen aandelen van olie- en gasbedrijven inmiddels de trekken van zondige aandelen. Immers, het taboe op beleggen in deze aandelen groeit met de dag. Wereldwijd hebben bijna 1.500 institutionele beleggers met zo'n \$ 40.000 miljard aan vermogen zich voorgenomen om fossiele energiebedrijven uit hun portefeuille te weren. Op hun beurt zijn oliebedrijven voorzichtiger geworden met investeringen. Zij beseffen dat de vraag naar fossiele brandstof gaat afnemen door de omschakeling naar hernieuwbare energie. Daarom voeren zij alleen nog projecten uit met bijzonder hoge rendementen en een korte terugverdientijd. Voor aandeelhouders is dat ideaal.

De wereld heeft nooit een gebrek aan minder deugdzaame beleggers gekend. Het uitsluiten van fossiele energiebedrijven door ethische beleggers verhoogt waarschijnlijk de rendementen van de minder deugdzaamen. En dat is zonde. ■

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



Door **Bruno de Haas**, Manager Bestuursadvisering en Beleggingsstrategie, Media Pensioen Diensten

# De transitieperiode komt eraan! Keuzes voor het beleggingsbeleid

Naar verwachting start op 1 januari 2023 de transitieperiode naar het nieuwe pensioenstelsel. Keuzes te over ten aanzien van deze overgangperiode. Wel of niet invaren? Welke contractsvorm? Welke risicohouding? Wel of geen gebruikmaken van het transitie-FTK? Maar hoe zit het met het beleggingsbeleid? Heeft de transitieperiode hier ook impact op? Met die vraag toerde Financial Investigator langs drie pensioenexperts.

Door Esther Waal

Voor onafhankelijk pensioenbestuurder Mark Rosenberg is het zeker het overwegen waard om de beleggingsportefeuille alvast aan te passen aan het toekomstige, na het invaren te voeren beleggingsbeleid. Zonder de VEV-vereisten zoals die nu gelden, en met een nieuw vastgestelde risicohouding,

**‘Een pensioenfonds kan overwegen om risico’s terug te nemen om de invloed van scherpe marktbevingen voor het invaarmoment te reduceren.’**

is er immers mogelijk dan al reden om de beleggingsportefeuille anders in te richten. Wel moet volgens hem hierbij de evenwichtige belangenafweging in acht worden genomen. Rosenberg: ‘In het nieuwe stelsel wordt belegd op basis van de risicohouding van leeftijdscohorten in al dan niet impliciete lifecycles, terwijl er gedurende de transitieperiode nog steeds sprake is van een gezamenlijke pot en een dekkingsgraad die zeer bepalend is voor de herverdeling van het vermogen op het moment van invaren. Een verandering van het beleggingsbeleid op basis van onderliggende cohorten zal daarom toch herverdelingseffecten hebben op alle leeftijdsgroepen.’

Ook Wilse Graveland, Hoofd van Fiduciary Management & Institutional Solutions bij Van Lanschot Kempen, noemt het belangrijk om te weten hoe de toekomstige impliciete of expliciete lifecycle eruit zal zien. Graveland: ‘Invaren wordt een binair moment voor deelnemers. Gedeelde risico’s worden eigen risico-profielen. Dat kan aanleiding zijn om beleid (beperkt) te heroverwegen.’

Marc Heemskerk, Principal Retirement bij Mercer, vindt het een belangrijke vraag of het beleggingsbeleid al in lijn zou moeten worden gebracht met een lifecycle zoals die straks onder het nieuwe regime zal gelden. ‘Maar’, stelt hij, ‘naar mijn oordeel zou men hier behoudend mee moeten omgaan, omdat het vermogen nog wel verdeeld wordt op basis van een generieke dekkingsgraad en niet-leeftijdsafhankelijk is, in elk geval bij de standaardmethode.’

## Welke keuzes op het gebied van het beleggingsbeleid moet een pensioenfonds maken tijdens de transitieperiode?

Voor Rosenberg zijn er geen keuzes die een pensioenfonds móet maken, maar alleen keuzes die een fonds kan maken. Deze zijn wat hem betreft onder meer afhankelijk van de hoogte van de dekkingsgraad, het onderzoek naar de risicohouding van de deelnemers, het toekomstig te voeren beleggingsbeleid en de afwegingen met betrekking tot de herverdelingseffecten die zullen en kunnen optreden. Zo kan een pensioenfonds volgens hem ook overwegen om risico’s terug te nemen ‘om de invloed van scherpe marktbevingen, die de herverdeling zullen beïnvloeden, voor het invaarmoment te reduceren.’

Graveland meent dat het eventueel reduceren van risicodragende beleggingen in een lager verwacht rendement resulteert. ‘Het is zeer de vraag of dit wenselijk is. Ook ouderen willen na invaren blootstelling naar overrendement houden. Wij bevelen brede spreiding aan binnen de rendementsportefeuille, met minder liquide categorieën, deels met reële elementen, zoals vastgoed, infrastructuur, private debt en landbouwgrond.’

Heemskerk meent dat als een pensioenfonds de huidige pensioenfondsambitie (grotendeels) na kan komen, verder opwaarts potentieel en het nemen van beleggingsrisico niet noodzakelijk zijn. ‘Premiekorting (of een lage premiedekkingsgraad) is immers niet meer aan de orde als beleggingsdoel. Bij een lagere dek-

kingsgraad kan het terugnemen van beleggingsrisico's lastiger zijn, aangezien de toeslagambitie voor met name ouderen dan groten-deels wordt opgegeven.'

Voor Rosenberg komt het er uiteindelijk op neer dat een pensioenfondsbestuur zich moet kunnen verantwoorden over de gemaakte keuzes. Rosenberg: 'Voor de hand liggende beleggingsonderwerpen zijn de hoogte en inrichting van de renteafdekking, het gewenste risiconiveau van de portefeuille op economische gronden en niet op basis van VEV-vereisten, het eventueel inzetten van derivaten om de dekking te beschermen richting het invaarmoment, het aanpassen van de valutaafdekking nu het risicoreducerende effect in de VEV-berekening in de transitieperiode geen rol meer speelt bij de allocatiebeslissing, het belang van tot voor kort negatief renderende staatsobligaties in portefeuille, de eventuele opname of uitbreiding van inflatiegerelateerde obligaties en de gewenste allocatie naar illiquide beleggingscategorieën.'

Ook Graveland noemt de renteafdekking als mogelijkheid, zeker in combinatie met een rentestafel waarbij bij hogere rentes meer renterisico wordt afgedekt. 'Bij invaren dekken ouderen grotendeels hun eigen kortere renterisico af. Een plotse rentedaling raakt hen mogelijk hard, terwijl er nauwelijks herstelpotentieel is. Voor jongeren is de lange-termijnimpact van meer afdekking bij een eventuele rentestijging beperkt. Zij zullen nog veel premie beleggen en rendement maken. Kortom, een mogelijke verhoging van de renteaf-

dekking is wellicht strijdig met de lange termijn, maar kan bijdragen aan een evenwichtige overgang. Wij delen de opvatting niet dat het, anticiperend op het nieuwe stelsel, wenselijk is om lange renteafdekking alvast af te bouwen.'

Hij is terughoudend ten aanzien van de mogelijkheid dat een fonds ook optiebepescherming kan kopen. 'Dat geeft wellicht bestuurlijke rust, waar naar verwachting wel verlies aan rendement en (operationele) complexiteit tegenover staat.'

### Is er een verschil in de te maken beleggingskeuzes tijdens de transitieperiode als we kijken naar overgang naar een solidaire regeling of een flexibele regeling?

Volgens Heemskerk speelt de contractkeuze een zeer beperkte rol in het verschil in beleggingskeuzes. Heemskerk: 'Bij de flexibele pensioenregeling is sprake van een directe lifecycle-belegging, leeftijdsafhankelijk. Bij de solidaire pensioenregeling is er één collectief, maar via de verdeling van overrendement (met name voor jongeren) en beschermingsrendement (met name voor ouderen) is eveneens sprake van een lifecycle, in dit geval dan impliciet. De mix zal hierdoor in totaliteit weinig verschillen, waarbij de solidaire regeling via het opheffen van de leenrestrictie en de aanwezigheid van een solidariteitsbuffer wellicht iets risicovoller kan zijn.'

Heemskerk geeft aan dat de solidaire pensioenregeling in theorie meer illiquide beleggingen zal herbergen, doordat bij de solidaire regeling het beleggingsbeleid een

zaak van het bestuur blijft, terwijl bij de flexibele regeling de deelnemer zelf zeggenschap heeft. Maar de praktijk van de flexibele regeling zal volgens hem vermoedelijk uitwijzen dat de beleggingskeuzes door deelnemers zeer beperkt worden ingevuld en dat ook de uitstroom van kapitaal naar een andere uitvoerder beperkt zal zijn. 'Illiquide beleggingen zullen daarmee ook bij de flexibele pensioenregeling een voorname rol gaan spelen, anders dan in de huidige DC-markt.'

Voor Graveland biedt de solidaire regeling meer flexibiliteit in de beleggingsmix. 'Het collectief hoeft niet één-op-één aan te sluiten bij de cohorten op basis van de lifecycle. Het opheffen van de leenrestrictie kan een spanningsveld tussen cohorten oplossen, met hetzelfde optimale overrendementsprofiel voor alle deelnemers. Dit wordt bereikt met een brede spreiding, ook naar minder liquide categorieën met reële elementen. Beleid kan hier nu al zoveel mogelijk op worden gericht.' Volgens Graveland is de flexibele regeling minder flexibel door de leenrestrictie en de expliciete cohorten met uiteenlopende beleggingsmixen die tot beperkingen voor illiquide categorieën kunnen leiden. 'Maar er zijn zeker mogelijkheden om ook binnen de flexibele regeling illiquiditeit een duidelijke plek te geven. De ene categorie is de andere niet (sommige illiquide categorieën genereren hoge kasstromen) en slimme oplossingen houden rekening met in- en uitstroom van cohorten, waardoor een 'ijzeren voorraad' voor illiquiditeit kan worden bepaald.' ■



**Wilse Graveland**

Hoofd van Fiduciary Management & Institutional Solutions, Van Lanschot Kempen



**Marc Heemskerk**

Principal Retirement, Mercer



**Mark Rosenberg**

Onafhankelijk Pensioenbestuurder, diverse bedrijfstakpensioenfondsen

## IN HET KORT

Pensioenfondsen kunnen het beste kiezen voor een brede spreiding met minder liquide categorieën, deels met reële elementen.

Als een pensioenfonds de huidige pensioenfondsambities na kan komen, zijn opwaarts potentieel en het nemen van beleggingsrisico niet noodzakelijk.

De contractkeuze speelt een zeer beperkte rol in het verschil in beleggingskeuzes, al is de solidaire regeling wellicht iets risicovoller.

Illiquide beleggingen zullen ook bij de flexibele pensioenregeling een voorname rol gaan spelen, anders dan in de huidige DC-markt.

# De Blauwe Fabel

Door *Hans Amesz*

Aan de binnenkant van de voorflap van het boek staat een overzicht van belangrijke geldstromen in de ruim 100-jarige geschiedenis van de KLM. Daaruit blijkt dat de luchtvaartmaatschappij talloze keren financieel door de overheid is gered. Af en toe werd er wel winst gemaakt, maar vanaf het begin blijken er subsidies nodig te zijn geweest om het bedrijf niet failliet te laten gaan. Enkele voorbeelden: honderden miljoenen gulden staatssteun tijdens de oliecrisis van midden jaren zeventig, twintig jaar later nog eens honderden miljoenen staatssteun vanwege de prijzenslag op de trans-Atlantische route en vanaf 2020 miljarden euro's NOW (Noodmaatregel Overbrugging Werkgelegenheid), belasting- en overheidssteun als gevolg van de COVID-19-pandemie.

Volgens Ties Joosten, Onderzoeksjournalist voor de website Follow the Money, profiteert de KLM keer op keer van de Nederlandse liefde voor de zwaan, het symbool van de KLM. Geen industrie wordt volgens hem zo gedomineerd door avontuur, romantiek en

patriottisme als de luchtvaart. Geen bedrijf maakt Nederlanders trotser dan de KLM. Onze Koninklijke Luchtvaartmaatschappij zou zelfs aan de basis staan van het succes van de BV Nederland.

In 'De Blauwe Fabel' wordt betoogd dat dit beeld niet op solide feiten is gebaseerd. Nu de klimaatcrisis de toekomstperspectieven van het luchtvaartbedrijf langzaam maar zeker doet vervagen, is het tijd om de oude zwaan recht in de ogen te kijken. Er moet, aldus Joosten, minder romantisch en meer zakelijk naar de KLM, nu Air France KLM, worden gekeken. De tijd van ongebreidelde groei is voorbij.

Een radicaal andere koers is nodig. Krimp van de KLM, minder slots op Schiphol, geen automatische overheidssteun, belasting op kerosine, vliegen duurder maken en meer betalen naarmate je meer vliegt. De zwaan is, schrijft Joosten, afhankelijk van ons en niet andersom. Zolang we dat niet inzien, zal de structurele hervorming, die nodig is om haar weer van waarde te laten zijn, uitblijven. De zwaan zal daardoor als een maintenee blijven teren op de portemonnee van de belastingbetaler.



**Ties Joosten**  
De Blauwe Fabel  
Follow the Money  
ISBN: 9789083196015

# Wagen en Winnen

Door *Hans Amesz*

In 1959 wordt in de buurt van Slochteren een enorm aardgasveld ontdekt onder de Groningse bodem. Experts denken al gauw dat ook onder de aangrenzende Noordzee aanzienlijke olie- en gasvoorraden liggen die in de toekomst winbaar zouden kunnen zijn. Als dat zo blijkt te zijn, storten bestaande en nieuwe bedrijven zich binnen de kortste keren op de olie- en gaswinning. Zo groeit Nederland na de oliecrisis uit tot een van de belangrijkste offshore-landen ter wereld.

Die positie is volgens 'Wagen en Winnen' (met als ondertitel: De Nederlandse Offshore-Industrie, Pionier in Energietransitie) te danken aan een krachtig cluster van toeleveranciers: innovatieve bedrijven die in opdracht van de grote energiemaatschappijen platforms, transformatorstations en windmolens bouwen, transporteren, onderhouden en na gebruik ook weer opruimen. De offshore-

industrie is niet alleen uitgegroeid tot de ruggengraat van het Nederlandse maritieme cluster, maar zij vervult ook een internationale spilfunctie in de energietransitie. De Noordzee wordt door de oud-Secretaris-Generaal van NOGEPA (Nederlandse Olie en Gas Exploratie en Productie Associatie) omschreven als energietuin van de toekomst.

Dat plaatst Nederland in de komende decennia op de eerste rang. Waar staan de offshore-toeleveranciers op dit moment? Welke mogelijkheden, uitdagingen en verwachtingen zijn er? En wat heeft de sector nodig om daarop in te kunnen spelen? Uit de ervaringen van vijftig jaar offshore-geschiedenis, die in 'Wagen en Winnen' mooi beschreven en geïllustreerd zijn, kan worden geconcludeerd dat de toekomst van de offshore-energie-industrie wordt bepaald door de energietransitie en dat die industrie daar, net als bij de transitie van kolen naar olie en gas, zeker op in weet te spelen.



**Joke Korteweg en Frits Loomeijer**  
Wagen en Winnen  
Balans  
ISBN: 9789463821841

# A Brief History of Inequality

Door Joost van Mierlo

Met zijn boek 'Capital in the Twenty-First Century' werd de Franse econoom Thomas Piketty op slag wereldberoemd. In dit vuistdikke boek maakte hij duidelijk dat de ongelijkheid onder normale omstandigheden blijft stijgen. Het rendement van vermogen is nu eenmaal hoger dan de gemiddelde loonstijging.

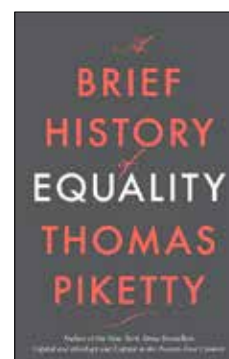
Alleen in uitzonderlijke omstandigheden, zoals oorlogen, was er sprake van uitzonderingen. In zijn nieuwe boek gaat Piketty feitelijk nog een stap verder. Om de gelijkheid toe te laten nemen, is er een nieuwe oorlog nodig. De bezittende klasse zal nu eenmaal niet zonder slag of stoot de voorrechten opgeven, die zij bezit.

Het klinkt allemaal een beetje als Karl Marx in de 21-ste eeuw. En Piketty presenteert zichzelf, overigens niet voor de eerste keer, ook als een onvervalste socialist. Maar wel een die zijn geschiedenis kent natuurlijk. Hij is zich terdege bewust van het mislukte socialistische experiment in Rusland.

Piketty heeft een 'gedecentraliseerd' socialisme voor ogen. Met behulp van een progressieve inkomstenbelasting en, vooral, een fikse erfbelasting, kan de overheid voor de diensten zorgen die tot grotere gelijkheid in de samenleving leiden.

Hij maakt daarvoor een onderscheid tussen 'formele gelijkheid' en 'echte gelijkheid'. Voor de wet zijn de meeste mensen, in ieder geval in westerse samenlevingen, gelijk. Maar als gevolg van de verschillen in rijkdom – Piketty focust op bezit in plaats van inkomen – blijven de verschillen onverminderd groot. Gratis onderwijs voor iedereen en welk onderwijs dan ook, is een van de oplossingen.

De westerse sociaaldemocratieën van de jaren zeventig komen het dichtst bij het ideaalbeeld van Piketty. Ze zijn volgens hem het enige acceptabele antwoord op het ondemocratische socialisme dat China voorstaat. Maar het liefst zou de econoom verder gaan richting zijn ideaalbeeld. Maar daar is dus een oorlog voor nodig.



**Thomas Piketty**  
A Brief History of  
Inequality  
The Belknap Press  
ISBN: 9780674273559

# The Journey of Humanity

Door Joost van Mierlo

Voor lezers die de tijdshorizon van Piketty, van grofweg enkele eeuwen, wat kortademiq vinden, is er gelegenheid om hun hart op te halen bij 'The Journey of Humanity' van de Israëlische auteur en econoom Oded Galor. Ook Galor hecht belang aan onderwijs. Beter onderwijs is de dominante verklaring voor de opmerkelijke stijging van rijkdom en ongelijkheid in de recente geschiedenis.

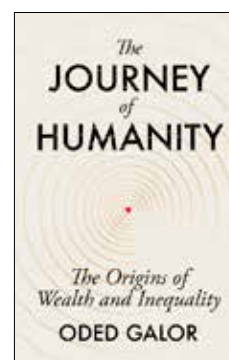
Galor heeft naar verluidt ruim dertig jaar aan het boek gewerkt. Een van de grote uitdagingen was om het boek kort te houden. Mensen hebben nu eenmaal een steeds korter wordende attentiespanne.

Het is een verhelderend boek. Galor is in staat om verrassende voorbeelden te presenteren. De zangers Fats Domino en Chuck Berry zijn bijvoorbeeld cruciaal als het gaat om de strijd voor rassengelijkheid in de Verenigde Staten. Veel jonge blanke mannen

waren immers gecharmeerd van hun muziek. Het accepteren van zwarte Amerikanen hielp de multiculturele samenleving, volgens Galor noodzakelijk voor ware progressie.

Zoals gezegd, onderwijs is de doorslaggevende factor. Alleen door goed onderwijs staan mensen open voor noodzakelijke innovatie. Het helpt bovendien bij het zorgen voor gelijke rechten voor mannen en vrouwen, voor openheid en het accepteren van elkaars verschillen.

Ergens schrijft Galor over witte en zwarte motten, waarbij de laatsten, na de Industriële revolutie, snel aan belang wonnen. Als gevolg van de uitstoot vanuit schoorstenen waren de zwarte motten aanvankelijk in de minderheid, maar binnen een mum van tijd werden ze de overheersende variant, omdat ze minder opvielen en daardoor lastiger te vinden waren voor natuurlijke vijanden. Bij mensen gaat het allemaal wat minder snel, maar het principe is hetzelfde. De voor innovatie openstaande mens is nu eenmaal superieur.



**Oded Galor**  
The Journey of  
Humanity  
The Bodley Head  
ISBN: 9781847926913

# Moeten we niet verder vooruitkijken?

**Een 80-jarige man werd op 24 april aangehouden voor het stelen van voedsel in een supermarkt. De man bleek het niet te redden met zijn AOW. Is dit een incident of een signaal van een breder, structureel probleem?**

Het idee achter ons pensioenstelsel is dat ouderen na hun pensionering niet in een financieel gat vallen. AOW is het basispensioen dat aangevuld wordt met een pensioenvoorziening die een werknemer opbouwt gedurende zijn of haar werkzame leven. Het is maar de vraag of AOW, aangevuld met een pensioen, voldoende is om in de toekomst dat financiële gat voor een gepensioneerde te voorkomen.

In de discussies die er over de Wet Toekomst Pensioenen worden gevoerd, voert het vraagstuk over de opbouw en het gebruik van de reserve, naast de contractkeuze, de boventoon. Waarom benoemen we de ingebouwde en voorzienbare problemen voor de toekomstige gepensioneerden niet?

In het advies van de Raad van State over de Wet Toekomst Pensioenen (gepubliceerd op 30 maart 2022) wordt de logica voor een vernieuwing van ons pensioenstelsel onderbouwd, wijzend op de veranderingen op de arbeidsmarkt – met onder andere meer zzp'ers – en in de maatschappij. Met betrekking tot dat laatste wordt het verlies aan vertrouwen in het huidige stelsel in de afgelopen jaren naast de vergrijzing als de belangrijkste reden genoemd.

De hoogte van een toekomstig pensioen wordt in belangrijke mate bepaald door de premie-inleg, het salaris van de werknemer en de beleggingsresultaten. De beleggingsresultaten van de pensioenfondsen waren de laatste 30 jaar redelijk stabiel en volgens een aantal analyses ook redelijk vergelijkbaar met elkaar: zo'n 7% per jaar. Het zou voor het bepalen van de dekkingsgraad mijns inziens overigens een betere maatstaf zijn geweest om (een percentage van) de historische rendementen te nemen

dan de lange rente. Maar dat terzijde, want dat is in het nieuwe stelsel vrijwel een gepasseerd station.

Wat geen gepasseerd station is, is dat voor de meeste werknemers al sedert enige jaren geldt dat de pensioenpremie-inleg van de werkgevers aanzienlijk is afgenomen. Bovendien geldt dat voor degenen die niet onder een CAO vallen, de pensioenpremie-inleg door werknemers niet verplicht is. Die groep zal, naar alle waarschijnlijkheid, ook nog eens groeiende zijn. En dat is niet de enige reden waarom toekomstige gepensioneerden een voorspelbaar tekort gaan krijgen om in hun levensonderhoud te voorzien. Naast de totale premie-inleg voor hun pensioenen, die voor vrijwel alle werknemers in de afgelopen jaren dus gedaald is, speelt de basis voor de premie-inleg, te weten het werknemersinkomen, een bepalende rol voor de hoogte van het toekomstige pensioen.

Ik heb in mijn eerdere columns al eens gerefereerd aan studies van het IMF en de OECD waarin wordt gewezen op de onontkoombare scheefgroei in inkomensverdeling als gevolg van technologische ontwikkelingen. Hun analyse geeft aan dat een afnemend deel van de beroepsbevolking werkzaam is in sectoren met een hoge productiviteitsgroei en een groeiend deel in sectoren met een lage productiviteitsgroei. Ergo, een steeds groter deel van de beroepsbevolking kan geen sterke inkomensgroei verwachten. Het betreft bovendien een groeiende groep van werkzame burgers die, in economische zin, eigenlijk niet of nauwelijks meer het hoofd boven water kan houden.

Niemand heeft een kristallen bol, maar indien er zulke sterke aanwijzingen zijn dat een (groot) deel van de toekomstige gepensioneerden een voorzienbaar ontoereikend pensioen gaat krijgen, moeten we dit dan niet bespreekbaar maken? Of gaan we dat pas doen als AOW'ers de nieuwe winkeldieven zijn geworden? ■



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



# Hilko de Brouwer

## Van Blue Sky Group naar ODDO BHF Asset Management



**2003**  
CFA Programma  
**1996**  
Master Economie,  
Universiteit Maastricht  
**1971**  
Geboren in Utrecht

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

Het bevalt enorm goed! In dit geval komt er wel meer bij kijken dan alleen een andere werkgever. Ik ben verhuisd naar Frankfurt am Main en ben over de landsgrenzen heen actief met teams op diverse locaties.

### **U begon uw carrière bij ABN AMRO. Wat heeft u daar gedaan en wat heeft u daar geleerd?**

ABN AMRO was de beste leerschool die ik me kon wensen. Ik ben gestart als trainee in de dealingroom en werd voor mijn eerste baan naar Frankfurt am Main gestuurd. In die zin ben ik dus weer terug waar het begon! In de jaren daarna heb ik me vooral gericht op de structurering van institutionele beleggingsportfeuille's.

### **Daarnaast heeft u gewerkt bij Kempen Capital Management, Robeco en Blue Sky Group. Kunt u**

### **aangeven welke kennis u op deze werkplekken heeft opgedaan?**

Dat is een pad geweest van inhoud naar meer vaardigheden. De tijd bij Kempen Capital Management zal me altijd bijblijven: een ambitieuze organisatie die zijn weg zocht tussen de grote vermogensbeheerders. Dat mocht ik ook ervaren bij Robeco, met een sterk platform voor beleggingsonderzoek en -toepassingen. Blue Sky Group was een mooie gelegenheid om deel uit te maken van een managementteam, met alle uitdagingen van dien. Uiteindelijk denk ik dat goede basiskennis belangrijk is, evenals een team van goede mensen die het verschil maken.

### **Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met ODDO BHF Asset Management?**

De dynamiek van de financiële markten buiten Nederland heeft me altijd aangetrokken, dus ik ben bewust op zoek gegaan naar een speler met veel toekomstig potentieel en een sterke cultuur. Na het eerste gesprek wist ik al dat dit de juiste keuze was.

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

Mijn verantwoordelijkheid strekt zich uit over alle markten, zowel institutioneel als wholesale. De inhoudelijke kennis die ik heb opgedaan, is nu hoogst relevant, ook om verbanden tussen landen en segmenten te zien.

Daarnaast is een internationale werkomgeving een mooie uitdaging. Ik ben een van de weinige Nederlanders en spreek dagelijks drie talen.

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

Absoluut, ik ben toch verder weg van vrienden en familie. Ik heb lokale contacten, maar moet weer een nieuwe weg zoeken. De fijne collega's compenseren geheel voor dit ongemak. Vandaar ook mijn bewuste keuze voor ODDO BHF Asset Management.

### **Wat verwacht u als Global Head of Sales bij ODDO BHF Asset Management te verwezenlijken?**

De karakteristieken van dit bedrijf zijn tegenwoordig uniek te noemen: een leidende, onafhankelijke vermogensbeheerder in Europa, met een DNA van ondernemerschap, innovatie en duurzaamheid. Het is een bank van serieuze omvang in handen van de familie Oddo en het eigen personeel. De ondernemende cultuur wortelt in zowel Frankrijk als Duitsland. Mijn bijdrage zal volledig gericht zijn op het verder neerzetten van een succesvolle pan-Europese speler met een basis die aantrekkelijk is voor alle beleggers door sterke resultaten en aantrekkelijke strategieën. Dat geldt voor liquide en private assetstrategieën. Op de Nederlandse markt zijn we minder bekend, maar daar gaat wat mij betreft snel verandering in komen.

### **Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?**

Prima. Ik ben in de basis bescheiden en heb geen grootse doelen anders dan mijn werk goed doen tot de tevredenheid van klanten. Ik werk gewoon graag met inspirerende mensen om van iedere dag een nieuwe kans te maken. ■

**Silva Deželan**

is benoemd tot Executive Management Board Member bij Stafford Capital Partners. Ze is daar tevens actief als ESG Director.

**Frank Meijer**

is aangesteld als Global Head of Alternative Fixed Income & Structured Finance bij Aegon Asset Management. Hij is al sinds 2005 werkzaam voor het bedrijf.

**Arnold Gast**

gaat aan de slag als Vice-Voorzitter in de Raad van Toezicht van Dynamic Credit. Hij vervult deze rol naast zijn werk bij Shell Pensioenbureau Nederland.

**Sylvia van de Kamp-Vergeer**

is aangesteld als Managing Director External Strategy Management bij APG Asset Management. Ze was daar al sinds 2018 werkzaam.

**Robert Scheer en Hao Wang**

zijn toegevoegd aan het direct lending-team van M&G.

**Marc Vijver**

is toegetreden tot de Raad van Toezicht van BPF Vlees, Vleeswaren, Gemakvoeding en Pluimveevlees (VLEP).

**Maria Molenaar**

is benoemd tot Voorzitter van de Raad van Commissarissen van Altera Vastgoed NV.

**Robert-Jan van Hoorn**

is aangetreden als Directeur van Privium Fund Management. Hij werkte daar al sinds 2016.

**Bernd Streefkerk**

is benoemd tot Portfolio Manager bij ASR Real Assets Investment Partners.

**Rogier Potter van Loon**

is begonnen als Senior Behavioral Economist bij TKP Pensioen. Hiervoor vervulde hij bij Aegon dezelfde functie.

**Gayle van Beeten-Rizwan**

is aangesteld als Senior Associate Investments bij Willis Towers Watson.

**Gerben Voogd**

is overgestapt van MN naar Blue Sky Group voor de functie van Accountmanager.

**Erwin Blom**

is benoemd tot Senior Financial and Impact Risk Manager bij Triodos Investment Management.

**Lotte Timmermans**

gaat aan de slag als Analyst bij Juno Investment Partners.

**Lilian ter Doest**

is begonnen als Senior Consultant Real Estate & Infrastructure bij ASR Real Assets Investment Partners.

**Sebastian Kho**

is benoemd tot Senior Portfolio Manager bij ASR Real Assets Investment Partners. Hij komt over van Sweco.

**Marcel Prins**

is aangesteld als Chief Operating Officer bij Robeco.

**Sirinda Flik**

versterkt het Institutioneel Relatiebeheerteam van BlackRock in Nederland als Vice-President. Hiervoor werkte ze bij Northern Trust Asset Management.

**Marloes Foudraine**

is begonnen als Divisional Treasurer Challenger & Growth Markets bij ING. Ze werkt daar sinds 2019.

**Barbara Maltha-Koppelman**

is aangetreden als Principal van het Amsterdamse kantoor van Hodes Weill.

**Robert Bakker**

gaat aan de slag als Senior Woordvoerder bij APG.

**Ivo Frielink**

is toegetreden tot de Executive Board van Robeco, waar hij sinds 2020 Managing Director - Regional Business Manager Asia Pacific is.

**Raymond van Wijnen**

is aangesteld als Senior International Wealth Manager bij Banque Thaler in Zürich. Hij werkte hiervoor bij Van Lanschot Kempen.

**Daniëlle Geelen**

is benoemd tot Legal & Regulatory Consultant bij Charco & Dique. Ze komt over van InsingerGilissen.

**Mark Irwin**

maakte de overstap van TKP Pensioen naar Ortec Finance, waar hij is aangesteld als Specialist Pensioenakkoord.

**Maarten Blacquièrè**

is begonnen als Chief Finance & Risk Officer van APG Groep.

**Bernard ter Haar**

is aangetreden als Voorzitter van de Stichting Pensioenregister. Hij heeft onder meer bij de ministeries van Financiën, Sociale Zaken en Infrastructuur gewerkt.

**Marcel Hulsegge**

is toegetreden tot het bestuur van Pensioenfonds Zuivel. Hij is daarnaast sinds 2012 Bestuurslid van PMT.

**Jelle Ritzerveld**

is benoemd tot Hoofd Staf en Transformatie van Aegon Nederland en wordt tevens niet-statutair lid van het MT. Hij is daar al sinds 2017 werkzaam.

**Ronald Wuijster**

is herbenoemd als Lid van de Raad van Bestuur van APG Groep. Hij blijft daarnaast actief als Directievoorzitter van APG Asset Management.

**David Looijshelder**

gaat aan de slag als Business Development Manager bij Baillie Gifford. Hij komt over van Fidelity International.

**Check onze website voor meer informatie over deze én andere moves:**



### Seminar 'Duurzaam Beleggen in Real Assets'

Datum: 21 juni 2022 – 14.00-17.00 uur

Locatie: De Burcht, Amsterdam

In hoeverre kunnen Real Assets bijdragen aan de Road to Net Zero? Hoe kan met Real Assets de energietransitie worden versneld?

Hoe stel je de optimale verdeling vast over de verschillende beleggingscategorieën in een Real Assets-portefeuille? In hoeverre speelt duurzaamheid daarbij een rol?

Wat zijn de lessons learned als het gaat om ESG en Real Assets?

Deze en andere relevante actuele vragen staan centraal tijdens de educatieve bijeenkomst over 'Duurzaam beleggen in Real Assets' op **dinsdagmiddag 21 juni 2022 van 14.00 tot 17.00** uur in Amsterdam.

De middag zal worden geleid door **Norbert Bol**, Oprichter van adviesbureau Building Values en Interim Manager Real Assets bij Blue Sky Group.

Deelname aan het seminar is gratis en staat open voor buyside beleggingsprofessionals, zoals fund selectors en investment advisors die werkzaam zijn voor pensioenfondsen, fiduciar managers, family offices, consultants, banken, verzekeraars en onafhankelijke asset managers.

### Programma:

**13.30-14.00 uur: Koffie & Registratie**

**14.00 uur: Welkom & Inleiding**

**Norbert Bol**, Oprichter, Building Values, en Interim Manager Real Assets, Blue Sky Group

**14.10 uur: Presentatie Kempen Capital Management**

**Robin Schouten**, Executive Director Fiduciair Management, Kempen Capital Management

**14.40 uur: Presentatie Natixis Investment Managers**

**Raphaël Lance**, Head of Mirova Energy Transition funds, Mirova (an affiliate of Natixis IM)

**15.10 uur: Presentatie abrdrn**

**Georgie Nelson**, Head of Real Estate - ESG, abrdrn

**15.40 uur: Pauze**

**16.00 uur: Presentatie Dynamic Credit (Partner of BNP Paribas Asset Management)**

**Jasper Koops**, Head of Portfolio Management, en **Bouwe Kuik**, CEO Direct Lending Netherlands, Dynamic Credit (Partner of BNP Paribas Asset Management)

**16.30 uur: Paneldiscussie over de vraag hoe Real Assets kunnen bijdragen aan de Road to Net Zero**

- **Peter van den Tol**, Senior Advisor Impact Investing & Responsible Investing in Real Assets, MN
- **Marieke van Kamp**, Head of Private Markets, Investment Office, NN Group
- **Paul Oremus**, Country Manager & Manager Dutch Funds, CBRE Investment Management

**17.00 uur: Einde seminar met aansluitend een hapje & een drankje**

### In samenwerking met:



De duurzame belegger voor een wereld in verandering



**Actual  
investors  
think in  
decades.**

**Not quarters.**