

FINANCIAL INVESTIGATOR

CLIMATE CHANGE: THE MAJOR QUESTIONS FACING INVESTORS

PETER IN DE RIJP AND EVA CAIRNS,
ABERDEEN STANDARD INVESTMENTS

*Gevolgen van COVID-19-pandemie
nog jarenlang merkbaar*
Prof. Carol Propper, Imperial College London

Ronde Tafel
Private Debt & Alternative Credit

Paneldiscussie
Beleggen onder het
Nieuwe Pensioencontract

**SCHAATS
VOOR KIKA**
OP DE WEISSENSEE

Kika
kinderenkankervrij



SCHAATS DE ALTERNATIEVE ELFSTEDENTOCHT VOOR KINDEREN MET KANKER!

25 JANUARI 2022



BEELDEN: @FOCUSBYHANNEKE

KIJK OP
SCHAATSVOORKIKA.NL

HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

Hans Ames, René Bogaarts, Wim Groeneveld,
 Baart Koster, Joost van Mierlo, Daan Nijssen,
 Jan Jaap Omvlee en Lies van Rijssen.

RAAD VAN ADVIES

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

REDACTIERAAD

Michiel Cleij
 Hellen Goorse
 Jacqueline van Leeuwen
 Philip Menco

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Rik Albrecht, Tim Barlage, Cees Harm van den Berg, Elisa Bontrop, Peter Borgdorff, Roland van den Brink, Eva Cairns, Trevor Castledine, Gaurav Chatley, Gitta Coenen, Raquel Criado Larrea, Han Dieperink, Menno van den Elsaker, Twan van Erp, Bruno de Haas, Jochen Harkema, Jacco Heemskerck, Michael Heemelaar, Natalie Howard, Thijs Jochems, Joshua Kendall, Wouter Koelewijn, Andy Langenkamp, Robert Leenes, Erik Leseman, Karlijn van Lierop, Calum Macphail, Bas van Marissing, René van der Merwe, Narina Mnatsakanian, Arjen Monster, Rishma Moennasing, Jitzes Noorman, Steven Osborne, Carol Propper, Pim Rank, James Reynolds, Hans de Ruiters, Job de Ruiters, Peter in de Rijp, Markus Schaan, Gert-Jan Sikking, Jelena Stamenkova van Rump, Philip Tan, Vincent Triesschijn, Martine Vissers, Victor van Will, Anton Wouters, Qian Zhang en Evert van Zwol.

FOTOGRAFIE

Mark van den Brink photography
 Kees Rijken Fotografie
 Cor Salverius Fotografie

OPMAAK

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

DRUK EN DISTRIBUTIE

Scope Business Media in samenwerking met PreVision

ADVERTENTIES

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

UITGEVER

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

ABONNEMENTEN

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

DISCLAIMER

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



Foto: Ruben Eshuis Photography

Jolanda de Groot / Hoofdredacteur

'Staatsleningen die in 2050, 2070 of pas in 2120 expireren, worden moeiteloos door de markt opgenomen, maar daarbij lijkt bijna niemand te letten op de risico's van klimaatverandering voor de emitterende landen. Het niet inschatten, openbaar maken en beheersen van klimaatrisico's kan in de toekomst ernstige problemen veroorzaken', stelt Thom Wetzer, Directeur van het Oxford Sustainable Law Programme in een toelichting op het onlangs in het wetenschappelijke tijdschrift Nature gepubliceerde artikel dat hij samen met Arjuna Dibley en Cameron Hepburn schreef. Sinds het uitbreken van de coronapandemie is volgens de auteurs wereldwijd voor 662 mrd euro aan staatsleningen met looptijden van dertig tot honderd jaar uitgegeven aan private partijen. In driekwart van de prospectussen van alle langlopende leningen werd met geen woord gerept over klimaatrisico's.

Klimaatverandering heeft behoorlijke implicaties voor beleggers. De transitie naar een economie met een CO₂-uitstoot van 'net zero' is geen gemakkelijke weg. Peter in de Rijp, Head of Distribution Netherlands, en Eva Cairns, Senior ESG Investment Analyst bij Aberdeen Standard Investments gaan in het coververhaal in op de belangrijkste vraagstukken waarmee beleggers zich geconfronteerd zien als het gaat om de klimaatverandering. Volgens hen is scenarioanalyse een belangrijke tool om de risico's te managen, maar ook om te identificeren waar kansen liggen.

Uit het verslag van de Ronde Tafel over ESG & Impact Investing na COVID-19 komt naar voren dat de pandemie de vooruitgang van impactbeleggen zal versnellen en de interesse erin zal vergroten. Met name met vastrentende waarden kan impact worden gemaakt, misschien wel meer dan in andere asset classes, aldus een van de Ronde Tafel-deelnemers.

Nu de vastrentende markten worden gekenmerkt door lage rendementen en krappe spreads, wenden veel institutionele beleggers zich tot alternatieve creditstrategieën om het rendement te verhogen en het risico te diversifiëren. Reden genoeg om hier dieper in te duiken. Private debt staat bijvoorbeeld steeds meer in de belangstelling van institutionele beleggers en deze asset class is goed op weg om helemaal mainstream te worden.

Wat maakt deze vorm van alternative fixed income zo interessant? En in welke richting ontwikkelt de markt zich? Experts geven hun kijk op de ontwikkelingen binnen private debt tijdens een Ronde Tafel.

En dan het Nieuwe Pensioencontract (NPC). Met het nieuwe Pensioenakkoord is het startschot gegeven voor een ander contract. De uiteindelijke uitwerking van wet- en regelgeving moet nog worden afgewacht. Om de overstap naar het nieuwe pensioenstelsel goed te laten verlopen, is in elk geval een transitieperiode gedefinieerd. Op weg naar het NPC, dat uiterlijk op 1 januari 2026 in moet gaan, staan pensioenfondsen voor complexe keuzes.

Dat geldt ook voor het beleggingsbeleid. Tijdens de onlangs gehouden live uitzending voor pensioenfondsen over 'Beleggen onder het NPC' wierpen deelnemers aan de paneldiscussie hun licht op onder meer de toekomst van de rentehedge, de dynamiek in de strategische asset allocatie van pensioenfondsen, de gevolgen van het loslaten van de leenrestrictie en de hechtheid van de relatie tussen de risicobereidheid en de beleggingsmix. Daarnaast besteedt Financial Investigator in deze editie wederom ruime aandacht aan andere facetten die verband houden met de invoering van het NPC.

In deze editie komen natuurlijk ook de gevolgen van de COVID-19-pandemie aan bod. Financial Investigator sprak daartoe onder andere met Carol Propper, Hoogleraar Public Economics aan het Imperial College in Londen. Daarbovenop treft u zoals gebruikelijk nog een keur aan van andere interessante interviews, columns en artikelen.

Ik wens u veel leesplezier!

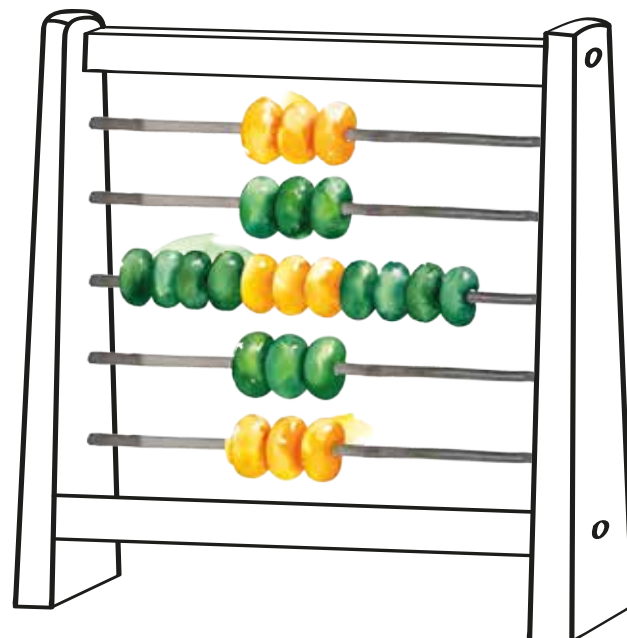
Pensioenfondsseminar 'Duurzaam beleggen in Real Assets'

23 juni 2021, 14:00 – 16:00 uur
 Locatie: CBRE B.V. | Capital Advisors, Amsterdam

Educatieve bijeenkomst voor pensioenfondsbestuurders en bestuursbureaus:
 Maatschappelijk Verantwoord Beleggen in Real Assets onder het Nieuwe Pensioencontract.

Diverse experts komen aan het woord, onder leiding van dagvoorzitter **Wietse de Vries** (Partner, Almazara | Real Assets Advisory).

Meer info en registratie: <https://www.financialinvestigator.nl/nl/seminar-23-juni>



Ontdek waarom steeds meer obligatiebeleggers overstappen op green bonds

Onze green bonds doen niet onder voor reguliere obligatiestrategieën

Green bonds met de juiste grondslag leveren een meetbare positieve bijdrage aan doelen zoals het tegengaan van klimaatverandering. Een belangrijke reden waarom meer en meer obligatiebeleggers onze toonaangevende green bonds aan hun portefeuilles toevoegen.

Lees meer over groene obligaties
op nnip.com



**NN investment
partners**

You matter

Deze publicatie is uitsluitend bedoeld voor MiFID professionele beleggers. Deze publicatie is uitsluitend opgesteld ter informatie en is geen aanbod noch een uitnodiging om effecten of een ander beleggingsproduct te kopen of verkopen of om deel te nemen in een handelsstrategie noch het verlenen van een beleggingsdienst noch beleggingsresearch. Hoewel de inhoud van dit document met de meeste zorg is samengesteld en is gebaseerd op betrouwbare informatiebronnen, wordt er geen enkele uitdrukkelijke of impliciete garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid of volledigheid van de informatie. De informatie in deze publicatie kan zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. NN Investment Partners B.V., NN Investment Partners Holdings N.V., noch enig andere vennootschap of onderdeel dat behoort tot de NN Group, noch een van haar bestuurders of werknemers aanvaarden enige aansprakelijkheid of verantwoordelijkheid met betrekking tot de hierin opgenomen informatie. Het gebruik van de informatie in deze publicatie is op eigen risico. Het is niet toegestaan dit document te vermenigvuldigen, reproduceren, distribueren, verspreiden of tegen vergoeding beschikbaar te stellen aan derden, zonder de voorafgaande uitdrukkelijke, schriftelijke, toestemming van NN Investment Partners B.V. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Deze publicatie is niet bestemd voor US Persons als gedefinieerd in Rule 902 van Regulation S van de United States Securities Act of 1933, en mag niet gebruikt worden voor het werven van investeringen of inschrijven op effecten in landen waar dit niet is toegestaan door de lokale toezichthouder of wet- en regelgeving. Op deze disclaimer is Nederlands recht van toepassing.

Coververhaal

- 12 Climate change: The major questions facing investors**, Interview met Peter in de Rijp en Eva Cairns, Aberdeen Standard Investments

Thema (Alternative) Fixed Income

- 20 Ronde Tafel Private Debt & Alternative Credit**, Wim Groeneveld
- 29 Alternative Credits en de beloning voor illiquiditeit**, Harry Geels
- 32 De uitdagingen van direct lending worden langzaam overwonnen**, tafelgesprek met Martine Vissers, AF Advisors, Philip Tan, Polestar Capital en Hans de Rooter, Pensioenfonds TNO, Harry Geels
- 36 Private debt vereist toegewijde aandacht**, Wim Groeneveld
- 40 Fallen Angels bieden interessante kansen na crisis**, M&G Investments
- 42 De Chinese obligatiemarkt is groot, onontdekt en aantrekkelijk**, Pictet Asset Management

Thema het Nieuwe Pensioencontract

- 46 Paneldiscussie 'Beleggen onder het Nieuwe Pensioencontract'**, Baart Koster
- 54 Stop met het werken in silo's onder het Nieuwe Pensioencontract**, KPMG Advisory
- 60 Is het Nieuwe Pensioencontract toch nominaal van aard?**, BMO Global Asset Management

Wetenschap en praktijk

- 8 Gevolgen van de COVID-19-pandemie blijven nog jarenlang merkbaar**, Interview met Prof. Carol Propper, Imperial College London, Joost van Mierlo
- 16 Het doet ertoe welke steen je gaat verleggen en hoe je dat doet**, Interview met Peter Borgdorff, Lies van Rijssen
- 44 Pensioensector heeft COVID-19 doorstaan en is klaar voor de toekomst**, Interview met Jacco Heemskerk, Willis Towers Watson, Wim Groeneveld
- 62 Europa als veilige haven tussen China en de Verenigde Staten?** ECR Research



Climate change: The major questions facing investors
12



Gevolgen van de COVID-19-pandemie blijven nog jarenlang merkbaar
8



Paneldiscussie 'Beleggen onder het Nieuwe Pensioencontract'
46



Ronde Tafel Private Debt & Alternative Credit
20

RONDE TAFELS 2021

- RONDE TAFEL ACTIVE & PASSIVE INVESTING: 11 MEI
- RONDE TAFEL VASTGOED: 24 JUNI
- RONDE TAFEL CLIMATE CHANGE, CLIMATE RISK & TRANSITION RISK: 30 JUNI
- RONDE TAFEL BELEGGEN ONDER HET NIEUWE PENSIOENCONTRACT: 15 SEPTEMBER

SEMINARS 2021

- PENSIOENFONDSSEMINAR DUURZAAM BELEGGEN IN REAL ASSETS ONDER HET NIEUWE PENSIOENCONTRACT: 23 JUNI
- SEMINAR ESG, IMPACT INVESTING AND IMPLEMENTATION OF THE SDGS: 9 SEPTEMBER
- PENSIOENFONDSSEMINAR KLIMAATVERANDERING, KLIMAATRISICO EN TRANSITIERISICO: 1 NOVEMBER
- SEMINAR HOW TO BUILD A FUTURE PROOF (ALTERNATIVE) FIXED INCOME PORTFOLIO: 11 NOVEMBER

- 64 **Het failliet van de verouderde economische groeipolitiek**, Thijs Jochems
- 68 **Ronde Tafel ESG & Impact Investing na COVID-19**, Hans Amesz

Gesponsord

- 50 **Life cycle-benadering in het nieuwe pensioenstelsel**, Interview met Anton Wouters, BNP Paribas Asset Management, Jan Jaap Omvlee
- 56 **Transitie-FTK: Ingewikkelde route naar meer vrijheid?**, Interview met Arjen Monster, NN Investment Partners, Wim Groeneveld

Columns

- 19 **CFA Society VBA Netherlands:** Over chocoladevla, kinderopvang en zombies
- 35 **IVBN:** Een passende en betaalbare woning voor iedereen
- 39 **Han Dieperink:** Duurzaamheid: de korte versus de lange termijn
- 53 **Pim Rank:** Individueel vermogensbeheer: de AFM slijpt de messen
- 59 **Bruno de Haas:** Dwang en drang van de Europese Centrale Bank

Rubrieken

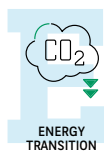
- 77 On the move special: **Robert Leenes**
- 78 Boeken
- 80 On the move kort

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



DUURZAAMHEID STAAT CENTRAAL BIJ AL ONZE BELEGGINGSBESLISSINGEN

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



De drie E's van BNP Paribas Asset Management

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



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



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

Ons commitment voor duurzaamheid

Wij zien onszelf als beleggers die de wereld willen vormen: *future makers*. Wij zetten onze beleggingen — en onze invloed bij bedrijven en overheden — in voor een economie met een lage CO₂-uitstoot in een wereld die goed en gezond is voor de huidige én voor komende generaties. Wij zijn *future makers*.

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

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



**BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT**

**De vermogensbeheerder
voor een wereld
in verandering**

Fidelity International en Moonfare bundelen hun krachten

Fidelity International neemt als eerste institutionele belegger een aandelenbelang in Moonfare, het digitale beleggingsplatform voor private marktfondsen. Daarmee krijgen de institutionele en zakelijke klanten van Fidelity International toegang tot strategieën in private markten.

‘Tot nu toe waren private market-fondsen slechts toegankelijk voor een beperkte groep beleggers’, vertelt Christian Staub, Managing Director Europe bij Fidelity International. ‘Door samen te werken met Moonfare willen we de beleggingsklasse democratiseren.’

Moonfare werd in 2016 opgericht en is in 2020 door LinkedIn uitgeroepen tot een van de top 10 Duitse start-ups. Fidelity International neemt een minderheidsbelang en krijgt een plaats in de raad van advies van Moonfare.

Het partnerschap volgt op de recente stap van Fidelity in niet-beursgenoteerd schuldpapier (private credit) en breidt Fidelity’s aanbod in alternatieve beleggingen verder uit, waar het ook al begonnen is met vastgoedfondsen.

Foto: Archief Florentine Hanlo



Tijdens haar studie Finance aan de VU begon zij in 2009, als stagiaire bij Van Lanschot Kempen, met de opdracht een risico/rendement-optimalisatietool te bouwen. Na haar stage werd zij in het Portfolio Management Team verantwoordelijk voor het implementeren van de portefeuilles van institutionele klanten. In 2012 trad ze toe tot het Fiduciair Management Team als verantwoordelijke voor verschillende pensioenfondsen, met specifieke aandacht voor Defined Contribution en het Pensioenstelsel. Sinds 2021 is zij Hoofd Private Client Solutions. Haar team bedient particuliere en semi-institutionele klanten. Ze blijft daarnaast Fiduciair Manager van een aantal pensioenfondsen.

De agenda van Florentine Hanlo

PRIORITEITEN ZAKELIJK

- Mijn nieuwe rol als Hoofd van het Private Client Solutions Team.
- De synergieën met mijn andere rol, Fiduciair Manager voor pensioenfondsen, benutten.
- Luisteren naar de wensen van de klant. Vertaling van de doelstelling in de best passende portefeuille. Uiteraard is het belangrijk dat de klant zich altijd in zijn/ haar portefeuille herkent!
- Communicatie op maat. Ik geloof in de kracht van optimaal communiceren, zodat iemand niet voor verrassingen komt te staan.
- Ons professionele beleggingsproces optimaal inzetten voor semi-institutionele klanten en particulieren.
- De synergieën tussen klantgroepen blijven zoeken. Wat is belangrijk voor de ene klantgroep? Wat kan de andere ervan leren?
- De verbinding zoeken, samen iets nieuws neerzetten waaraan ieder vanuit zijn/ haar kracht kan bijdragen. Ik geloof in samenwerken!

OOK PRIORITEIT

- Onze twee jonge kinderen en álles wat erbij hoort.
- Mijn bestuurswerk voor de Jan Hanlo Essayprijs: in het leven geroepen door mijn tante Barbara Hanlo.
- In mijn agenda voor het weekend net zoveel plannen als doordeweeks, maar dan op sociaal gebied.

Ahold Delhaize Pensioen selecteert Achmea IM als fiduciair manager

Ahold Delhaize Pensioen heeft Achmea Investment Management geselecteerd als haar nieuwe fiduciair manager. Achmea Investment Management levert vanaf 1 juli 2021 de diensten balansbeheer, selectie en monitoring externe managers, maatschappelijk verantwoord beleggen, reporting en liquiditeits- en risicomanagement. Ahold Delhaize Pensioen bedient in totaal meer dan 90.000 deelnemers en heeft een belegd vermogen van ruim € 6,3 miljard. In het selectieproces is Ahold Delhaize Pensioen geadviseerd en begeleid door Sprenkels & Verschuren.

Koninklijke Cosun kiest voor Kempen als fiduciair manager

Stichting Pensioenfonds Koninklijke Cosun (PF Cosun) kiest voor Kempen Capital Management (Kempen) als fiduciair manager. Per 1 april 2021 adviseert Kempen over het totaal belegd vermogen van PF Cosun.

PF Cosun verzorgt de uitvoering van de pensioenregeling van de aangesloten ondernemingen binnen Coöperatie Koninklijke Cosun U.A. (Royal Cosun) en is verantwoordelijk voor ruim 3250 deelnemers met een belegd vermogen van circa € 1,1 miljard.

Charco & Dique: SFDR nog niet ingebed in informatievoorziening

Hoewel de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) op 10 maart 2021 in werking is getreden, is er volgens Charco & Dique nog een hoop werk aan de winkel voor veel ondernemingen. Het adviesbureau voerde een steekproef uit onder 90 financiële instellingen om uit te zoeken in hoeverre ondernemingen erin zijn geslaagd hun informatievoorziening op orde te hebben op het gebied van duurzaamheid en duurzaamheidsrisico's.

De belangrijkste cijfers op een rij:

- Bijna de helft (44,4%) van de onderzochte websites bevatte geen statement over de integratie van duurzaamheidsrisico's.
- 37,8% van de ondernemingen liet niet weten of er ongunstige duurzaamheidseffecten in aanmerking worden genomen bij beleggen.
- De meeste partijen stonden niet te springen om hun producten als lichtgroen of donkergroen aan te merken: slechts 24,1% van de onderzochte ondernemingen gaf op haar website aan een lichtgroen product aan te bieden, slechts 10,8% heeft een donkergroen product in het schap.

BMO GAM: Populariteit Bitcoin ondermijnt overgang naar koolstofarme economie

Beleggers lijken Bitcoin steeds meer als een geloofwaardige beleggingscategorie te beschouwen, meent David Sneyd, duurzaamheidsanalist bij BMO GAM. Maar is Bitcoin ook geschikt voor wie duurzaam wil beleggen? BMO GAM beoordeelt Bitcoin en andere cryptomunten vanuit ESG-oogpunt negatief.

Het oorspronkelijke idee achter Bitcoin, het democratiseren van financiële markten door tussenpersonen te verwijderen, heeft sociale voordelen die passen bij enkele van de SDGs, aldus Sneyd. 'Het verlagen van de kosten voor het overmaken van geld tussen rijkere en armere landen, maakt deel uit van de SDGs. Ook kan de anonimiteit die cryptomunten bieden, veiliger zijn voor mensen in landen met onderdrukkende regimes en geeft het gebruikers in deze digitale tijden meer privacy.'

Maar volgens Sneyd gaat het gedecentraliseerde monetaire model gepaard met aanzienlijke milieukosten. 'Het is alom bekend dat het stroomverbruik van Bitcoin enorm is. Maar wat nog belangrijker is: twee derde van de datamining vindt plaats in China. En dat is niet voor niets. In de steenkoolintensieve regio's van het land worden energiekosten gesubsidieerd: de daaruit voortvloeiende koolstofvoetafdruk is enorm.'

Sneyd acht het positieve potentieel van Bitcoin nog niet bewezen, maar ziet de negatieve factoren als reëel en aanwezig. Toch verwacht hij geen einde van het crypto-verhaal. Sneyd: 'De blockchaintechnologie die aan de basis ligt van cryptomunten, kan wel oplossingen bieden voor al lang bestaande ESG-uitdagingen. De open en veilige technologie kan bijvoorbeeld worden ingezet voor de traceerbaarheid van de toeleveringsketen, de distributie van hernieuwbare energie, anti-witwaspraktijken en proxy voting.'

Rectificatie

In Editie 1 van Financial Investigator Magazine is in het artikel 'Acht jonge professionals over het Nieuwe Pensioencontract' per abuis de functieomschrijving van Monique van der Poel onjuist weergegeven. De juiste functie van Monique is niet-uitvoerend bestuurder bij pensioenfonds PME en toezichthouder op diverse pensioenfonds.



Gevolgen van de COVID-19-pandemie blijven nog jarenlang merkbaar

DOOR JOOST VAN MIERLO

De COVID-19-pandemie houdt nog altijd een groot deel van de wereld in haar greep. Maar de gevolgen zullen merkbaar blijven lang nadat het virus is uitgeraasd. Daar moeten landen zich nu al op voorbereiden.

Carol Propper is hoogleraar Public Economics aan het Imperial College in Londen met een specialisatie op het gebied van Gezondheidszorg. De afgelopen jaren heeft zij zich onder andere beziggehouden met de gevolgen van de kredietcrisis op deze sector. De naweeën van een economische crisis zijn vaak nog jarenlang merkbaar, zo weet zij. In de huidige crisis is er sprake van een dubbele aanslag. Niet alleen zal de vraag naar zorg de komende jaren toenemen, maar ook de druk op het systeem zelf, de aanbodzijde van de zorg, staat onder spanning. Zowel dokters als verplegers hebben het afgelopen jaar onder hoogspanning gestaan. Het is een onhoudbare toestand.

Nieuwe investeringen in de zorg zijn dan ook onvermijdelijk. Het gaat dan niet alleen om hogere salarissen voor met name verplegers. In de duurder delen van een land, in het Verenigd Koninkrijk bijvoorbeeld het hele Zuidoosten, is een verplegerssalaris niet langer voldoende voor een redelijk bestaan. Maar de aandacht dient ook uit te gaan naar innovatie. De digitalisering en de robotisering bevinden zich in westerse landen slechts in een beginfase. De komende jaren zal een versnelling plaatsvinden. 'Een enorme schok voor het hele systeem zorgt nu eenmaal wel vaker voor noodzakelijke veranderingen', aldus Propper.

De meeste westerse landen hebben nu ruim een jaar te maken met een of andere vorm van een uitgaansverbod. Voordat we ingaan op de vraag naar de gevolgen van die lockdown, zou ik willen weten of u vindt dat deze noodzakelijk was, want ook daar verschillen de meningen over.

'Bij mij bestaat daarover geen enkele twijfel. Deze had waarschijnlijk sneller moeten worden ingevoerd en misschien in een strengere vorm. Ik herinner me dat ik vorig jaar de beelden zag van Italiaanse ziekenhuizen die overstroomd werden met patiënten. Dat was voor mij het signaal dat de situatie ernstig was. Het ging om ziekenhuizen in Noord-Italië. De zorg is daar zeer geavanceerd.

Het was slechts een kwestie van tijd voordat ook andere landen zouden worden geraakt, besefte ik. Het is nu eenmaal niet de eerste keer dat de wereld te maken krijgt met een pandemie. In mijn land werd uiteindelijk een lockdown afgekondigd tegen het einde van maart, maar zelf had ik al

Zelfs als het virus is verdwenen, zullen de gevolgen nog lange tijd merkbaar blijven.

CV

- 2021 Koninklijke onderscheiding DBE.
- 2020 Adviseur van de Franse regering inzake Gezondheidszorg.
- 2007 Hoogleraar Economics aan de Imperial College Business School.
- 2000 Editor van The Handbook of Health Economics (met J. Cullis en P.Jones).
- 1995 Hoogleraar Public Economics, University of Bristol.
- 1993 Senior Economic Advisor van de NHS.
- 1992 Publicatie The Economics of Social Policy (met J. Le Grand en R. Robinson).
- 1988 Promotie Economics, University of York.
- 1981 Masters Degree Social Research and Social Policy, University of Oxford.
- 1977 Bachelors Economy and Economic History, University of Bristol.
- 1956 Geboortjaar.

De druk op de Gezondheidszorg is nu zo groot als in oorlogstijd het geval zou zijn.

een persoonlijk uitgaansverbod sinds begin maart. Ik ben sindsdien natuurlijk wel weer buiten geweest, maar zeker in die eerste periode zou snellere actie hebben geholpen.

Ik ben me bewust van de verschillende meningen over de noodzakelijkheid van een lockdown. Een collega van mij aan het Imperial College heeft een studie geschreven waarin hij nagaat hoe de kosten van het uitgaansverbod zich verhouden tot het aantal levens dat is gered. Dit leidde tot de conclusie dat de kosten relatief hoog zijn, mede doordat de mensen die overlijden vaak oud zijn en misschien maar enkele jaren langer zouden hebben geleefd.

Dit zijn weliswaar interessante ideeën, maar ze zijn tegelijkertijd tamelijk ruw in mijn ogen. Ik denk niet dat ze maatschappelijk geaccepteerd zouden worden. Hoewel er tal van fouten zijn gemaakt, denk ik dat er een goede afweging is gemaakt tussen het beschermen van mensen en het beperken van de meest ernstige economische gevolgen. Het gaat in ieder geval om een afweging waarvoor maatschappelijk draagvlak bestaat.'

De lockdown was noodzakelijk. Met het vaccineren van mensen, wat in het Verenigd Koninkrijk wat sneller gaat dan elders, lijkt het einde van het uitgaansverbod in zicht te komen. Is daarmee alle ellende voorbij?

'Geenszins. Zelfs als het virus is verdwenen, zullen de gevolgen nog lange tijd merkbaar blijven. Dat geldt vooral voor de Gezondheidszorg, de sector waarop ik me concentreer. Elke economische crisis brengt zijn eigen gezondheidsproblemen met zich mee. Recessies hebben niet alleen negatieve gevolgen voor de lichamelijke gezondheid van mensen, maar beïnvloeden ook de geestelijke gezondheid.

Niet alle wetenschappers zijn het hier overigens over eens. Vooral in de Verenigde Staten zijn er studies die erop wijzen dat een economische recessie ervoor zorgt dat het aantal doden vermindert. Als gevolg van de verminderde economische activiteiten is de werkdruk minder, waardoor zich minder hartaanvallen voordoen. Ook het aantal verkeersdoden loopt terug omdat het minder druk is op de weg. Het is misschien iets wat geldt voor de VS, maar ons onderzoek wijst in een andere richting. Met name de zwakkeren in de samenleving worden harder geraakt door een recessie. Dat geldt feitelijk voor elke recessie, maar het is ook nu het geval. De klappen komen relatief zwaar aan als je kijkt naar leeftijd, naar opleidingsniveau, naar geografische factoren, naar groepen en naar regio's met problemen.

We hebben redelijk goede informatie beschikbaar over de gevolgen van de recente kredietcrisis tussen 2007 en 2009. Die is nog veelzeggender geworden doordat vrij snel daarna het idee ontstond dat het begrotingstekort moest worden weggewerkt. Het gevolg is in elk geval geweest dat de ongelijkheid groter is geworden. Dat is hier in het Verenigd Koninkrijk het geval, we bezitten soortgelijke informatie over de VS en ik weet vrijwel zeker dat het ook voor Europese landen op het continent geldt.'

U had het over de gevolgen voor de geestelijke gezondheid. Die worden groter na een recessie. Dat geldt nu waarschijnlijk helemaal, omdat mensen als gevolg van het uitgaansverbod in een sociaal isolement terecht zijn gekomen.

'Dat is mogelijk. Maar het is ook mogelijk dat mensen nu beseffen dat hun positie niet uitzonderlijk is. We maken immers allemaal hetzelfde mee. Mensen hebben een heel natuurlijke neiging om hun eigen situatie te vergelijken met die van anderen.

Het grote verschil met andere recessies is dat de Gezondheidszorg zelf het afgelopen jaar onder enorme druk heeft gestaan. Er is natuurlijk sprake geweest van golven. Die uitgaansverboden waren noodzakelijk om ziekenhuizen te ontlasten. Maar zowel afgelopen voorjaar als deze winter waren er periodes waarin alle aandacht in de ziekenhuizen uitging naar de opvang van patiënten met COVID-19. Hoewel dat onvermijdelijk was, betekende het dat mensen die niet COVID-gerelateerde zorg nodig hadden, de vereiste zorg niet konden krijgen. Tegelijkertijd was er ook sprake van huiver



bij mensen om naar ziekenhuizen te gaan uit vrees dat ze besmet zouden worden.

Toen de situatie met het coronavirus afgelopen zomer iets verbeterde, openden ziekenhuizen weer hun deuren en meldden de patiënten met andere ziektes zich ook weer. In veel gevallen had de vertraagde behandeling ervoor gezorgd dat de symptomen waren verergerd. De druk op ziekenhuizen en het verplegend personeel bleef daardoor hoog. Daar kwam de tweede golf met coronabesmettingen weer overheen. Voor medewerkers in ziekenhuizen is er geen moment geweest om te kunnen ontspannen. Dat gaat zich wreken. Ik sprak laatst een dokter die mij vertelde dat het allemaal wel weer goed zou komen als iedereen drie weken vakantie zou kunnen nemen. Maar dat is natuurlijk een illusie.'

De druk op ziekenhuizen blijft dus groot. Wat moet er worden gedaan?

'Investeren in zorg is noodzakelijk. Er zijn wel vaker piekmomenten geweest in de zorg. Die werden hier dan opgelost door dokters en verplegers uit andere landen te rekruteren. Dan kwamen er bijvoorbeeld verplegers uit Zuid-Afrika, Zuidoost-Azië, of de rest van Europa. Maar dat is nu niet mogelijk, want andere landen hebben te maken met vergelijkbare problemen.

Een deel van de oplossing moet worden gevonden in toenemende digitalisering en robotisering in de zorg. Je ziet dat er al een begin mee is gemaakt. Het aantal behandelingen via de telefoon is enorm gestegen. Dat was natuurlijk al langer mogelijk, maar het werd om tal van redenen tegengehouden. Met de begrijpelijke huiver van patiënten om naar ziekenhuizen of huisartsenposten te gaan, heeft de telefonische afspraak een hoge vlucht genomen.

Het kan echter nog veel verder gaan. In Japan zijn ze bijvoorbeeld al erg ver met de robotisering van de zorg. We hebben het niet over Robocop-achtige robots. Menselijk contact blijft natuurlijk cruciaal in de zorg, maar op tal van punten zijn machines beter dan mensen. Neem als voorbeeld het uitdelen van medicijnen. Mensen maken fouten. Dus je hebt vaak twee mensen nodig om medicijnen uit te delen. De een moet de ander controleren. Machines kunnen dat veel efficiënter. Ik verwacht veel van dit soort ontwikkelingen. Je ziet nu eenmaal vaak dat er technologische doorbraken plaatsvinden als een systeem onder enorme druk staat. De druk op de Gezondheidszorg is nu zo groot als in oorlogstijd het geval zou zijn.'

Wat moeten overheden doen?

'Investeren, heel veel investeren. Niet alleen in de zorg, maar ook in onderwijs. Wat de zorg betreft had ik het al over technologische innovatie, maar het is ook noodzakelijk om de zorgmedewerkers zelf beter te belonen. Ze hebben een zware en belangrijke rol. Nu hebben verplegers nog geen

Er bestaat een groot gevaar dat we te maken krijgen met een verloren generatie.

alternatief, maar als de economie dadelijk aantrekt, zullen vele voor minder zware en lucratievere posities elders kiezen. Dat zal voor nog meer druk zorgen.

Overheden hebben op een ongekende manier gereageerd op de pandemie. De hoeveelheid geld die is uitgegeven om de onmiddellijke problemen op te vangen, kent haar weerga niet. Dit blijft ook de komende jaren noodzakelijk, zeker als de rente mogelijk zal stijgen.

Er bestaat een groot gevaar dat we te maken krijgen met een verloren generatie. Jongeren zijn nu eenmaal hard geraakt door de pandemie en de lockdown. De uitgaanssector, de reisindustrie en de detailhandel zijn relatief hard geraakt. En dat zijn sectoren waar juist veel jongeren werken. Ze lopen een achterstand op die mogelijk nooit meer wordt ingehaald, zeker niet als het om jongeren gaat die niet over veel aantrekkelijke vaardigheden beschikken.

Investeren in onderwijs zijn wat dat betreft cruciaal, met name nu veel leerlingen leerachterstanden hebben opgelopen. Maar er komt nog meer bij kijken. Het gaat om het bijbrengen van vaardigheden die later bruikbaar blijven en in diverse functies kunnen worden toegepast. Het is bijvoorbeeld mogelijk om de isolatie van huizen massaal te stimuleren. Elders in Europa is dat al vele jaren geleden gebeurd, maar hier zijn nog tal van Victoriaanse huizen waar de wind doorheen giert. Daardoor wordt er een stimulans gegeven aan de bouw, het is goed voor banen waar geen universiteitsdiploma voor noodzakelijk is, het levert vaardigheden op die levenslang bruikbaar blijven en het is goed voor het milieu. Hoog tijd dus om die uit te voeren.' «

SAMENVATTING

- **Lockdowns hadden eerder moeten worden ingevoerd en in een strengere vorm.**
- **De recessie als gevolg van de COVID-19-pandemie zal de al bestaande ongelijkheid vergroten.**
- **Door de druk op de zorg heeft de niet-COVID-gerelateerde zorg grote achterstanden opgelopen.**
- **Investeren in robotisering en digitalisering is deel van de oplossing voor de problemen in de zorg.**
- **Investeren in onderwijs is noodzakelijk om te voorkomen dat er een verloren generatie ontstaat.**

Alleen voor professionele
beleggers. Er is een risico op
kapitaalverlies.

Impact is geen toeval

20 jaar
succesvol
engagement

Ons engagementprogramma bestaat nu 20 jaar. Risico's identificeren en beheersen was en blijft ons doel. Evenals positieve impact realiseren op milieu en maatschappij. Ons actief aandeelhouderschap heeft zijn waarde bewezen. De afgelopen twintig jaar zijn wij met 5500 bedrijven in

87 landen in gesprek gegaan en hebben meer dan 3700 positieve veranderingen gerealiseerd. Nu de streefdatum voor de SDG-doelstellingen (2030) nadert, worden concrete resultaten van engagement steeds belangrijker. Wij zijn er klaar voor!

BMO  Global Asset Management



Climate change: The major questions facing investors

BY JOLANDA DE GROOT

The physical risks of climate change and the long-term transition to a zero carbon global economy have enormous implications for the investment community. Scenario analysis is an essential tool for managing the risks and identifying the opportunities. Financial Investigator spoke with Peter in de Rijk, Head of Distribution Netherlands, and Eva Cairns, Senior ESG Investment Analyst, both working at Aberdeen Standard Investments (ASI).

How can institutional investors implement climate change into an investment portfolio? Where do they start and what is the basis to have in place?

Eva Cairns: 'Climate change is one of the defining issues of our age. Its physical manifestations are negatively affecting ecosystems, human health and economic infrastructure. The transition to a zero-carbon economy presents significant challenges, but also opportunities for investors. To properly account for these risks and opportunities we have developed a unique approach to climate-scenario analysis. It allows us to assess the financial impact on assets today of different climate pathways, ranging from a 1.5°C to a 4°C rise in global temperature.'

This provides the forward-looking insight we need in order to robustly incorporate climate change risks and opportunities into our investment decision-making. We are embedding our insights into our business strategy, investment processes and the development of climate-driven solutions for our clients. In doing so, we believe we can build more resilient portfolios and generate better long-term returns for clients. Importantly, we believe climate-scenario analysis is a journey rather than a one-off project. We intend to update our analysis annually.'

Is there a role for asset managers to play in orienting investors to align their portfolios in a more climate-aligned way? And if so, in what way and how?

Peter in de Rijk: 'We think asset managers have an invaluable role to play. However, our goal is not to instruct, but to inform and engage where possible. Let's return to our climate scenario analysis. Through this, we aim to help investors understand how physical climate change and the energy transition affect the investment returns of the companies and markets in which they invest.'

Our rigorous approach helps us generate a detailed picture of what the energy sector might look like in the future. This

includes the potential winners and losers within sectors. Take solar power as an example. Even in our worst-case scenario, solar's share of the power sector's energy mix doubles to 4% by 2050. This increases to 25% in our mean scenario and to almost 60% in some strict-action scenarios. Armed with this type of analysis investors might be able to make more informed choices about their own portfolios.'

To what extent should institutional investors like pension funds play a role in aligning their portfolios to climate targets?

Cairns: 'We think climate change and the march towards net zero will be one of the defining issues of the next few decades. Despite this, we are still seeing a major shortfall in the capital aligned to meet these challenges. According to the International Energy Agency, the world needs to immediately allocate around \$ 3.5 trillion a year to finance the decarbonisation of the global energy system at the speed and scale implied by the Paris Agreement. Currently, the world is allocating only around half of that. This is why we believe asset owners like pension funds and insurance companies have a vital role to play. Given the substantial capital available, they can help tackle the issues by increasingly aligning their portfolios to Paris-led initiatives. At ASI, we are committed to playing a constructive role in the decarbonisation of the global economy and to enabling our clients to reach their net zero goals. That's why we have recently joined the Net Zero Asset Manager initiative. We are developing net zero solutions and will work with current and prospective clients to outline how net zero goals can be delivered alongside risk-adjusted returns.'

Why are climate change scenario's important for the daily work of an asset manager?

Cairns: 'Driving our approach to climate-scenario analysis is the view that a forward-looking rigorous and transparent methodology is essential for sound investment decision-

making. We are fully integrating our climate scenario framework and insights into our business strategy, as well as into the key stages of our investment process.

At the stock level, we can integrate the results into active stock selection. We do so by asking critical climate-related research questions that are informed by our scenario analysis. Our answers will complement our broader company research, including our assessment of the credibility of firms' transition strategies. This in turn will allow us to construct portfolios that are resilient to different, plausible climate pathways. We will also fully integrate climate risk and opportunity into our Strategic Asset Allocation framework.

We are also embedding scenario analysis into our approach to stewardship. Where we identify material climate risk, we will engage with companies to understand what actions they are taking to mitigate them. We also encourage firms to undertake their own analysis. It helps businesses understand the resilience of their business strategy to different climate pathways. It is also a core part of the Task Force on Climate related Financial Disclosures (TCFD) framework, something we strongly support.'

Photo: Archive ASI



CV

Eva Cairns is a Senior ESG Investment Analyst at Aberdeen Standard Investments who is responsible for leading ASI's climate change strategy, delivering climate change research and ensuring climate change considerations, data and tools are embedded consistently across ASI's investment processes.

Should a climate impact analysis become a regulatory requirement for an annual report similar to a P&L account and a balance sheet?

Cairns: 'Ideally, yes. As it stands, reporting and measuring the impacts of climate change still have some way to go. Disclosure is particularly challenging when it comes to private investments and value chain emissions (so-called Scope 3 emission). However, as a whole, this is starting to change. So much so that we hope that one day reporting on climate change will be seen as 'business as usual', similar to a P&L account. There are reasons for optimism. After all, only a decade ago ESG reporting was in its infancy. Now, a large number of companies include ESG reporting as standard. The IFRS, for example, published documentation in 2020 on how to incorporate material climate change considerations into financial accounts.

Government initiatives could also help in this regard. In the EU, for example, the Non-Financial Reporting Directive means large EU 'public interest' corporates must publish data on the impact their activities have on ESG factors. Similar reporting measures specific to climate change could follow.

We too strive to improve how we measure and report. We are strong supporters of the TCFD framework, which provides best practice on how companies should disclose on climate-related risks and opportunities. TCFD will become mandatory in the UK by 2025 – the second country to do so after New Zealand. We published our first TCFD report in March 2021 and the second one is in progress.'

Is the private sector doing enough to meet climate ambitions? And what is the recourse for those falling behind?

Cairns: 'It will take time for companies to transition towards net zero – and some sectors will find this a lot harder than others, such as long-range transportation, energy and heavy industry. These industries will still be needed in the future and require capital to transition. In our view, investing in transition leaders with credible decarbonisation strategies has more of an impact on achieving net zero in the real world than divesting from these companies to have a low portfolio carbon footprint.

We cannot expect firms to become climate neutral overnight. Indeed, we recently spoke with a company that has a high carbon footprint but that wants to change. Whilst making this transition, it will still have to fulfil its obligations to its clients, staff and shareholders. However, it has signalled its goals and started to make the necessary changes. Any punitive measures at this stage would be misguided. We therefore believe that governments, policymakers and investors need to work with companies as they adapt and change course.'

To what extent are questions around climate implications becoming part of RFPs to asset managers?

In de Rijp: 'We have certainly seen a marked increase in climate-related questions. This is not surprising. Recently, we worked with Danish research firm KIRSTEIN to gauge Dutch asset owners' views on ESG and impact investing. When asked which of the SDGs was most important, the answer was clear – Goal 13 (Climate Action).

We are also seeing this trend reflected in the RFI/RFP questions we receive. For example, in recent RFI, under the subsection entitled 'Planet', we were asked: 'Have you implemented or do you intend to implement a lower carbon Global Credit IG Strategy? If yes, explain your approach and share your CO₂ reduction target.'

Now, the RFI was for a global ESG credit mandate. However, the above question clearly shows that the asset owner is already thinking about the next stage of its investment journey.'

Are you already managing portfolios for institutional investors with an explicit climate related target?

In de Rijp: 'We currently manage a global credit mandate for a large pension fund. Pitched in 2020, we were given two explicit targets: a carbon footprint that is at least 30% lower than the benchmark, and a fairly low tracking error, which was a requirement from the pension fund. Based on in-depth portfolio analysis, we were able to meet both targets. The result is a portfolio of around 410 issues from a universe of some 12,800. The average portfolio credit rating is the same as the benchmark (A-). So, you get the benefit of a lower carbon footprint without having to compromise on risk or expected return.'

Using our climate scenario analysis, we are also currently developing a number of climate-driven products to support the energy transition and meet investors' climate goals. These include a multi-asset climate fund, a global equities climate and environment fund and a credit climate-transition bond fund. Not all solutions will fit for everybody as investors have a different set of objectives. We want to provide a variety of solutions that all contribute to a lower carbon world.'

Is an explicit climate related target going to reduce expected returns? How can we measure and evaluate success?

In de Rijp: 'We believe the opposite is true, as we've shown with the Global Credit example. We are developing climate-driven client solutions that not only deliver financial outcomes, but also contribute towards meeting the goals of the Paris Agreement.'

Another good example of climate-focused strategy is the climate-tilted benchmark. Most investors gain exposure to

equities and other asset classes using standard benchmarks like MSCI World or FTSE 100. These indices may either be tracked by passive index funds or used as the benchmark for active managers. To manage climate risk or move to net-zero portfolios, one important method that investors are exploring is to replace these benchmarks with low-carbon, high-climate-solution alternatives.

When making this switch, investors generally aim to ensure that climate-tilted benchmarks demonstrate similar financial characteristics to their standard equivalents. To do this, we employ portfolio-optimisation tools that use historical security-level returns and correlation data to generate portfolios with low deviation in returns, or 'tracking error', relative to the standard index, but with substantial improvements to carbon performance.

We have found that it is possible to achieve large tilts away from carbon-intensive companies towards climate-transition leaders (as measured by SBTi) and climate solutions while maintaining very similar sector exposures and within a tracking-error budget of 50 basis points.' «



Photo: Kees Rijken Fotografie

CV

Peter in de Rijp is Head of Distribution Netherlands at Aberdeen Standard Investments. In this role he is responsible for the institutional and wholesale business development in the Netherlands. He has been working in the Dutch investment market since 1988 and has considerable knowledge and experience in the Dutch institutional sector. He joined the company in October 2015. Previous employers are SEI Investments, Fortis Investments Netherlands, Achmea Investment Management and the Dutch Treasury. In de Rijp holds a Master Degree in Monetary Economics from the University of Tilburg.

Het doet ertoe welke steen je gaat verleggen en hoe je dat doet

DOOR LIES VAN RIJSSEN

Zijn loopbaan speelde zich grotendeels af in de wereld van sociale partners. Hij begon in de bakkerijsector, maar maakte in 2002 zijn entree in de pensioensector als Directeur van de Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen. In 2008 werd hij Directeur van Pensioenfonds Zorg en Welzijn en eind 2020 ging hij met pensioen. Financial Investigator sprak met Peter Borgdorff.

'Vanaf het moment dat ik als achtjarige de bakkerij van mijn oom en tante binnenliep, wilde ik bakker worden. Toen ik als tiener op de zaterdagen bij een bakker ging werken, had ik die wens nog steeds: ik wilde gewoon lekker bezig zijn aan zo'n werkbank of aan de machines. Maar na mijn bakkersopleiding werd ik redacteur van een vakblad. Dat betekende: op reportage het land in. Niks achter een werkbank staan, maar aan je bureau zitten, achter een schrijfmachine. Zo'n grote Olivetti-kast waar je hard op moest hameren. Niets in mij verzette zich daartegen: ik wilde een goede redacteur zijn, artikelen schrijven en meehelpen dat vakblad mogelijk te maken.

Na enige tijd werd ik gevraagd om stafmedewerker bij de Bond van Christelijke Ondernemers in het Bakkersbedrijf te

worden. Ik zei ja, ook omdat ik dan, nog meer dan ik al deed, met mensen in gesprek zou komen: met ondernemers en hun gezinnen. Wéér zat ik veel achter een bureau, nu om die bezoeken voor te bereiden, te rapporteren en nieuwsbrieven te vullen. Daar heb ik het vak van de onderhandelingen tussen sociale partners geleerd. Vervolgens ging ik naar Wageningen waar ik het Nederlands Bakkerij Centrum heb opgericht. Wederom zat ik achter een bureau. Buiten heel veel ontmoetingen met mensen is mijn werk zich nadien ook grotendeels achter bureaus en vergadertafels blijven afspelen.

Had je mij in 1985 verteld 'jij wordt ooit directeur van Nederlands tweede pensioenfonds' dan had ik je hartelijk uitgelachen. Pensioen was mijn wereld niet, ik had geen verstand van beleggen of actuariaal. Maar een aantal carrièrestappen verder ben ik in 2002 wel degelijk in de pensioenen aan de slag gegaan, als Directeur van de Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen en vanaf 2008 als Directeur van PFZW. Ik had aanvankelijk geen ambities in deze richting. De pensioenen kwamen als verrassing op mijn pad. Hoe dat kon? Tja, ik ben nieuwsgierig, onwaarschijnlijk nieuwsgierig. Daardoor heb ik toen van harte 'ja' kunnen zeggen tegen zo'n nieuwe uitdaging.

De pensioenen kwamen als verrassing op mijn pad. Hoe dat kon? Tja, ik ben nieuwsgierig, onwaarschijnlijk nieuwsgierig. Daardoor heb ik toen van harte 'ja' kunnen zeggen tegen zo'n nieuwe uitdaging.



Foto: Archief Peter Borgdorff

Je inzet bestaat niet alleen uit uren draaien, vergaderen, overleggen, schrijven en lezen. Van belang is met welke intentie, overtuiging en passie je die dingen doet.

Het was mijn stellige wens om na mijn pensionering iets te blijven doen in de financiële wereld. Bij voorkeur met een focus op pensioenen, nadrukkelijker dan ik nu doe. Komt er zoiets op mijn weg, dan zal ik dat nog steeds in meer dan welwillende overweging nemen. Het moet wel bij me passen. Mijn leven hangt er niet van af. Ik heb bij een heel mooi fonds mogen werken, waar ik verwend was met enorm veel deskundigheid om mij heen. In de pensioenwereld ben ik op dit moment minder direct actief. Ik ben echter wel als Docent en Moderator betrokken bij Nyenrode Business Universiteit in financiële programma's met het accent op pensioenprogramma's. Dat ik de colleges van de mensen die het Executive Pension Program doen zelf ook volg, houdt me bij de les en dwingt me de actualiteit te blijven volgen. Zijdellings ben ik bij pensioenen betrokken als Voorzitter van de Advisory Board van Caceis Nederland, Caceis Dutch Branch, waar ook het Pension Expertise Center zit. Caceis Nederland heeft alleen klanten in de financiële wereld, waaronder veel pensioenfondsen. Ook in de belangenbehartiging mag ik nog iets doen, althans op een afstand. Dat doe ik bij ANBO en Nibud als lid van de Raad van Toezicht. Ik denk dat ik er iets van mijn ervaring kwijt kan en wat van besturen weet, dus ik mag ze ook helpen. Dat vind ik mooi.

Daarnaast wilde ik, na dertien jaar werken voor Zorg en Welzijn, heel graag iets in zorg en welzijn doen. Bij voorkeur in de gehandicaptenzorg of ouderenzorg, omdat daar langjarige relaties ontstaan met cliënten/patiënten. Ik heb iets met de verbinding tussen mensen. Dat is gelukt met Bartiméus, waar ik nu lid van de Raad van Toezicht ben. Bartiméus' slogan is '100% leven'. Een prachtige ambitie en geen simpele! Hoe daar dan mee om te gaan? Hoe daar de dienstverlening, maar ook het onderzoek mee in te richten? Die vragen boeien me ongelooflijk.

Pensioen is relevant voor later, maar ook voor vandaag. In de pensioensector wijden we ons hele werk eraan, maar werkgevers zien pensioen vooral als premielast en veel werknemers als het afkomen van hun salaris. Ik heb weleens gezegd dat een bestuurder van een instelling in zorg en welzijn niet meer dan 0,1% van zijn of haar tijd besteedt aan pensioen. De HR-afdelingen iets meer, misschien 0,2%. Daarvan heeft het pensioenfonds 100% gemaakt. Ik was ook best trots dat ik mocht werken voor 2,9 miljoen mensen met, toen ik stopte, ongeveer 240

miljard aan belegd vermogen. Maar pensioen is voor die mensen zelf pas interessant kort voor ze met pensioen gaan. Daarvóór is het een mineur onderdeel van hun leven en hun werk.

Het inzicht dat mensen niet bezig zijn met hun pensioen, maar met hun werk, ervaar ik na bijna drie maanden als pensionado nog nadrukkelijker dan voorheen. ANBO, Nibud en Bartiméus hebben alle drie hun pensioenregeling ondergebracht bij PFZW. Bij Bartiméus staat pensioen niet op de agenda. Ik heb er nog geen één keer over gesproken, hooguit bij een voorstelrondje. Bij ANBO staat pensioen logischerwijs prominent op de agenda, omdat het daar gaat

CV

	Huidige functies	Voorzitter raad van toezicht ANBO. Lid raad van toezicht Bartiméus, voorzitter commissie Integriteit, Kwaliteit en Ethiek. Lid raad van toezicht Nibud, portefeuille HR. Gastdocent en moderator bij Nyenrode Business Universiteit. Chairman Advisory Board Caceis NL.
2007 – 2020	Directeur Pensioenfonds Zorg en Welzijn.	
2002 – 2007	Directeur Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen. Lid bestuur SPO. Lid bestuur Stichting Pensioenregister. Vertegenwoordiger namens VB bij Europese pensioenkoepels Pensions Europe en AEIP.	
2000 – 2002	Secretaris van De Unie, vakbond voor industrie en dienstverlening.	
1997 – 1999	Directeur VHP, belangenorganisatie voor middelbaar en hoger personeel. Bestuurslid vakcentrale MHP (nu VCP).	
1996 – 1997	Directeur Communicatie en Interne dienstverlening Nederlands Bakkerij Centrum.	
1991 – 1996	Statutair directeur Vereniging Station voor Maalderij en Bakkerij (Kwaliteitscentrum Bakkerij), directeur Stichting Voorlichtingsbureau Brood, manager Stichting Bakkerijcentrum en directeur Stichting Scholing Bakkerijtechnologie SBT.	
1979 – 1991	Stafmedewerker en vanaf 1987 secretaris/directeur Bond van Christelijke Ondernemers in het Bakkersbedrijf.	
1977 – 1979	Redacteur bij 'Bakkerswereld' (Misset BV).	



Afbeelding: Woordwolk.nl

om de belangen van ouderen en zij maken zich zorgen over hun pensioen. Maar ik ben daar als RVT-lid niet betrokken bij de dagelijkse standpuntbepalingen. Dat past niet bij mijn rol. Bij Nibud praat men uiteraard ook over pensioen, maar vanuit de invalshoek van de inkomenspositie van huishoudens.

Onze samenleving draait niet bij de gratie van de pensioenfondsen, ondanks al dat beheerde en geïnvesteerde geld en al die belangen van mensen die de pensioensector in handen heeft. Je kunt vanuit de pensioenen de wereld niet even op zijn kop zetten, stilzetten of op gang brengen. Wat je kunt doen, is een steen verleggen in een rivier op aarde, waardoor het water een klein beetje anders gaat stromen. Dat beeld, van een stukje mogen bijdragen, heb ik al heel lang bij me en het verdiept zich nu. Het doet er wel toe welke steen je gaat verleggen en hoe je die gaat neerleggen. Je inzet bestaat namelijk niet alleen uit uren draaien, vergaderen, overleggen, schrijven en lezen. Van belang is met welke intentie, overtuiging en passie je die dingen doet. In de bakkerij leerde ik dat het morgen weer beter moest dan vandaag. Dat lukt niet alle dagen, maar het moet wel je intentie zijn. Dat is in de pensioenen niet anders als je een vraag van een deelnemer krijgt, voor een beleggingsbeslissing staat, het risicoframework bekijkt of je communicatiestrategie nog eens onder de loep neemt. De kernvraag is: waarmee dien ik de deelnemer, de werkgever en het fonds optimaal?

In mijn bijna twintig jaar in de pensioenen heb ik zowel bij de VB als bij PFZW ongelooflijk mooie en soms ook heel ingewikkelde dingen mogen doen en meemaken. En ik ben me gaan realiseren dat we allemaal uiteindelijk voorbijgangers zijn die op de schouders staan van voorgangers. Bij PFZW was ik me zeer bewust dat ik op de schouders van

Dick de Beus stond, die jarenlang directeur van PGGM was geweest. Bij PFZW staan de mensen na mij weer op mijn schouders. Ik hoop dat ze stabiele schouders voelen. Je geeft slechts het stokje door en bent samen winnaars en bouwers over de hele lange termijn van 60 à 70 jaar. Wel kun je accenten aanbrengen. Mijn accent was, zeker vanaf 2009, om heel intensief met de deelnemer in gesprek te zijn, het verhaal te vertellen, uit te leggen waarom de dingen gebeurden zoals ze gebeurden. En toegankelijk en zichtbaar te zijn. Omdat ik niet met alle 2,9 miljoen deelnemers kon gaan koffiedrinken, moest ik proberen met gebruikmaking van massamedia zo veel mogelijk mensen op zijn minst het gevoel te geven van 'er zitten bij dat fonds mensen die hun best voor me doen'. Mijn overtuiging was daarbij: ik doe het niet voor mezelf, ik doe het voor jullie. Zo kon ik het fonds een gezicht geven. Letterlijk, want als ik op straat loop, zie ik mensen vaak met zo'n blik kijken van 'we kennen die meneer'. Of ze spreken me aan als 'die meneer van de pensioenen'. Zo mijn accent leggen, vond ik toevallig ook nog heel erg leuk.

Als mensen mij vragen 'Je blijft toch wel hoorbaar in de media?', dan is mijn reactie dat ik dat niet zal doen. Onder geen voorwaarde. Je moet een legitiem platform hebben om mee te praten over de pensioenen in beweging. Ik heb nu geen legitiem platform meer.

Ik heb veel activiteiten, maar ook nog veel tijd voor mezelf. Ik kan nu gewoon doordeweeks aan mijn zeilboot werken, aan mijn treinbaan of onze tuin onderhouden. Ik kook heel vaak voor mijn geliefde en mezelf. Ik kan van het leven blijven genieten, maar nu zonder de druk van elke dag zo veel moeten. Mijn nieuwsgierigheid is niet over, die is blijkbaar niet tijdgebonden. Misschien komt er volgende maand iets op mijn pad waarvan ik denk: 'Wat mooi, dat zou ik leuk vinden'. Maar is het iets waarvan ik denk: 'Daar ga ik geen lol aan beleven', dan doe ik het niet. Want wat ik ook geleerd heb in mijn leven is: volg je hart. Blijf dicht bij jezelf. Doe de dingen waar je plezier aan beleeft. Niet dat ik een woest dynamisch leven wil leiden of geleid heb. Helemaal niet. Maar ik heb me in mijn leven wel altijd trouw geweten aan wat bij me paste: met mensen zijn.' «

SAMENVATTING

- **Pensioen is relevant voor later.**
- **In de pensioenen ben je samen winnaars en bouwers.**
- **Belangrijk is met welke intentie, overtuiging en passie je de dingen doet.**
- **We zijn voorbijgangers, maar kunnen wel accenten aanbrengen.**
- **Volg je hart. Blijf dicht bij jezelf.**



COLUMN

DOOR CEES HARM VAN DEN BERG, CFA, BESTUURSLID VAN CFA SOCIETY VBA NETHERLANDS

Over chocoladevla, kinderopvang en zombies

Op 4 maart 2021 vond onze digitale Appetizer van het Annual Dinner plaats. Met hoogstaande sprekers, boeiende presentaties en een hoge opkomst deed het event zeker niet onder voor het reguliere diner. Toch overviel de stilte van mijn thuiswerkplek me na afloop.

Normaal gesproken begon nu het meest interessante deel van de avond. Tot laat in de avond, met een biertje in de ene hand en een bord vol toetjes in je andere hand, gesprekken voeren over de zin en onzin van de financiële markten. Om dat gevoel enigszins op te halen, heb ik toch maar de koelkast opengetrokken voor een koud biertje en een bakje chocoladevla. Vervolgens heb ik geprobeerd mijn dochter van anderhalf jaar oud te overtuigen van de gevaren van het ruime monetaire en fiscale beleid. Daar had Campbell Harvey tijdens het event toch boeiende argumenten voor aangedragen. Al snel bleek echter dat de Duplo het van mij had gewonnen. Verslagen droop ik af naar mijn studeerkamer.

De gevaren van het ruime monetaire en fiscale beleid bleven mij toch intrigeren. Mij was verteld dat, ondanks de toenemende schulden, de last van die schulden juist laag was, voor zowel bedrijven als overheden, door de lage rente. Zo is een perfecte tandem van elkaar ondersteunend monetaire en fiscaal beleid ontstaan. En die schulden groeien we met een beetje inflatie er wel weer uit. Ook persoonlijk zag ik enkel de voordelen: een lage hypotheekrente, teruggave van de kosten voor de dichte kinderopvang en een steunpakket voor mijn favoriete kroeg. De presentatie van Campbell Harvey, Canadees econoom en Professor of Finance aan Duke University, zorgde echter voor een ander perspectief. Zo brengt het huidige beleid onrealistische winstverwachtingen en waarderingen met zich mee, alsof COVID-19 nooit heeft plaatsgevonden. Bovendien lijken schulden houdbaar bij de huidige lage rentes, maar kan dat in de toekomst snel omslaan. Die lage rente leidt daarnaast tot een ander fenomeen: zombificatie.

Als liefhebber van de zombieserie 'The Walking Dead' was mijn interesse direct gewekt. Niks boeienders dan een heldhaftige sheriff die zich een weg probeert te banen door snel groeiende hordes moordlustige zombies. Die groei zien we nu ook in de economie. Het aantal bedrijven dat onder normale omstandigheden niet zou overleven, maar nu via een fiscaal en monetaire infuus in leven wordt gehouden, is fors gegroeid. Het ruime monetaire beleid in de afgelopen jaren heeft bijgedragen aan deze groei van het aantal zogenaamde zombiebedrijven en het ruime fiscale beleid tijdens de COVID-19-crisis heeft het versneld. Mario Draghi gaf in een recente briefing al aan dat de realiteit ernstiger is dan op het eerste gezicht lijkt. Na de COVID-19-crisis kunnen deze bedrijven een serieus gevaar vormen voor het herstel van productiviteit en de economische groei. De precieze impact van dit fenomeen is nog onduidelijk en zal zich pas manifesteren als de pandemie is bedwongen.

Het is dan ook belangrijk om voorbereid te zijn op het leven na de COVID-19-pandemie, een wereld waarin het aantal zombiebedrijven hoger ligt dan ooit. We zullen ons een weg moeten banen door deze moordlustige horde richting economische groei. Overheden, banken en beleggers zullen de handen ineen moeten slaan om de juiste bedrijven van steun en kapitaal te voorzien. Alleen dan staan ons weer betere tijden te wachten. Of we zullen terugkijkend constateren dat, net als na tien seizoenen van 'The Walking Dead', de zombies niet het echte probleem zijn, maar juist het menselijk gedrag, zoals dat bij elke crisis het geval is.«

VOORZITTER:

Martine Vissers, *AF Advisors*

DEELNEMERS:

Menno van den Elsaker, *APG Asset Management*

Natalie Howard, *Schroders*

Calum Macphail, *LGIM*

Steven Osborne, *Intermediate Capital Group*

James Reynolds, *Goldman Sachs Asset Management*

Foto: Cor Salverius Fotografie



PRIVATE DEBT IS GOED OP WEG OM HELEMAAL MAINSTREAM TE WORDEN

Door Wim Groeneveld

Private debt staat steeds meer in de belangstelling van institutionele beleggers en is goed op weg om helemaal mainstream te worden. Wat maakt deze vorm van alternative fixed income zo interessant? En in welke richting ontwikkelt de markt zich? Experts geven hun kijk op de ontwikkelingen binnen private debt tijdens deze Ronde Tafel.



Wat is het verschil tussen beleggen in private debt en beleggen in public debt?

Calum Macphail: 'Ik denk dat fundamentele kredietanalyse bij private debt in wezen hetzelfde is als bij public debt. Je moet een idee krijgen van de positie van de uitgever binnen zijn bedrijfstak of sector. Wat je op de private markten niet in dezelfde mate hebt als op publieke markten, is het voordeel van de analyses van ratingbureaus. Het werk van het interne creditteam is dus erg belangrijk bij het beleggen in private markten, om zodoende de kredietkwaliteit van het bedrijf of een project te beoordelen waaraan je uitleent. Ook denk ik dat je goed moet kijken naar en nadenken over de structuur van de transactie. In publieke markten is de documentatie op dat vlak doorgaans gestandaardiseerd. In private markten is die vaak veel meer maatwerk. Een zorgvuldige analyse van die documentatie is

onontbeerlijk om te kijken hoe goed je beschermd bent tegen downside risico's als je een minder liquide positie inneemt.'

James Reynolds: 'Waar je rekening mee moet houden, is de cashflow: de mogelijkheid om uit je investeringen te stappen. Dat is meestal wat moeilijker bij private debt. Voor het gebrek aan liquiditeit moet je betaald worden.'

Steven Osborne: 'In de markten voor public debt is de liquiditeit over het algemeen beter. Het gaat daar vaak vooral om timing en het beheren van grote portefeuilles. Bij private debt draait het veel meer om documentatie, convenanten, actief beheer en fundamentele kredietgegevens. Het is belangrijk dat beleggers werken met managers die deze fundamentele gegevens goed begrijpen en dat ze zich op hun gemak voelen om met die managers te werken.'

> **Martine Vissers** is Partner bij AF Advisors. Vissers heeft ruim 20 jaar ervaring in structurerings- en beleggingsvraagstukken op het gebied van alternatieve en duurzame beleggingscategorieën zoals private debt en impact investing. Zij heeft voor haar komst naar AF Advisors meer dan 10 jaar gewerkt op het snijvlak van publiek-private financiering met woningcorporaties, zorginstellingen, overheden en pensioenfondsen als haar klanten. Binnen AF Advisors is Vissers verantwoordelijk voor de uitbouw van de investment consultancy-activiteiten voor institutionele beleggers.



Foto: Cor Salverius Fotografie



Foto: Archief APG AM

> **Menno van den Elsaker** is Head of Alternative Credits bij APG Asset Management. Van den Elsaker is verantwoordelijk voor private/alternatieve creditbeleggingen in Europa en de Verenigde Staten, waaronder hypotheke, specialty finance, structured credit, direct lending, non-performing loans en distressed debt-strategieën. Hij is lid van het Global Strategy & Management Team van Fixed Income bij APG en heeft ruim achttien jaar beleggingservaring. Van den Elsaker is afgestudeerd in Financiële Econometrie aan de Universiteit van Amsterdam en is CFA charterholder.

Waarom bestaat de asset class private debt uit zoveel verschillende strategieën? En hoe gaan beleggers daar bij hun asset allocatie mee om?

Natalie Howard: 'Private debt biedt een aantal verschillende strategieën met uiteenlopende kenmerken. Op basis van de kenmerken waarnaar de investeerders op zoek zijn, bepalen beleggers hoe ze toegang tot die markt willen krijgen. Zo kan het bijvoorbeeld zijn dat een belegger financiering met leverage preferert of dat een belegger vanwege Solvency II juist secured lending aantrekkelijker vindt. Ook is het mogelijk dat de voorkeur wordt gegeven aan private debt met wat meer liquiditeit. Bij private debt bestaat er in feite een veelvoud aan smaken die tegemoet kan komen aan de eisen van beleggers.'

Menno van den Elsaker: 'Traditionele credits vormen op zichzelf al een brede asset class met veel verschillende segmenten. Dat zie je ook terug in de sfeer van private debt. Maar daarbovenop biedt private debt beleggingsmogelijkheden die bij de markten voor public debt niet zo gemakkelijk te vinden zijn. Denk aan infrastructure debt en real estate debt.'

Osborne: 'Eigenlijk is private debt een zeer generieke term. In de loop der jaren zijn er strategieën ontwikkeld die beleggers toegang geven tot verschillende delen van de kapitaalstructuur, met verschillende aspecten wat betreft de risico-rendementsverhouding. Het is van belang dat beleggers zich bewust zijn van de risico's die zij willen en bereid zijn te nemen en dat zij vervolgens hun managers aan een grondig onderzoek onderwerpen. Maar de keuzemogelijkheden zijn erg

Private debt biedt beleggingsmogelijkheden die bij de markten voor public debt niet zo gemakkelijk te vinden zijn. Denk aan infrastructure debt en real estate debt.

gegroeid als gevolg van het volwassen worden van de markt en de ontwikkeling van de producten.'

Reynolds: 'Private debt wordt meer en meer mainstream. Niet alleen zijn er verschillende segmenten en onderliggende strategieën te onderscheiden, maar ook worden de platforms voor private debt groter. Private debt is zo echt een alternatief voor de onder meer op publieke markten verhandelde high yield-obligaties of voor de activiteiten van banken. Dat zie je tegenwoordig trouwens ook terug in de omvang van sommige van de private financieringen: unitranches van meerdere miljarden dollars.'

Hoe is het landschap van private debt veranderd in de afgelopen vijf jaar?

Van den Elsaker: 'De belangrijkste verandering is natuurlijk de groei van deze asset class in de beleggingsportefeuilles van institutionele beleggers. Private debt wordt meer geaccepteerd. Wij hebben in onze organisatie altijd al iets gedaan met alternative credit, maar het beleggen gebeurde meer op een opportunistische manier. Een paar jaar geleden hebben we echter besloten om een meer strategische allocatie te doen binnen onze assetmix van vastrentende waarden. Dat heeft natuurlijk ook te maken met de lage rendementsomgeving waarin we ons momenteel bevinden. Als je kijkt naar traditionele credits, dan rendeert een groot deel daarvan negatief. Dat helpt niet erg om je rendementsdoelstellingen te halen. Vandaar dat je als belegger moet kijken naar andere segmenten die wel een fatsoenlijk rendement bieden.'

Reynolds: 'Kijk, circa vijf jaar geleden moesten we veel tijd besteden aan uitleggen wat direct lending was. Vandaag de dag hoeven we hierover geen uitleg meer te geven. Als een bedrijf tien jaar geleden zijn weg niet kon vinden naar de public debt markt, of als banken de financiering niet wilden verzorgen, dan zocht het zijn heil op de private debt markt. Dit pakte erg stigmatiserend uit. Dat stadium zijn we voorbij.'

Osborne: 'Direct lenders wisten in deze periode marktaandeel van commerciële banken weg te halen. Ik zie dat de

marktstructuur zich intussen heeft gestabiliseerd. In de afgelopen jaren betrad een golf aan nieuwkomers de markt. Een handvol early movers op het gebied van kredietverstrekking heeft zich intussen echter losgemaakt van het peloton en domineert nu de markt in termen van deals en transactie-volumes. Deze grote partijen concurreren inmiddels ook met de liquide kapitaalmarkten. Dit heeft een vrij drukke middle market gecreëerd met veel nieuwe spelers die vrij agressief concurreren op prijs en voorwaarden.'

Wat zou de rol kunnen zijn van private debt binnen een institutionele beleggings-portefeuille?

Van den Elsaker: 'Omdat ik betrokken ben bij een asset manager voor pensioenfondsen, kan ik waarschijnlijk een beetje vanuit een ander perspectief redeneren. We kijken binnen ons alternative credit product vooral naar de segmenten waar de minste concurrentie is. De Solvency II-segmenten zijn niet per se de segmenten waar we op in zullen spelen, omdat we niet het voordeel hebben van een gunstig Solvency II-kader. Het gaat met name om de risico-rendementsverhouding en hoe die uitpakt ten opzichte van de equivalenten op de publieke markten.'

Reynolds: 'Het is altijd heel moeilijk om op een bepaald moment te zeggen of een strategie interessant is of niet. Aan het begin van 2020 wisten we niet dat we te maken zouden krijgen met COVID-19-lockdowns en de daarop volgende volatiliteit. In het voorjaar was er weinig hoop dat de markt zo snel zou herstellen. Je kunt eigenlijk stellen dat in de huidige omstandigheden een all-weather strategie het meeste soelaas biedt.'

Macphail: 'Voor institutionele beleggers die zich hoofdzakelijk op publieke markten begeven, zijn er bij private debt diversificatievoordelen te behalen als we kijken naar geografische spreiding, sectoren, duration en de kwaliteit van het krediet. Ik vind dat een belangrijk punt en een kans voor beleggers nu de publieke markten weliswaar groter zijn geworden, maar tegelijkertijd qua diversificatie kleiner.'

Voor institutionele beleggers die zich hoofdzakelijk op publieke markten begeven, zijn er bij private debt diversificatievoordelen te behalen als we kijken naar geografische spreiding, sectoren, duration en de kwaliteit van het krediet.

Hoe zien jullie de private debt-markt de komende vijf jaar evolueren?

Osborne: 'Ik verwacht dat er een zekere consolidatie op de markt zal komen, met name in de middle market. Het is met de toestroom van veel nieuwkomers tamelijk druk geworden. De grote, gevestigde partijen zullen blijven groeien. De drukte op de markt leidt uiteindelijk tot een situatie die niet werkt voor fondsen die zich op private debt richten. De economische levensvatbaarheid kan worden aangetast vanwege de concurrentie. Al met al denk ik dat er wel weer mogelijkheden ontstaan voor nieuwe nichefondsen. Dat zal met name in de Verenigde Staten het geval zijn, omdat dat land een grotere en volwassener markt is.'

Van den Elsaker: 'Allereerst zie ik de assets under management flink groeien, maar behalve dat voorzie ik dat ESG-aspecten een belangrijke rol zullen gaan spelen. Bij public credits is dat al veel meer het geval. Het incorporeren van ESG-aspecten binnen private debt staat nog in de kinderschoenen, maar als we naar onszelf kijken, dan nemen onze eisen toe. Onze klanten willen dat ook.'

Macphail: 'Het is altijd moeilijk om in een kristallen bol te kijken en te proberen de toekomst te voorspellen. Maar ik ga ervan uit dat bestaande markten verder tot wasdom komen, aangedreven door de toevloed van kapitaal die daar binnenkomt. De marktstructuur verandert vervolgens mee om dat op

> **Natalie Howard** heeft meer dan dertig jaar ervaring met vastgoed en is sinds kort werkzaam bij Schroders Real Estate Investment Management als Hoofd van het Real Estate Debt-platform. Howard is werkzaam geweest in verschillende segmenten van de kapitaalstructuur van diverse vastgoedcategorieën, zowel aan de verkoopzijde als aan de aankoopzijde. Voordat Howard bij Schroders in dienst trad, bekleedde zij leidinggevende posities bij DRC Capital, AgFe, Lehman Brothers, Morgan Stanley, Charterhouse Bank en Paribas.



te vangen. Er zullen ook andere delen van de markt opkomen. De aangescherpte regelgeving voor banken zal bijvoorbeeld de mogelijkheden voor asset managers vergroten. Denk aan gespecialiseerde fondsen of het opnemen van private debt in multi-assetstrategieën.'

Howard: 'Zoals vaak gebeurt wanneer er meer krapte op de markt komt, ontstaat er een natuurlijke beweging van beleggers naar grotere managers, omdat beleggers problemen beginnen te ondervinden met kleinere beheerders. De Greensill Capital-affaire in het Verenigd Koninkrijk laat dat bijvoorbeeld zien. De val van die schaduwbank zal een belangrijke push voor beleggers zijn om het bij grote organisaties te zoeken, omdat als daar dingen misgaan een gênante situatie kan ontstaan, met potentiële reputatieschade.'

Wat zijn de specifieke risico's van private debt?

Osborne: 'Het voor de hand liggende risico is kredietverlies, dus het verlies van de hoofdsom of het volledige verlies van leningen. Hoe beperk je dat als belegger? Kies managers waarvan je denkt dat ze in staat zijn strenge kredietcontroles toe te passen en die trackrecords kunnen laten zien hoe ze dat doen, idealiter in meerdere fondsen en gedurende verschillende economische cycli.'

Van den Elsaker: 'Dat zit hem in de kwaliteit van de managers. Ik denk dat de periode waarin we nu zitten een interessante testcase kan zijn. In Europa is direct lending van de grond gekomen rond 2014. De asset class kreeg sindsdien de wind in de zeilen. Veel managers verging het goed. We zijn in een uitdagende tijd beland als we kijken naar de fundamentals. Het verschil tussen managers komt nu aan het licht. Nu zal

Financial Investigator legde Erik Leseman, Head of Investment Management bij Aegon Nederland, de volgende drie vragen voor:

Welke private debt-strategieën voegen op dit moment de meeste waarde toe aan de beleggingsportefeuille?

'Bij private debt gaat het voor mij naast de risico-rendementsverhouding ook om de snelheid waarmee portefeuilles opgebouwd en afgebouwd kunnen worden. 'Originatiekracht' en de voorspelbaarheid van kasstromen spelen daardoor een grote rol. Bij ons geldt dat wij ons met name richten op hypotheek, maar ook op bijvoorbeeld door overheden gegarandeerde leningen of (verzekerde) private placements. Wij blijven een grote allocatie houden naar hypotheek en wij breiden momenteel actief uit in de twee andere categorieën.'

Wat is of wat zou de rol moeten zijn van private debt binnen de beleggingsportefeuille van een verzekeraar?

'Private debt toevoegen aan een portefeuille verhoogt het rendement zonder dat men extra kredietrisico hoeft te lopen. Een verzekeraar krijgt via private debt een vergoeding voor het liquiditeits- en complexiteitsrisico. Deze risico's kunnen worden beheerst door de allocatie naar private debt te beperken. Een andere reden om de limieten op te stellen voor de allocatie naar private debt is de steeds veranderende omgeving waarin verzekeraars opereren. Financiële markten,

consumentengedrag, producten en het toezichtsregime zijn allemaal niet constant en kunnen wijzigen in de tijd. Om die reden heeft ook een lange termijn institutionele belegger als een verzekeraar behoefte aan flexibiliteit in de balanssamenstelling en beperkt een verzekeraar de omvang van de illiquide beleggingen.'

Hoe selecteer je een private debt manager?

'Bij de selectie van een manager kijk ik naar de strategische match met Aegon, aangezien wij langetermijnrelaties aan wens te gaan. De originatiekracht en de kwaliteit van de assets zijn inhoudelijk de belangrijkste criteria. De kwaliteit van de assets bekijken wij vooral op basis van defaults en default losses, en (in mindere mate) door te vergelijken met een (illiquide) benchmark. Daarnaast dient een manager aantoonbaar te voldoen aan wet- en regelgeving en de bijbehorende rapportagevereisten. In ons geval betekent dat ook de bereidheid om de financiële gegevens van alle individuele beleggingen te delen, zodat wij in staat zijn om intern de kredietkwaliteit van de leningen te bepalen.'



Foto: Archief Aegon Nederland

blijken wie de juiste bedrijven heeft weten te selecteren en, nog belangrijker, wie de capaciteiten heeft om zich bezig te houden met herstructureringszaken en de nodige ervaring in huis heeft om problemen bij een bedrijf om te buigen.'

Reynolds: 'Het grootste risico schuilt in wanbetaling en kredietverlies. Daarom moet je gedisciplineerd te werk gaan en bedreven zijn in de selectie van assets en credit underwriting. Een goede toegang tot de markt is cruciaal. Concentratierisico is ook belangrijk om te noemen. Je moet voorzichtig zijn met sectoren waar misschien een regelgevend risico aan verbonden is. Dat is een reden dat wij die sectoren proberen te mijden. De financiële dienstverleningssector is een goed voorbeeld, omdat die onderhevig is aan veranderende regelgeving die alle spelers in die sector kan beïnvloeden.'

Welke realistische rendementverwachtingen zijn er in het private credit-spectrum?

Macphail: 'Afhankelijk van de strategie en in termen van creditspread gaat het waarschijnlijk om 70 tot 700+ basispunten. De vraag is natuurlijk wat private credit biedt boven de alternatieven. Dat kan ook variëren per markt, per tijdstip en per jaar. Zo zul je zien dat veel beleggers die nieuw zijn op de markt aanvankelijk zullen instappen omdat ze worden aangetrokken door de mogelijkheid om een illiquiditeitspremie te ontvangen. Ik denk dat dit kan variëren van 20 tot 30 basispunten in sommige van de hogere kwaliteit investment grade-achtige strategieën, tot meer dan 100 basispunten naarmate je lager in het creditspectrum komt of de complexiteit van de transactie toeneemt en het soort risico's dat wordt genomen.'

Howard: 'Aangezien het woord complexiteit wordt aangehaald, denk ik dat het nu meer gaat over de complexiteitspremie die je kunt verdienen, in plaats van alleen de illiquiditeitspremie, want het voelt alsof die de laatste paar jaar is weggespeeld. Ik verwacht dat private debt, waarbij die complexiteitspremie geboden wordt, aantrekkelijker wordt voor beleggers. Ik vermoed dat investeerders op dit moment niet hoger op de

Het grootste risico schuilt in wanbetaling en kredietverlies. Daarom moet je gedisciplineerd te werk gaan en bedreven zijn in de selectie van assets en credit underwriting.

risicocurve willen gaan zitten en dat ze op zoek zijn naar die complexiteitspremie om hen dat beetje extra rendement te geven.'

Van den Elsaker: 'Het hangt er erg van af naar welk segment je kijkt. Voor ons is het belangrijk dat het verwachte rendement in de juiste context wordt geplaatst. Dus als een partij een mandaat voor direct lending heeft gekregen en, laten we zeggen, goed is voor 6 tot 7% verwacht rendement, maar we ontdekken dat er 30 tot 50% mezzanine debt of preferente aandelen in zitten, dan verandert de hele context. Dat kun je niet vergelijken met een zuivere senior lending-strategie. Bij elke beleggingsmogelijkheid die we overwegen, moeten we heel zorgvuldig afwegen welk soort risico we nemen, ook in termen van kredietrisico en ook ten opzichte van public credit. Pas dan kun je de illiquiditeits- en complexiteitspremie adequaat beoordelen.'

Osborne: 'De komende drie à vier jaar beloven zeer verhelderend te worden als het gaat om de vraag in hoeverre managers het rendement waarmaken dat ze zeiden waar te kunnen maken en hoe ze die resultaten hebben bereikt. Hebben ze dat gedaan door een of andere bijzondere strategie, of was er een ander element van geluk dat meespeelde? We gaan het zien.'

Hoe houdbaar zijn de rendementen op middellange termijn?

Macphail: 'Er spelen verschillende factoren een rol. Het hangt mede af van de strategie en de manager. Denk ook aan de macro-economische omgeving en wat de centrale banken doen. Al deze

> **Calum Macphail** is Head of Private Credit Investments Europe bij LGIM Real Assets. Hij trad in januari 2017 in dienst bij LGIM. Voordat hij in dienst kwam, werkte hij zestien jaar bij M&G, aanvankelijk als Director in de Private Finance Group, en vervolgens als Head of Private Placements. Voorafgaand aan M&G was Macphail werkzaam op de kredietafdeling van Dresdner Kleinwort Benson, nadat hij eerder een tijd als toezichthouder had gewerkt bij de Bank of England binnen de UK Banks Division. Macphail begon zijn carrière in het graduate-training programma bij Bank of Scotland. Hij heeft een Master-diploma behaald in Economie en Economische Geschiedenis aan de Universiteit van Edinburgh. Hij is tevens lid van het Chartered Institute of Bankers in Schotland en zit in het bestuur van de European Private Placement Association.



Foto: Archief LGIM



> **Steven Osborne** is werkzaam bij ICG sinds 2016 en is verantwoordelijk voor het origineren en uitvoeren van transacties in het Senior Debt team. Voor ICG heeft Osborne negen jaar bij Wells Fargo Capital Finance gewerkt. Eerst werkte hij in het Asset Based Lending Team, later was hij verantwoordelijk voor het opzetten van het Europese kantoor voor technologie-financiering. Osborne's verantwoordelijkheden bij Wells Fargo besloegen het portfolio-management, het vinden van nieuwe investeringsmogelijkheden en het uitvoeren daarvan. Eerder werkte Osborne bij RBS en Bank of America.

factoren spelen een rol bij de totstandkoming van het rendement en de houdbaarheid ervan. Het is interessant om een vergelijking te trekken met de rendementen uit het verleden. Zijn ze door de tijd heen op hetzelfde niveau blijven staan? Absoluut niet.

Rendementen binnen individuele strategieën zullen schommelen, sommige zullen afnemen en andere zullen toenemen. Dat is gewoon de aard van de markten. Ofwel je vertraagt het beleggen wanneer je denkt dat de rendementen lager zullen zijn, ofwel je versnelt het beleggen wanneer je denkt dat de rendementen hoger zullen zijn, ofwel je diversifieert over asset classes heen en kiest voor een meer multi-strategische aanpak om een consistentere rendement te behalen.'

Nederlandse beleggers houden in het algemeen niet van leverage. Wat is jullie mening over het toepassen van leverage bij alternative credit strategieën?

Van den Elsaker: 'Die afkeer bestaat er inderdaad, met name in Nederland en in bredere zin in heel Europa. Wij zijn ook kritisch ten aanzien van leverage, maar het is hierbij wel belangrijk om te kijken om wat voor soort leverage het gaat. Als je kijkt naar leverage gedreven door capital call facilities of commitment facilities, is dat wel meer marktpraktijk aan het worden. Dergelijke leverage wordt meestal niet gedekt door de onderliggende activa, maar door LP-verbintenissen, dus je zou kunnen beargumenteren dat dat een beetje anders is. Als je kijkt naar een typische fund leverage, dan zijn we heel kritisch over hoe de verwachte rendementen en de kwetsbaarheid in drawdown scenario's zullen zijn. Wij kijken meestal naar

De verwachting is dat er een zekere consolidatie op de markt zal komen, met name in de middle market. Het is met de toestroom van veel nieuwkomers tamelijk druk geworden. De grote, gevestigde partijen zullen blijven groeien.

sectoren of mandaten met weinig leverage. We vinden dat strategieën op eigen benen moeten staan. Als ze leverage nodig hebben om tot het vereiste rendement te komen, zal het moeilijk voor ons zijn om daar in te stappen.'

Howard: 'Je zou geen leverage nodig moeten hebben om tot een vereist rendement te komen, maar mensen veronderstellen ook dat een beetje leverage het risico niet echt verandert. Ik, en met mij veel beleggers, zullen het daar niet mee eens zijn, omdat je de facto het risico verhoogt door die leverage toe te passen. Uiteindelijk draait het echter allemaal om het meten en beoordelen van het risico om het betreffende rendement te behalen. Er zijn veel verschillende manieren om dit doel te bereiken, maar Solvency II is heel nuttig geweest door een gouden standaard vast te leggen ten aanzien van wat je zou moeten doen.'

Hoe kun je het beste een private debt manager selecteren?

Reynolds: 'Het is essentieel om te kijken naar hoe lang een private debt-manager al op de private debt-markt opereert en wat het trackrecord is. De ervaring van een team dat bij elkaar blijft, in het bijzonder tijdens een crisis, doet er enorm toe. De manager moet genoeg expertise en ervaring bezitten op het gebied van credits, underwriting, due diligence en de toegang tot de markt. Dat geldt ook voor de uitleg hoe alles werkt.'

Howard: 'De afstemming van belangen is absoluut essentieel.'

Macphail: 'Het is goed om te zien of een manager een duidelijk, doordacht beleggingsbeleid heeft voor wat hij in de markt wil doen en waarom, en hoe hij dat wil uitvoeren. Het moet duidelijk zijn hoe gedisciplineerd de manager de private debt-markt benadert. Het is als het ware de lijm die alles samenbrengt.'

Is de expertise van een beleggingscommissie of een fiduciair manager noodzakelijk om in private debt te beleggen?

Van den Elsaker: 'Ik weet zeker dat het helpt. Het hangt er een beetje van af of de fiduciaire manager discretionaire

bevoegdheid heeft, of ook de goedkeuring van de klant nodig heeft. Bij het opzetten van een product voor onze klanten heb ik ervaren dat hun expertise erg kan verschillen. Sommige klanten schrikken terug voor de heterogene aard van alternative credit. Te complex, zo oordelen ze. Andere cliënten, met misschien wat meer ervaring en expertise in deze asset class, blijken sneller bereid om de exposure te verhogen vanwege de laagrentende omgeving waarin we ons bevinden. Bij de presentatie aan cliënten helpt het als er sprake is van enige kennis en ervaring, zodat je niet vanaf nul hoeft te beginnen.'

Howard: 'We besteden enorm veel tijd met beleggers, fiduciaire managers en consultants aan het doornemen van de details van een product en het verduidelijken van de toegevoegde waarde. Wat is het risico? Hoe krijg je er toegang toe? Omdat er niet veel openbare informatie beschikbaar is,

moet je bij investeringen in private debt veel markt- en sectorinformatie verstrekken. Educatie is broodnodig om te bereiken dat beleggers weloverwogen beslissingen kunnen nemen ten behoeve van hun organisatie of klanten, om er zodoende zeker van te zijn dat ze de kansen goed inschatten.'

Macphail: 'Educatie is inderdaad een belangrijk punt bij het vergroten van de deskundigheid van een beleggingscomité of een fiduciair manager. Dat geldt voor vele terreinen. Private markten kunnen ondoorzichtig lijken en vereisen wat due diligence van mensen die er minder vertrouwd mee zijn om te begrijpen wat de rendementen bepaalt, wat de algemene marktcontext is of gewoon om de reikwijdte van de beleggingsmogelijkheden te vatten.'

Reynolds: 'Focus helpt. Als je te maken hebt met mensen die iets meer weten over een bepaalde sector, dan leidt dat tot

Financial Investigator stelde Victor van Will, verantwoordelijk voor private credit bij MN, ook 2 vragen over private debt & alternative credit:

Welke private debt-strategieën voegen op dit moment de meeste waarde toe aan de beleggingsportefeuille?

'Voor een langetermijnbelegger is het meestal minder belangrijk waar op een moment de meeste of minste waarde in het beleggingsuniversum zit. Grotere institutionele beleggers hebben vaak dusdanig grote portefeuilles, dat het tactisch schuiven tussen deelmarkten niet mogelijk is. Pensioenfondsen beleggen tegen een verplichtingenbenchmark en kiezen in hun portfeuillemix een samenstelling die voldoet aan een bepaald overrendement over een bepaalde periode. De enige mogelijkheid om wel keuzes tussen de verschillende segmenten te maken, ontstaat als er vanuit een gehele portefeuillecontext nieuw geld belegd dient te worden om aan de hogere strategische invulling van de portefeuille te voldoen. Daarnaast zijn pensioenfondsen, buiten hypotheek, nog niet echt belegd in private debt-strategieën. De meeste beginnen nu keuzes te maken om serieuze allocaties op te bouwen in bijvoorbeeld infrastructuurleningen of private bedrijfsleningen.'

Zouden mandaten meer gericht moeten zijn op credit risk dan op instrumenten als leveraged loans, private placements en Schuldscheine?

'Door de verscheidenheid aan instrumenten en gespecialiseerde managers is private corporate debt een complexe markt voor beleggers om keuzes in te maken. In de basis draait het om kredietrisico en de manier waarop in de documentatie de belangen van de kredietverschaffers worden beschermd. Een onderneming die een lening wil aangaan, kan kiezen uit verschillende instrumenten, zoals bijvoorbeeld een banklening, een onderhandse lening, een Schuldscheine of een publieke lening. Vaak zitten de nuanceverschillen in looptijd en documentatie. Het is daarom voor beleggers van essentieel belang kredietrisico goed te onderbouwen bij de keuze van een marktsegment/instrument. Definiëring aan de hand van soort tegenpartij (bijvoorbeeld bedrijf, consument of project), rating, schuldratio en looptijden kunnen daarbij een goede leidraad vormen. Hierdoor is het kredietrisico bepalend, kan meer spreiding worden verkregen over de verschillende marktinstrumenten en is men minder afhankelijk van de trends op de onderliggende markten.'





> **James Reynolds** is Global Co-Head van de Private Credit Group (PCG) en Hoofd van het EMEA Asset Management Division Credit Team bij Goldman Sachs. Ook is hij lid van de Corporate, Credit en de Specialty Lending Group Investment Committees. Reynolds begon in 2000 bij Goldman Sachs als Analyst en werd in 2007 benoemd tot Managing Director en in 2010 tot Partner. Hij behaalde een Bachelor aan de École Nationale des Ponts et Chaussées in 1998 en een Master van MIT in 2000.

betere inhoudelijke discussies. De grondigheid neemt daardoor toe. Als je het rendement wilt beoordelen, moet je het onderliggende risico kunnen beoordelen. Dat kun je alleen tot op zekere hoogte doen als je beschikt over enige mate van expertise. Anders is het moeilijk de strategie te begrijpen en kun je datgene wat er beschikbaar is ook niet vergelijken, zowel op de private markten als op de publieke markten.'

Is ESG, in vergelijking met andere private market-strategieën, voldoende geïntegreerd in private debt?

Osborne: 'Als private debt provider kun je uiteindelijk geen invloed uitoefenen op de strategie van een bedrijf, dat is gewoon een gegeven, gezien je rol en je relatie. Wat je wel kunt doen, is ESG tot middelpunt maken door middel van screening voordat je in een onderneming belegt en na de investering altijd na te vragen hoe het ervoor staat, zowel door surveys als in persoonlijke gesprekken. We geven de

voorkeur aan bedrijven die ESG-beleid in hun hart sluiten. Dat beleid verandert natuurlijk voortdurend, maar het is iets wat we heel serieus nemen en ik zie het mettertijd alleen maar een belangrijker factor worden voor bedrijven en voor beleggers.'

Howard: 'Door pressie uit te oefenen, kun je gedrag sturen naar betere praktijken. Er is zo'n momentum in ESG dat het nu echt een verandering aan het teweegbrengen is. Bedrijven beginnen het echt serieus te nemen. Je zult zien dat er minder financiering beschikbaar komt voor bedrijven die niet binnen de aanvaardbare norm van good practices passen.' «

Bij private debt gaat het naast de risico-rendementsverhouding ook om de snelheid waarmee portefeuilles opgebouwd en afgebouwd kunnen worden.

CONCLUSIE

Private debt is als asset class sterk in opkomst, maar heeft nog wel een lange weg te gaan. Er is inmiddels een veelvoud aan segmenten en strategieën waaruit institutionele beleggers kunnen kiezen. Zo kan worden gekozen uit strategieën die beleggers toegang geven tot verschillende delen van de kapitaalstructuur, met verschillende aspecten wat betreft de risico-rendementsverhouding. Zeker is dat private debt in de huidige omgeving, waarin de rendementen binnen fixed income onder druk staan, een opening kan bieden naar meer rendement. Bovendien zijn er voor institutionele beleggers die zich primair op publieke markten begeven bij private debt diversificatievoordelen te behalen. Denk dan aan voordelen op het gebied van geografische spreiding, sectoren, duration

en de kwaliteit van het krediet. Cruciaal is dat beleggers zich bewust zijn van de risico's die zij willen en bereid zijn te nemen. Een specifiek risico zit in de kwaliteit van de managers waarmee in zee wordt gegaan. Een essentiële stap is dan ook om managers aan een grondig onderzoek te onderwerpen en te doorgronden of ze aan de gestelde eisen kunnen voldoen. Belangrijk is om managers in te schakelen die hun kwaliteit hebben bewezen. We zitten nu in een periode waarin het kaf van het koren wordt gescheiden. Hierbij zal duidelijk worden wie de juiste bedrijven heeft weten te selecteren, wie de juiste capaciteiten heeft om zich te buigen over herstructureringszaken en wie de nodige ervaring heeft om problemen bij een bedrijf de goede kant op te duwen.

ALTERNATIVE CREDITS EN DE BELONING VOOR ILLIQUIDITEIT

Door Harry Geels

Nu de vastrentende markten worden gekenmerkt door lage rendementen en krappe spreads, wenden veel institutionele beleggers zich tot alternatieve creditstrategieën om het rendement te verhogen en het risico te spreiden. Er is echter een trade-off, namelijk illiquiditeit. Hoe hoog is die illiquiditeitspremie nu eigenlijk en kan die verschillen in de tijd?

Voor het beleggen in alternative fixed income worden diverse redenen gegeven, waarvan de extra premie boven de normale credit spread, de zogeheten illiquiditeitspremie, de belangrijkste is. Over deze illiquiditeitspremie is weinig geschreven en het is nog maar de vraag of die überhaupt goed onderbouwd kan worden. Naar de hoogte hiervan is wel het nodige onderzoek gedaan. Dit heeft geleid tot de volgende drie vragen: (1) Wat zijn de krachten achter deze premie? (2) Kan de hoogte ervan goed worden gemeten? (3) Is de hoogte stabiel, of kan de premie in de tijd variëren?

UNIVERSUM ALTERNATIVE FIXED INCOME

Onder alternative fixed income worden over het algemeen alle soorten obligaties geschaard die niet vallen onder publiek verhandelde investment grade staats- en bedrijfsobligaties. Het spectrum van alternative fixed income kan vervolgens worden opgedeeld in twee groepen: publiek en privaat verhandelde obligaties. Zie Figuur 1, waarin de mate waarin de liquiditeit van alle segmenten verschilt schematisch wordt afgebeeld, en Tabel 1, waarin de verschillende alternative fixed income-segmenten worden omschreven.

FACTOREN DIE ILLIQUIDITEIT BEPALEN

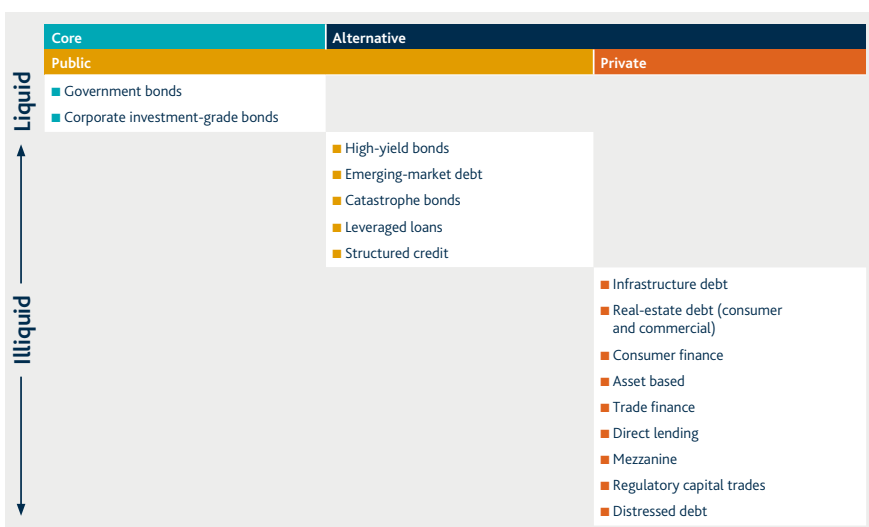
Er worden globaal vier factoren genoemd die de hoogte van de illiquiditeitspread bepalen. Ten eerste de transactiekosten,

die expliciet kunnen zijn, zoals bied-laot spreads en brokerkosten, maar ook indirect, zoals slippage en koersimpact (hoeveel een grote ordertransactie de prijs van de belegging beweegt). Ten tweede de vraag-en-aanbodverhoudingen en de risico's die market makers hebben bij het zich efficiënt kunnen hedgen. Ten derde de asymmetrische informatie-verhoudingen: de kopers weten doorgaans minder dan de verkopers en voor dit risico willen de kopers gecompenseerd worden. En ten vierde de zoekfricties, een maatstaf voor de moeite die het kost om een tegenpartij voor een transactie te vinden. Sommige van deze factoren

werken ook op elkaar in. In markten waar zoekfricties bijvoorbeeld een belangrijke rol spelen, zijn de transactiekosten gewoonlijk ook hoger.

Theoretisch kan de illiquiditeitspremie worden gedefinieerd als het verschil tussen de waargenomen spread van een belegging en die van een hypothetische belegging die in alle opzichten identiek is, behalve dat deze volkomen liquide is. Kortom, de illiquiditeitspremie is het ex-ante verschil in spread van een illiquide belegging ten opzichte van een vergelijkbare meer liquide benchmark-belegging. Het grote probleem is dat het

Figuur 1: De verschillende obligatiemarkten en veronderstelde illiquiditeitspremies



Bron: Understanding the illiquidity premium in fixed-income markets, Hermes Investment Management, Q3 2019.

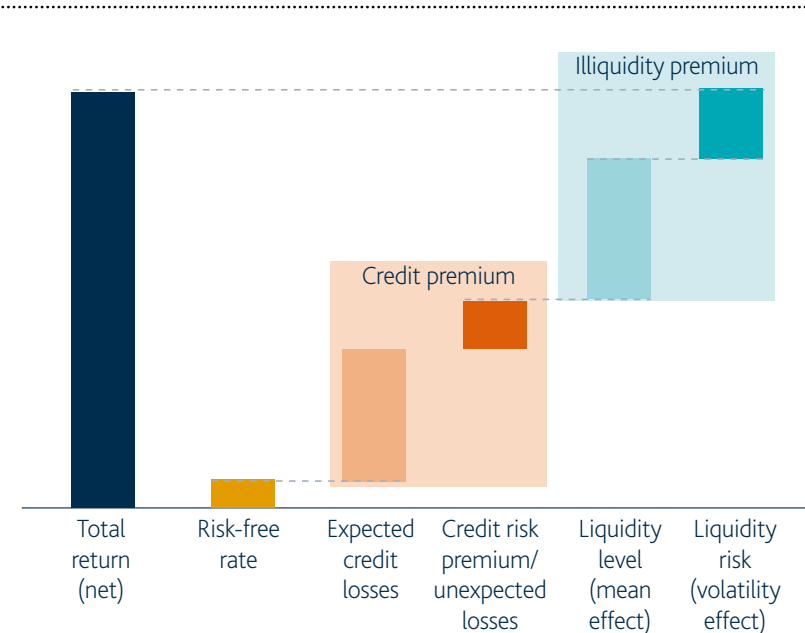
lastig is exacte benchmarkbeleggingen te vinden, waardoor de precieze hoogte van de illiquiditeitspremie zich moeilijk empirisch laat vaststellen. Het is verder een complicatie dat de illiquiditeit ook weer een 'proxy' kan zijn voor andere factoren, zoals complexiteit, schaarste en 'size'.

Verder hebben diverse studies aangetoond dat de illiquiditeitspremie door de tijd kan variëren, afhankelijk van de fase van de economische cyclus, sentimenten en vraag- en aanbodverhoudingen. De vraag is ook nog of een eventueel vastgestelde illiquiditeitspremie voldoende compensatie geeft voor het risico. Volgens Khalid Khan, Senior Credit Structurer van Hermes IM, is een premie nooit gratis. Een onderschat risico is bijvoorbeeld dat onder slechte marktcondities er alleen met grote discounts kan worden verkocht. Er zijn verder goede aanwijzingen dat het staartrisiko ook hoger is dan bij liquide beleggingen. De standaarddeviatie van de rendementen zegt hier lang niet alles. De Sharpe-ratio is geen goede maatstaf voor het beoordelen van illiquide beleggingen. CAT bonds kunnen bijvoorbeeld getroffen worden door een aaneenschakeling van nooit eerder voorgekomen rampen. Infrastructuur debt kan last krijgen van andere wettelijke bepalingen.

DE POTENTIËLE HOOGTE VAN DE PREMIE

Er is geen universeel aanvaarde benadering voor het kwantificeren van de illiquiditeitspremie in welk subsegment van alternative fixed income dan ook. Het gebrek aan gegevens over veel private markten helpt de zaak niet. Toch lijkt de academische literatuur het erover eens te zijn dat er een illiquiditeitspremie bestaat. Wetenschappelijke studies maken over het algemeen gebruik van regressiemodellen om rendementen in verschillende buckets van bijvoorbeeld bid-ask spreads, handelsvolume en of gegevens uit limietorderboeken om de illiquiditeitspremie te meten. Ook zijn modellen ontwikkeld om een theoretische spread te bepalen. Het verschil tussen de theoretische spread en de werkelijke

Figuur 2: De ontrafeling van de verschillende componenten van de illiquiditeitspremie



Bron: Understanding the illiquidity premium in fixed-income markets, Hermes Investment Management, Q3 2019.

spread wordt doorgaans als de liquiditeitspremie beschouwd. Sommige studies volgen een ontrafelingsbenadering (zie Figuur 2).

De credit spread omvat een compensatie voor verwachte kredietverliezen die een permanent verlies van vermogen opleveren (dit kan ontstaan door wanbetalingen of door een verlaging van de kredietwaardigheidsbeoordeling) en verdere risicoaversie die ontstaat als gevolg van de onzekerheid over deze verliezen. De resterende 'onverklaarde' spread is de illiquiditeitspremie. Deze kan verder worden uitgesplitst in een liquiditeitspremie, die de verwachte illiquiditeit van de belegging compenseert, en een liquiditeitsrisicopremie, die de onvoorspelbare variatie in het niveau van liquiditeit meet. De twee componenten van de illiquiditeitspremie zijn vaak moeilijk met enige mate van zekerheid te ontwarren. Uit studies blijkt dat er in de meeste gevallen een positieve correlatie zit tussen beide premies, hetgeen het moeilijk maakt de premie toe te schrijven aan hetzij het liquiditeitsniveau (gemiddeld effect), hetzij het liquiditeitsrisico (volatiliteitseffect).

Ondanks de beperkingen van de studies tot nu toe lijkt er een brede consensus te zijn dat de illiquiditeitspremie kan worden gekwantificeerd door de kredietrisicopremies uit de spread van een bepaalde belegging te vergelijken met een liquide benchmark. Het is echter te eenvoudig om deze premie alleen als de illiquiditeitspremie te behandelen. Algemeen wordt aangenomen dat slechts 25%-40% van de spreads van bedrijfsobligaties toe te schrijven zijn aan kredietrisico. Daarom moeten beweringen over de historische of toekomstige omvang van de illiquiditeitspremie, bijvoorbeeld die suggereren dat de resterende spreads hierdoor worden bepaald, met enige voorzichtigheid worden bejegend. Dit gezegd hebbende, concluderen veel empirische studies dat een illiquiditeitspremie op de kredietmarkten bestaat en de omvang ervan wordt geschat op 0% tot 3% per jaar, afhankelijk van het subsegment, de periode, gegevensbron en methodologie. Studies over illiquiditeitspremies zijn niet consistent. Het is frustrerend dat vroegere studies over illiquiditeitspremies voornamelijk beperkt zijn

gebleven tot bedrijfsobligaties, de meest liquide sub-asset class in het kredietuniversum. Er zijn weinig studies naar de meer illiquide subsegmenten van alternative fixed income, meestal als gevolg van het eerder genoemde gebrek aan goede datareeksen.

FLUCTUATIES VAN DE ILLIQUIDITEITSPREMIES IN DE TIJD

Er wordt vaak beweerd dat de illiquiditeitspremie non-systematisch zijn, dus onafhankelijk van de huidige cycli in de economie. Dit lijkt onwaarschijnlijk, vanwege veranderende regulering, het monetaire beleid en

interesses van beleggers. De laatste jaren is de interesse voor bijvoorbeeld direct lending aan SME en hypotheek enorm toegenomen. Er kunnen drie hypothesen worden getest. Ten eerste dat de illiquiditeitspremie toeneemt in tijden van stress en afneemt in kalmere perioden. Ten tweede: hoe langer de looptijd van een bepaald type obligatie, hoe hoger de illiquiditeitspremie. En ten derde: hoe hoger de credit rating, hoe groter de illiquiditeitspremie.

Op basis van onderzoek van Hermes IM werd vastgesteld dat alleen periodes van hoge tot extreme liquiditeitsspanning

resulteren in een wijdverspreide stijging van de illiquiditeitspremie in de kredietmarkten, waarbij elke verandering in de premie onder meer door gunstige omstandigheden wordt veroorzaakt door specifieke factoren in een bepaald subsegment. Verder werd vastgesteld dat leningen met een hogere rating naar verhouding meer liquide zijn dan leningen met een lagere rating. Tevens kan worden waargenomen dat hoe langer de looptijd is, hoe hoger de illiquiditeitspremie. Deze uitkomsten komen overeen met andere wetenschappelijke onderzoeken. «

Tabel 1: Soorten van alternative credit

Soorten alternative credit	Omschrijving
High yield	High yield is schuld papier uitgegeven door ondernemingen en overheden met een rating lager dan BBB.
EMD of Frontier debt	Emerging Market Debt (EMD) en Frontier Debt zijn obligaties uitgegeven in opkomende markten en frontiermarkten. Ze kunnen investment grade of high yield zijn en in harde (meestal USD) of lokale valuta's worden uitgegeven.
Catastrophe bonds	Catastrophe bonds, ook wel CAT bonds of ILS (Insurance Linked Securities) genoemd, zijn hoogrentende schuldinstrumenten, meestal met een looptijd van drie tot vijf jaar. Ze zijn ontworpen om geld in te zamelen voor verzekeraars voor het geval zich een ramp zoals een tornado voordoet. De verzekeraar hoeft de rente en aflossing niet of slechts gedeeltelijk te betalen wanneer die ramp zich eenmaal voordoet.
Leveraged loans	Leveraged loans, oftewel bank loans, zijn high yield-obligaties met een variabele rente, maar uitgegeven met een onderpand (secured loans), vaak ten behoeve van een leveraged buyout, of het herstructureren van schulden.
Structured credit	Structured Credit is een breed begrip dat over het algemeen verwijst naar de methode van pooling van schuldverplichtingen en vervolgens naar de herverdeling van de bijbehorende cashflows. Daarbij worden de bijbehorende risico's in theorie tegelijkertijd herverdeeld, vaak in de vorm van complexere gestructureerde kredietinstrumenten zoals CMOs, CLOs en Credit Default Swaps.
Illiquid credit/private credit	Zeer gevarieerd segment van obligaties die rechtstreeks door bedrijven aan beleggers worden uitgegeven. De meest bekende vormen zijn infrastructure debt, real estate debt en SME-leningen (leningen verstrekt aan mid- en smallcaps, waar banken zich als leningverstrekkers hebben teruggetrokken). Andere bekende vormen zijn mezzanine, handelsfinancieringen en distressed debt. Rentes kunnen variabel of vast zijn.

Bron: Financial Investigator

SAMENVATTING

- Er zijn globaal vier factoren die de hoogte van de illiquiditeits-spread bepalen: (1) impliciete en expliciete transactiekosten, (2) vraag-en-aanbodverhoudingen, (3) de risico's waar die market makers mee te maken hebben bij het zich efficiënt kunnen hedgen en (4) asymmetrische informatieverhoudingen.
- Het grote probleem is dat het lastig is exacte benchmark-beleggingen te vinden, waardoor de precieze hoogte van de illiquiditeitspremie zich moeilijk empirisch laat vaststellen.
- Er is geen universeel aanvaarde benadering voor het kwantificeren van de illiquiditeitspremie, maar hij ligt volgens de meeste studies tussen de 0 en 3%. Deze premie is niet stabiel.
- De illiquiditeitspremie neemt grosso modo toe in perioden van stress, bij slechtere credit ratings en bij langere looptijden.

Bron: Illiquidity, Understanding the premium in fixed-income markets Hermes Investment Management, Khalid Khan, Senior Credit Structurer, Hermes Investment Management.

DE UITDAGINGEN VAN DIRECT LENDING WORDEN LANGZAAM OVERWONNEN

Door Harry Geels

Binnen het segment van private debt wint direct lending, oftewel het verstrekken van leningen aan middelgrote en kleine bedrijven, langzaam terrein.

Er zijn weliswaar uitdagingen, maar de hogere yields en de flexibiliteit om er een specifiek duurzaam beleggingsbeleid mee vorm te kunnen geven, zijn aantrekkelijk. Dat geven Martine Vissers (AF Advisors), Philip Tan (Polestar Capital) en Hans de Ruiter (Pensioenfonds TNO) aan in een mini-Ronde Tafel over direct lending.

Direct lending valt onder private debt. Welke sub-asset classes kunnen we binnen direct lending onderscheiden?

Martine Vissers: 'Als we binnen het spectrum van private debt specifiek naar direct lending kijken, hebben we het over directe leningen aan middelgrote en kleine bedrijven. Dit zijn 'gewone' bedrijfsleningen, oftewel 'corporate lending', die bestaan uit senior, mezzanine en junior loans, dit alles met of zonder onderpand. Daarnaast zitten er in het private debt-spectrum ook nog consumentenleningen, denk aan hypotheek, autoleningen, creditcards en beleggingen in de reële economie, zoals infra debt en real estate debt. De leningen bij MKB direct lending bedragen

meestal tussen de € 3 tot € 25 miljoen en bij middle market direct lending loopt dit op tot circa € 150 miljoen. Er is tot slot nog een groot verschil met de publieke obligatiemarkten, namelijk dat het om niet-gestandaardiseerde leningen gaat.'

Hans de Ruiter: 'Er zijn ook grote direct lending-partijen die deals met nog grotere tickets uitzetten, soms in samenwerking met andere partijen (de zogenaamde club deals). Er is nog een goede casus te maken om ook hypotheek onder direct lending te scharen. Dit is voor Nederlandse pensioenfondsen een belangrijke sub-asset class, met meer gestandaardiseerde contracten. Het beleggen in direct lending gaat bij Nederlandse pensioenfondsen, op enkele grote na, altijd middels beleggingsfondsen. In het verleden hebben verzekeraars zelf portefeuilles gebouwd.'

Philip Tan: 'We zijn een aanbieder van een direct lending fund. Binnen dit fund bouwen we op basis van een specifiek risicorendementsprofiel van een klant of groep klanten een portefeuille van leningen op. Vanwege de vaak bijzondere financieringsbehoefte van middelgrote en kleine bedrijven hebben fund managers specifieke kennis over dit soort bedrijven nodig. Hier beschikken de meeste pensioenfondsen zelf niet over. Zo kan je van kleine jonge bedrijven niet hetzelfde niveau aan deliverables verwachten als je in de grootzakelijke markt ziet. Dat vormt een uitdaging bij het verstrekken van een financiering. Wij richten ons overigens alleen op duurzame initiatieven en ondernemingen, met financieringstickets tussen de € 2 en € 20 miljoen.'

Zijn er belangrijke verschillen tussen de direct lending-markten van de Verenigde Staten en Europa? En zijn er verschillen binnen Europa?

De Ruiter: 'Tussen Europa en de VS zit een wereld van verschil. De Amerikaanse markt is veel groter dan die van Europa. Daarnaast is die laatste van oudsher altijd een bankenmarkt is geweest. In de VS gaat



Foto: Archief AF Advisors

Martine Vissers

nog maar zo'n 30% van de bedrijfsfinancieringen via de banken. In Europa ligt dat percentage eerder op de 70%. De VS maakt ongeveer 80% van de wereldmarkt uit. In Europa zagen we een kantelpunt in de kredietcrisis. Daarna hebben banken steeds meer regelgeving over zich heen gekregen, wat de disintermediatie wat heeft versneld, vooral wat betreft de financiering van kleinere bedrijven.'

Vissers: 'Wat betreft fund raising is er in 2020 in totaal \$ 119 miljard aan kapitaal opgehaald, waarbij er in de VS meer dan twee keer zoveel is opgehaald als in Europa. Het gat wordt wel kleiner, maar is inderdaad nog erg groot. Of het gat ooit gedicht gaat worden? Nee, Europa blijft een echte bankenmarkt. In de VS is de disintermediatie door de Dodd-Frank Act nog eens in een stroomversnelling terechtgekomen. Specifiek voor Nederland geldt dat de toezichthouder nog steeds terughoudend is als het om direct lending gaat. Voor hypotheek is dat anders, waarschijnlijk vanwege de meer gestandaardiseerde contracten.'

Tan: 'Veel bedrijven die bij ons aankloppen, kregen eerst nul op het rekest van de banken. Ze weten dat ze bij ons duurder uit zijn, in de vorm van een hogere rente, en dat ze een grondiger due diligence mogen verwachten. Maar daar staat meer maatwerk tegenover, daar waar banken eerder met standaardcontracten werken. Private equity-partijen zijn nog duurder: voor hen is het niet mogelijk de benodigde financiering geheel in eigen vermogen te verstrekken. Daarom vullen wij het financieringsgat tussen de banken en de private equity-partijen.'

Wat is er nodig om direct lending echt geschikt te maken voor de institutionele markt?

Vissers: 'Pensioenfondsen zouden eerst moeten bedenken welke plek direct lending in de portefeuille inneemt. De uitdagingen zijn dan bijvoorbeeld wat voor risico-rendementsprofiel en welke benchmark er kan worden gebruikt. Verder ontbreekt een lang en betrouwbaar trackrecord, of beter geformuleerd: het trackrecord is niet publiek. Banken en verzekeraars zullen dit trackrecord niet openbaar maken. De beleggingscategorie heeft bovendien nog niet een volledige opwaartse en neerwaartse cyclus doorgemaakt. Tot slot ontbreekt het bij veel pensioenfondsen nog aan kennis. De markt moet dus nog volwassener worden.'

De Ruiter: 'Eens. Het is belangrijk dat pensioenfondsen kunnen vertrouwen op een gunstiger risico-rendementsprofiel dan dat van de publieke obligatiemarkten. Dit gunstigere profiel wordt vaak toegeschreven aan de illiquiditeits- en complexiteitspremie, maar dat zijn ten dele vooral academische begrippen, om maar een theoretische verklaring te hebben voor het rendementsverschil. Beide premies zijn nauwelijks eenduidig vast te stellen. Ik denk overigens dat wanneer een institutionele belegger een belegging te complex vindt, hij er dan niet in belegt. Althans, dat hoop ik. Er zit eigenlijk nóg een beloning in de markt voor direct lending, namelijk de origination fee. Deze fee, die zo'n 2-3% bedraagt, verdwijnt bij financiering via de bank in de zakken van de bank. Bij direct lending gaat dit naar de investeerder. Het is verder ook belangrijk dat de markt een bepaalde omvang krijgt, zodat

Foto: Archief Polestar Capital



Philip Tan

grote pensioenfondsen daar gemakkelijk in kunnen opereren. Tot slot hebben veel fund managers in deze markt nog niet zoveel ervaring met de eisen, bijvoorbeeld op het gebied van juridische structureringen en rapportages, die professionele beleggers stellen. Ook dat moet nog groeien. Dit laatste geldt met name voor de kleinere fund managers.'

Tan: 'Leningen in een direct lending-portefeuille zijn vaak niet homogeen: bijvoorbeeld voor een deel senior, een deel unitranche en een deel mezzanine. Veel institutionele beleggers kunnen daar niet goed mee uit de voeten. Ik zou de complexiteitspremie dus anders willen omschrijven: institutionele beleggers vinden deze markt zo complex, dat ze er een premie voor eisen. Er zijn nog weinig standaarden, wat natuurlijk niet helpt. Het is inderdaad ook nog zoeken naar een goede benchmark. Volgens mij gaat de discussie niet zo zeer over de vraag of er een vergelijkbare liquide benchmark is – een high yield- of syndicated loan-index voldoet al snel – maar wat dan de premie is die we bovenop die benchmark kunnen plakken. Daar is weinig onderbouwing voor, zeker voor mezzanine. De instituten waarmee wij praten, komen ook allemaal weer met een ander verhaal.'

Hoe verhoudt zich bij institutionele beleggers in Nederland de allocatie van private debt met die van private equity?

De Ruiter: 'Als we naar het hele spectrum van private debt kijken, dus inclusief direct lending en hypotheek, is private debt ondanks alle besproken uitdagingen door institutionele beleggers meer omarmd dan private equity. En dat is op zich bijzonder, omdat private equity al jaren een volwassen markt is. Slechts een minderheid van de Nederlandse pensioenfondsen belegt in private equity en als ze het al doen, is de allocatie niet zo groot. Direct lending is nog wél een nichemarkt, om de eerdergenoemde redenen.'

Vissers: 'Private debt is ontstaan als gevolg van de disintermediatie. Private equity bestaat al veel langer en is van de disintermediatie ook niet afhankelijk geweest. Over vijf jaar zullen we een ander gesprek over private debt voeren. Dan zal deze markt verder ontwikkeld zijn. Tegen die tijd is ook de uitwerking van het nieuwe pensioenakkoord en de uitwerking op beleggingsportefeuilles bekend.'

Tan: 'Tot nog niet zo lang geleden kregen we vaak van beleggers te horen dat ze of in private equity belegden, of in de standaard obligatiecategorieën. Tegenwoordig hebben steeds meer beleggers wel een idee bij private debt en waar het in de portefeuille past. Er zijn twee redenen waarom de beleggingscategorie steeds meer omarmd zal worden: een fundamentele reden, zeg maar de extra premie, en de mogelijkheid er maatschappelijk verantwoord beleggen in te integreren. Natuurlijk zijn er de green bonds, maar met private debt kunnen beleggers veel specifiekere en meetbaardere duurzame criteria inbouwen.'

Wat kan de rol van direct lending zijn binnen een institutionele beleggingsportefeuille?

Vissers: 'Direct lending heeft overeenkomsten met vastrentende waarden, maar wordt onder andere door het buy-and-hold-karakter (beperkte liquiditeit) en de waarderingsmethodiek (market-to-model) vaker in de totale portefeuille als een aparte allocatie opgenomen. Wel wordt deze allocatie vaak door het team Vastrentende Waarden uitgevoerd.'

De Ruiter: 'Hypotheeken zetten wij in de matchingportefeuille. Onze direct lending-leningen zijn meestal 'subordinate' en worden in de returnportefeuille geplaatst. In het kader van direct lending in de returnportefeuille is het interessant om op te merken dat de meeste leningen een variabele rente kennen. Dat biedt bescherming tegen een stijgende rente en tegen een oplopende inflatie. Dat is voor een pensioenfonds best interessant.'

Maatschappelijk Verantwoord Beleggen (MVB) wordt steeds belangrijker. Hoe past direct lending in deze ontwikkeling?

Tan: 'Dit is de essentie van onze dienstverlening. Direct lending leent zich bij uitstek om met die bedrijven zaken te doen die passen bij een bepaald duurzaamheidsplaatje dat een belegger nastreeft. Vervolgens borrelt dan wel snel de kostendiscussie op. Vergeleken met de vastrentende portefeuille is het natuurlijk een vrij dure beleggingscategorie, wat kosten betreft een bijna private equity-achtige

oplossing. We moeten beleggers ervan zien te overtuigen dat de extra kosten opwegen tegen het maatwerk dat geleverd wordt, in zowel financieel als maatschappelijk rendement. Dat lukt steeds beter.'

Vissers: 'Institutionele beleggers hebben steeds meer aandacht voor MVB. Dat wordt nu nog meer versneld door de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR). De volgende vraag is dan welke beleggingscategorieën hier al voldoende ontwikkeling op hebben doorgemaakt. In eerste instantie natuurlijk de green bonds en daarna volgen de illiquide beleggingen. Pensioenfondsen willen hiermee vooroplopen en durven daar zelfs ook risico in te nemen. Dat kan direct lending helpen in zijn ontwikkeling, enerzijds omdat zo direct invloed kan worden uitgeoefend op welke MKB-bedrijven worden gefinancierd, anderzijds omdat deze beleggingscategorie zich zo op lokale MKBs richt. Het lokale financieringsprobleem oplossen mét aandacht voor duurzaamheid past prima binnen een MVB-kader.'

Wat is de mogelijke impact van het nieuwe Pensioenakkoord op de aantrekkelijkheid van direct lending?

De Ruiter: 'Het gaat hier over de vraag of er meer ruimte komt voor illiquide beleggingen. In het nieuwe Pensioenakkoord ontstaat meer ruimte voor de langeretermijnambitie. Daarmee ontstaat ook meer ruimte om te beleggen in 'assets' met een langere horizon. Daar passen illiquide beleggingen prima bij. Het gaat de communicatie met deelnemers ook helpen. Ze zullen veel meer worden betrokken in de weg naar het einddoel toe. Illiquide beleggingen zijn minder sentimentsgevoelig en geven aldus rustigere beleggingsresultaten, wat de gemoedrust van deelnemers ten goede komt. De route naar het einddoel wordt immers minder volatiel.'

Vissers: 'Voor een van onze klanten hebben we onderzocht hoe hun deelnemers het liefste zouden beleggen. Duurzaam beleggen blijkt heel belangrijk te zijn. In het nieuwe Pensioenakkoord wordt de verbinding met duurzaamheid veel groter en private markten lenen zich goed om daar een invulling aan te geven. Directe leningen aan bepaalde soorten bedrijven, bijvoorbeeld een duurzaam agrarisch bedrijf, of een bedrijf dat met zonnepanelen energie opwekt, zijn ook heel tastbaar.'

Welk rendement levert direct lending op en wat zijn de vooruitzichten?

Tan: 'De markt heeft nog veel potentie om te groeien, zonder dat dit direct druk zal geven op de rendementen. Wij mikken op bruto-rendementen van 10% of meer per jaar. Gecorrigeerd voor kosten komen we dan tussen de 6 tot 7% uit. Dat is een conservatieve schatting in een gecontroleerd risicoprofiel tussen senior loans en private equity in.'

Vissers: 'Bij middle market direct lending zien we de rendementen wel wat dalen door de grote concurrentie en de hoeveelheid 'dry powder'. Maar voor MKB direct lending is een rendement tussen de 7 en 12% bruto haalbaar, afhankelijk van waar je zit in de kapitaalstructuur.' «



Foto: Ruben Eshuis Fotografie

Hans de Ruiter



DOOR ELISA BONTROP, SENIOR BELEIDSADVISEUR WONINGMARKT BIJ IVBN

COLUMN

Een passende en betaalbare woning voor iedereen

De komende 15 jaar zijn er meer dan een miljoen woningen nodig. Politieke partijen doen pogingen hier doeltreffend beleid op te formuleren, maar onjuiste beeldvorming polariseert het debat.

Een aantal politieke partijen lijkt eenzijdig in te zetten op de rol en de taak van woningcorporaties. De stellingname dat de verhuurdersheffing voor woningcorporaties moet worden omgezet in een investeringsplicht werd gedurende de afgelopen verkiezingsstrijd luid naar voren gebracht. Alarmerende rapporten, door Aedes en de overheid opgesteld, die stellen dat woningcorporaties ook dán te weinig financiële slagkracht bezitten, bleven voor de kiezer onbenoemd. De verwachtingen ten aanzien van woningcorporaties zijn onrealistisch groot. De enorme nieuwbouwopgave in de sociale huursector en de immense verduurzamingsopgave staan nu al onder grote druk door de verhuurdersheffing, het sociale huurakkoord en per 1 juli ook nog eens door een huurbevrozing. Daarmee is het nog niet klaar. Dáárbovenop wil de politiek een nieuwbouwopgave voor veel meer middenhuur leggen.

We zien dat buy-to-let-beleggers door de politiek worden weggezet als een mythische vijand. Maar daarmee worden óók build-to-rent-beleggers, die nieuwbouw realiseren, weggezet. Laat er geen misverstand over bestaan: excessen door malafide partijen op de woningmarkt moeten keihard en gericht worden aangepakt. Bonafide buy-to-let-beleggers zijn hierover ook eensgezind. Maar maatschappelijk betrokken samenwerkingspartners voor de lange termijn die investeren in nieuwbouw moeten behouden blijven. Het maakt niet uit of het woningcorporaties zijn of nieuwbouwbeleggers. We kunnen de woningmarkt alleen weer gezond maken wanneer alle ketenpartners samen (kunnen) werken. Een doordacht en stimulerend overheidsbeleid is daarom cruciaal.

De afgelopen jaren hebben politieke partijen (met name de VVD, het CDA en D66) in debatten aandacht gevraagd voor het belang van deze 'duurzame beleggers' op de woningmarkt. Maar ook hieruit zijn diverse (bijna-) ongelukken ontstaan. Denk aan de beruchte 'noodknop-motie', waar het CDA en D66 in mei 2018 mee kwamen. Uiteindelijk is deze motie zodanig door minister Kajsa Ollongren ingevuld, dat daarmee een verantwoord investeringsklimaat voor build-to-rent-beleggers overeind bleef. Maar onlangs werden wij opgeschrikt door een aangenomen D66-motie die de regering verzoekt een onderzoek te starten naar mogelijke vormen van huurprijsregulering (waaronder huren na mutatie) in de vrije sector. Dat zou een einde maken aan de vrije sector-huur waar marktpartijen in kunnen investeren. Voor een gezamenlijk streven naar meer nieuwbouw en meer verduurzaming is alleen al de aankondiging van een dergelijk onderzoek dodelijk voor het vertrouwen van nieuwbouwbeleggers.

Naast de stapeling van wet- en regelgeving zorgt die dreigende regulering van aanvangshuren voor grote onrust. Deze onrust moet van tafel en worden vervangen door stimulerend beleid voor de lange termijn. Aangezien er nu enorm veel institutioneel beleggerskapitaal beschikbaar is, kunnen we de komende kabinetsperiode gezamenlijk flink doorpakken. Daarom doe ik de volgende oproep aan de makers van het nieuwe regeerakkoord: zet volop in op bouwen, bouwen, bouwen én een gezond investeringsklimaat voor build-to-rent-beleggers! Neem het voorliggende aanbod van 34 partijen in de Actieagenda Wonen van harte aan. Behoud pensioengeld voor de woningmarkt! Ons gezamenlijke doel is immers: een passende en betaalbare woning voor iedereen. «

PRIVATE DEBT VEREIST TOEGEWIJDE AANDACHT

Door Wim Groeneveld

Private debt trekt steeds meer de aandacht van institutionele beleggers. Financial Investigator stelde vijf experts de vraag hoe private debt in de beleggingsstrategie past. Ook werd ze gevraagd met welke issues rekening moet worden gehouden bij het beleggen in deze asset class.

Private debt, dat wil zeggen schuld die niet wordt uitgegeven en verhandeld op openbare markten, is de oervorm van kredietverlening. Het biedt bedrijven en instellingen het benodigde kapitaal om projecten uit te kunnen voeren. Volgens Roland van den Brink, beleggingsstrateeg en oprichter van TrigNum, beleggen de meeste pensioenfondsen al lange tijd in private debt. Zo waren eind jaren zeventig en begin jaren tachtig van de vorige eeuw onderhandse leningen aan instellingen zoals ziekenhuizen populair (en achteraf zeer winstgevend). 'Ruwweg twee derde van het aanbod komt tegenwoordig van private equity-partijen', aldus Van den Brink. Het rechtstreeks lenen aan een instelling of bedrijf door een pensioenfonds komt tegenwoordig niet vaak voor, zo geeft hij aan. 'Ongeveer een derde van de vastrentende waarden bij pensioenfondsen heeft een rating van BBB of lager, wat aangeeft dat private debt nog steeds een belangrijke beleggingscategorie is.'

DE ROL IN DE BELEGGINGSSTRATEGIE

Partijen die institutionele beleggers adviseren, zien de groeiende aantrekkingskracht van private debt bij hun cliënten. Klanten van bfinance alloceren al geruime tijd naar private debt. 'Ook hebben we verschillende Nederlandse institutionele beleggers geholpen bij het alloceren naar private debt-strategieën variërend van direct corporate lending tot trade finance en commercial real estate debt', zegt Trevor Castledine, Senior Director in het Private Markets Team van bfinance. De stabiele waarderungen, voorspelbare cashflows, sterke verwachte rendementen en bescherming tegen neerwaartse bewegingen noemt hij als directe redenen voor de populariteit.

Wealth Management Partners belegt sinds een aantal jaren wereldwijd in private debt via closed-end fund-of-funds (pools). 'We beleggen in deze asset class omdat deze exposure naar credit risk geeft op een wijze die een extra risicopremie oplevert ten

opzichte van traditionele vastrentende waarden tegen een gematigd risico', vertelt René van de Merwe, die verantwoordelijk is voor de managerselectie en monitoring binnen het Private Markets Team. 'De extra risicopremie komt voort uit onder meer de illiquiditeit en de complexiteit.' Het gematigd risico waarover hij rept, is volgens hem voor een belangrijk deel terug te leiden tot de een-op-een-relaties die managers vaak hebben met de bedrijfseigenaren. Daardoor kunnen managers de kwaliteit van leningsvoorwaarden sturen, de voortgang nauwgezet monitoren en daadkrachtig ingrijpen bij een verslechtering van de situatie. Van de Merwe: 'Onze portefeuilleconstructie zorgt ervoor dat onder alle marktomstandigheden stabiele rendementen mogelijk zijn. We hanteren als het ware een allweather-strategie.'

Binnen a.s.r. Vermogensbeheer worden private leningen beschouwd als een strategische asset class vanwege de lage correlatie met traditionele asset classes en een aantrekkelijk risico-rendementsprofiel. 'Sinds 2015 hebben we via de afdeling Alternative Fixed Income voor eigen boek geleidelijk en zorgvuldig een portefeuille met private debt opgebouwd via zowel externe managers als directe beleggingen', vertelt Michael Heemelaar, Managing Director Treasury, Fixed Income and Alternative Fixed Income bij a.s.r. Vermogensbeheer. Het type private debt dat die afdeling zelf beheert, en waarop die afdeling zich in de toekomst zal blijven richten, bestaat hoofdzakelijk uit private senior secured loans aan middelgrote



Foto: Archief MN

Markus Schaen



Foto: Archief bfinance

Trevor Castledine

ondernemingen die zowel beurs als niet-beursgenoteerd kunnen zijn. 'De leningen kenmerken zich door sterke convenanten en goede zekerheden. De verstrekte leningen worden door de ondernemingen over het algemeen aangewend voor verdere groei- en investeringsuitgaven, verduurzaming, overnames, en projectfinanciering.'

OPMERKELIJKE VEERKRACHT

Wat betreft het beleggen in private debt maakt Markus Schaen, Senior Fund Manager bij fiduciair manager MN, een kanttekening. Er zijn namelijk nogal veel verschillende definities in omloop. 'In de meer brede definities worden onder private debt alle schuldtitels van niet-beursgenoteerde entiteiten en van individuen verstaan. Onder deze definitie hebben we reeds een ruime allocatie naar private debt, want we beleggen voor onze opdrachtgevers onder meer in Nederlandse hypotheekleningen, in high yield-obligaties van niet-beursgenoteerde bedrijven en in infrastructuurleningen.'

Indien echter een nauwere definitie wordt gehanteerd en alleen de rechtstreekse, directe financiering van bedrijven als private (corporate) debt wordt beschouwd, dan is de exposure nog enigszins beperkt, aldus Schaen. 'Zo beleggen we voor onze opdrachtgevers in Europese bank loans en in Nederlandse bedrijfsleningen. Het is echter de intentie om op dit vlak uit te breiden. We zijn bezig een beleggingsstrategie voor private corporate debt te ontwikkelen met de focus op leningen aan middelgrote Nederlandse en Europese bedrijven die bij voorkeur ook op ESG vlak beter dan gemiddeld scoren.'

Beleggers die de stap nog niet hebben gezet, wijzen doorgaans op de beperkte liquiditeit van de asset class of het ontbreken van deze categorie in de strategische asset allocatie. Castledine beklemtoont dat in sommige gevallen het ontbreken van een significant trackrecord voor het voeren van (op liquide activa gerichte) risicomodellen een probleem is. Ook was het eerst een factor van belang dat de asset class niet volledig is getest tijdens een economische neergang. 'Dat is inmiddels niet meer het geval', zegt Castledine. Sterker nog, de asset class heeft een opmerkelijke veerkracht aan de dag gelegd. Hij voegt daaraan toe: 'Mogelijk is er

ook nog een gebrek aan bekendheid met de beleggingscategorie, waardoor een beleggingscommissie van een pensioenfonds terughoudend kan zijn om hier naar te alloceren.'

PRIVATE DEBT ALS BOUWSTEEN IN DE PORTEFEUILLE

Verscheidene pensioenfondsen hebben echter al jaren een belang in deze asset class en dat blijft naar verwachting toenemen. Een allocatie naar private debt brengt verschillende voordelen met zich mee. Een paar zijn er al genoemd. Castledine: 'Ze vinden de betrouwbare inkomsten en het gebrek aan volatiliteit zeer aantrekkelijk en dat geldt ook wat betreft de diversificatieten opzichte van risicovollere activa, zonder noodzakelijkerwijs een aanzienlijk rendement op te geven. Meer recentelijk zien ook verzekeraars de voordelen van diversificatie en een hoger rendement op hun gereguleerd kapitaal in een omgeving waar de obligatierendementen zeer laag zijn.'

Heemelaar schetst nog een aantal voordelen. Private leningen aan middelgrote bedrijven bieden een relatief aantrekkelijk rendement in vergelijking met publiek verhandelbare investment grade- en high yield-obligaties met een soortgelijk risicoprofiel. 'Dit heeft te maken met een liquiditeits- en complexiteitspremie.' Daarnaast is de correlatie met een aantal andere asset classes gering, waardoor op portefeuilleniveau een aantrekkelijker rendement kan worden behaald bij hetzelfde risico. Heemelaar: 'Daarbovenop zijn de faillissementen van de categorie private debt waar wij ons op richten, gemiddeld BBB en BB gerate

senior secured loans van middelgrote ondernemingen, relatief gering en de opbrengst na herstructurering volgend op een faillissement relatief hoog.'

Beleggingsstrateeg Van den Brink benadrukt dat in investment cases van private debt de kasstromen van kredietwaardige Europese bedrijfsleningen door de lage wanbetalingsratio (default rate) als betrouwbaar worden gezien en daardoor bijdragen aan de matchingdoelstelling. Het zakelijke karakter, waardoor een extra opslag wordt ontvangen, draagt bij aan de (indexatie)ambitie, zo stelt Van den Brink.

Bij MN wordt private corporate debt als een bouwsteen van het vastrentende gedeelte van de returnportefeuille beschouwd. Tot dit deel van de returnportefeuille worden verder high yield-obligaties, EMD en infrastructuurleningen gerekend. Schaen: 'De bouwstenen hebben bepaalde zaken gemeen, maar verschillen op andere vlakken van elkaar. Wat private corporate debt zal toevoegen in vergelijking met de andere bouwstenen, is exposure naar bedrijven die we nog niet in portefeuilles hebben en naast een vergoeding voor het kredietrisico ook een vergoeding voor de illiquiditeit van het product. Daarnaast verwachten we door betere documentatie en convenanten in een sterkere positie te staan als een leningnemer onverwacht in problemen geraakt.'

KAF VAN HET KOREN SCHEIDEN

Niet-beursgenoteerd private debt kent de standaard vastrentende risico's. Denk aan renterisico, looptijdrisico, valutarisico en kredietrisico, maar deze asset class heeft



Foto: Archief Wealth Management Partners

René van de Merwe

Foto: Archief a.s.r. Vermogensbeheer



Michael Heemelaar

ook een aantal specifieke risico's en beheervereisten. Van den Brink noemt een bonte verzameling op. Beleggers moeten onder andere letten op usance-verschillen, aanbodrisico, opvraagbaarheidsrisico en transparantierisico. 'Aanvullend op dat laatste is het zaak om er rekening mee te houden dat een volledige doorkijk van de portefeuille mogelijk is. En het kunnen toetsen op ESG-kenmerken is eveneens gewenst.'

Er zijn meer issues waar beleggers tegenaan kunnen lopen bij het investeren in private debt. Private debt is namelijk nog een relatief jonge beleggingscategorie, waarvoor een diepgaandere analyse nodig is om het kaf van het koren te scheiden. Castledine erkent dat het selecteren van de juiste manager essentieel is en dat niet alle klanten de relevante deskundige middelen hebben om zomaar vertrouwen in een manager te stellen. 'Als closed-end fondsstrategie is er daarnaast de noodzaak om commitments vooruit te plannen en regelmatig een 're-up' te doen om het gewenste exposureniveau te bereiken en vervolgens te behouden. Dit vergt een zekere beheertijd en kan, indien slecht uitgevoerd, leiden tot een chaotische opeenstapeling van regels in de portefeuille. Het is niet per se complex, maar het vereist wel toegewijde aandacht.'

Van de Merwe vindt dat het vanwege de mogelijk grote rendementsverschillen van groot belang is om managers te identificeren met teams die over relevante ervaring beschikken om portefeuilles door moeilijke tijden heen te navigeren. Daarnaast constateert hij dat managers die aan de

hoogste kwaliteitseisen voldoen vaak hoge minimale inschrijftickets hebben. 'Investeerders dienen omvangrijk genoeg te zijn om daaraan te kunnen voldoen. Ook is het van belang om zelf als investeerder over de reputatie en het trackrecord te beschikken om daadwerkelijk toegang te verkrijgen. Door kapitaal te poolen, konden wij aan de minimale eisen voldoen. De aanstelling van een team van ervaren professionals bevorderde de toegang.' Een ander issue waarop Van de Merwe wijst, is dat de specifieke eigenschappen van private markets-investeringen extra educatie vereisen richting investeerders. 'Het vergt enkele jaren om allocaties op niveau te brengen. Door aan opvolgende pools te committeren, kan dan een stabiele allocatie ontstaan.'

VRAAG GROEIT SNELLER DAN HET AANBOD

Het opbouwen van een gediversifieerde private debt-portefeuille vraagt dus vooral ervaring, deskundigheid en geduld om de beste leningen te selecteren die gedurende een gehele cyclus een goed rendement genereren. De belangrijkste doelstelling is om faillissementen in de portefeuille te voorkomen, onderstreept Heemelaar. 'Dit wordt enerzijds bewerkstelligd doordat wij ons niet richten op de laagste, meest risicovolle segmenten van de markt. En anderzijds door onze intensieve samenwerking met een aantal bancaire partners, waardoor we beschikken over een breed en deskundig platform om kredietaanvragen te kunnen beoordelen.'

Schaen ziet dat verschillende zaken die vandaag de dag bij beleggen in publieke schuldmarkten nauwelijks meer een thema zijn, nog wel uitdagingen vormen binnen de private debt-markten. Denk hierbij bijvoorbeeld aan de diepte van markten, de waardering van posities, het aanbod aan ervaren managers, externe ratings van emittenten, de juridische vormgeving van de belegging of de hoogte van de beheervergoeding. 'Onze opdrachtgevers willen bijvoorbeeld graag het aantal verschillende vermogenscategorieën in de portefeuille overzichtelijk houden. Een vermogenscategorie zal derhalve op termijn minimaal een paar procent van het belegd vermogen moeten kunnen uitmaken. Bij een totaal belegd

vermogen van enkele tientallen miljarden gaat het per vermogenscategorie al snel om miljarden. In veel segmenten van private debt kun je dergelijke allocaties simpelweg niet kwijt.'

Hier komt nog bij dat private debt momenteel zeer populair is onder institutionele beleggers. Daardoor lijkt de vraag naar private debt sneller te groeien dan het aanbod. 'Dit heeft nadelige consequenties voor de opbouwsnelheid van portefeuilles, maar mogelijk ook voor de spreads op leningen en voor de leningvoorwaarden.' Maar niet alleen de ondernemingen zitten momenteel in een goede positie, ook in de onderhandelingsrelatie tussen belegger en beheerder lijkt het momenteel eerder op een sellers market, zo besluit Schaen. «

SAMENVATTING

- **Private debt is populair vanwege de stabiele waarderingen, voorspelbare cashflows, sterke verwachte rendementen en bescherming tegen neerwaartse bewegingen.**
- **De kasstromen van kredietwaardige Europese bedrijfsleningen worden door de lage wanbetalingsratio als betrouwbaar gezien.**
- **Private leningen aan middelgrote bedrijven bieden een relatief aantrekkelijk rendement in vergelijking met publiek verhandelbare investment grade- en high yield-obligaties met een soortgelijk risicoprofiel.**
- **Het is van belang om managers te identificeren met teams die over relevante ervaring beschikken om portefeuilles door moeilijke tijden heen te navigeren.**
- **De diepte van markten, de waardering van posities, het aanbod aan ervaren managers, externe ratings van emittenten, de juridische vormgeving van de belegging of de hoogte van de beheervergoeding blijven uitdagingen binnen private debt.**

Foto: Archief Roland van den Brink



Roland van den Brink



COLUMN

DOOR HAN DIEPERINK, GESCHREVEN OP PERSOONLIJKE TITEL

Duurzaamheid: de korte versus de lange termijn

Duurzaamheid staat bij bedrijven en beleggers hoog op de agenda. Toch zit er nog een groot verschil tussen theorie en praktijk en tussen het korte- en het langetermijndenken.

De topman van Danone, Emmanuel Faber, moest op 15 maart onder druk het veld ruimen. Dat kwam door druk van twee activistische aandeelhouders: Artisan Capital Partners en Bluebell Capital Partners. Dit terwijl Faber in Frankrijk vooroploopt als het gaat om maatschappelijk verantwoord ondernemen. Vorig jaar werd Danone het eerste bedrijf dat de titel *entreprise à mission* – bedrijf met een missie – mocht dragen. Vrijwel iedereen stemde voor. Artisan was met 0,06 procent van de aandelen één van de weinige tegenstemmers. Voor de Franse wet betekent het aannemen van de titel ‘*entreprise à mission*’ dat een onafhankelijke commissie gaat controleren of Danone zijn eigen maatschappelijke doelstellingen haalt. De doelstellingen van Faber waren dat het bij Danone voortaan zou gaan om gezondheid, duurzaamheid en diversiteit. Faber rapporteerde zelfs een carbon-adjusted winst per aandeel, op aandringen van onder andere Hiro Mizuno, de CIO van het Japanse GPIF, ontwikkelingseconoom Ngozi Okonjo-Iweala en de Rockefeller Foundation.

De activistische beleggers ageerden ertegen dat Faber zowel CEO als Voorzitter van de Raad van Bestuur was. Het is een bijzonder verwijt van Eric Colson, CEO en Voorzitter van de Raad van Bestuur van Artisan Capital Partners. Omdat ook Danone getroffen is door de coronacrisis, moest Faber volgens de activisten harder saneren, wat neerkomt op meer mensen ontslaan. Een schrijnend voorbeeld van kortetermijndenken. Met geen woord werd door de activisten gerept over de duurzame plannen van Faber, terwijl beide activistische beleggers toch de UNPRI hebben ondertekend. Het geld van Artisan en Bluebell komt van institutionele beleggers. Ook de grootste Nederlandse pensioenfondsen hebben een positie. Indirect zijn zij dus verantwoordelijk voor het ontslag van Faber. In de Verenigde Staten heeft CtW, een adviseur van vakbondspensioenfondsen, een boze

brief naar Artisan en Bluebell gestuurd over de gang van zaken, waarin ze ook worden aangesproken op de te hoge bonussen. Daarmee komt ook Jan Bennink, adviseur van Artisan en voormalig medewerker van Danone, weer in beeld. Die verkocht in 2017 Numico aan Danone, waar hij zelf 87,4 miljoen euro aan overhield. Dergelijke bonussen zijn lastig uit te leggen aan gepensioneerden, zeker als er weer eens gekort wordt op de pensioenen.

In gesprek met een Nederlandse CEO enkele jaren terug werd het verschil tussen de korte en de lange termijn ook pijnlijk duidelijk. Deze man is een koploper op het gebied van het Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen. Zijn stelling was dat veel Nederlandse institutionele beleggers duurzaamheid claimden, maar dat dit in de praktijk vies tegenviel. Bij elke presentatie van de kwartaalcijfers zette hij duurzaamheid op de agenda, maar daarover wilden de heren analisten niet praten. Ze waren alleen geïnteresseerd in de verwachtingen voor het volgende kwartaal. De prikkel die uitgaat van deze analisten richting het management, is enorm. Kennelijk was iemand vergeten de analisten op de hoogte te brengen. Datzelfde jaar zat ik bij een presentatie van CFA/VBA, de organisatie van deze analisten, waarbij een enquête werd gepresenteerd over mogelijke onderwerpen voor het volgende jaar. Duurzaamheid bungelde helemaal onderaan. Het goede nieuws is dat er sindsdien veel verbeterd is, maar het vertrek van Faber toont aan dat we er nog lang niet zijn. Beleggers mogen veel kritischer zijn op de organisaties die zij gebruiken of waar ze in beleggen. Authentiek duurzaam betekent dat er veel breder gekeken moet worden naar de verschillende partijen in de keten. Wellicht is het goed als ook Artisan en Bluebell zich zouden omvormen tot een *entreprise à mission*. «

FALLEN ANGELS BIEDEN INTERESSANTE KANSEN NA CRISIS

Door Gaurav Chatley

Beleggers vertrouwen erop dat de ECB een reddende engel blijft op de obligatiemarkten. Maar deze strategie is gebaseerd op hoop en hoop is geen verstandige strategie.

De wereld torst een torenhoge schuldenlast met zich mee. Dat komt niet alleen doordat de wereldeconomie min of meer aan het financiële en economische infuus ligt vanwege de coronacrisis. De schulden waren voor die tijd ook al hoog opgelopen.

De ECB is al ruim tien jaar de grootste belegger op de Europese vastrentende markten. Hierdoor is een surrealistisch landschap ontstaan. Beleggers hebben te maken met een prijsongevoelige koper – de ECB – waardoor het onwaarschijnlijk wordt geacht dat creditspreads ooit uit de bocht zullen vliegen.

De gedachte is dat met het kopen van risicovol schuldpapier, en door krimpende spreads het werk te laten doen, een gemakkelijke manier is gevonden om rendementen te genereren. Dit is niet perse waar. Op een dag kan de ECB besluiten de stekker uit het opkoopprogramma te trekken omdat het een grens heeft bereikt qua financiële steun. Vooralsnog pakken de pleisters van de ECB goed uit voor de creditspreads, vooral voor die van niet-financiële bedrijven, die het zwaartepunt vormen van het opkoopprogramma.

Ondertussen wordt de markt groter en geven meer bedrijven obligaties uit. Er hangt een prijs aan deze groei: de gemiddelde kredietbeoordeling van de Europese IG-index is in de afgelopen tien jaar gedaald van A2 naar A3. Tegelijkertijd is de door bedrijven uitgegeven schuld in euro's inmiddels vele malen hoger dan de door de ECB opgekochte bedrijfsobligaties.

IMPACT VAN DE COVID-19-PANDEMIE

De COVID-19-crisis heeft op harde wijze haar stempel gedrukt op het bedrijfsleven. Sinds maart 2020 hebben regeringen, bedrijven en centrale banken te maken met ongekende omstandigheden. De volledige impact is nog steeds moeilijk in te schatten.

Wel is er duidelijk sprake van een aanzienlijke impact op het kredietrisico: de bedrijfsmodellen van veel ondernemingen

in een groot aantal sectoren hebben averij opgelopen en in sommige gevallen is de schade onherstelbaar. Sectoren zoals Recreatie, Vervoer en Toerisme hebben waarschijnlijk jaren nodig om te herstellen. Bedrijven die onder een juk van schulden gebukt gaan en bedrijven die van oudsher op dunne marges drijven, zoals de Detailhandel en de Bouw, zullen de crisis wellicht nooit helemaal te boven komen. En dan is er ook nog de sociale schade die door de langdurige lockdowns wordt veroorzaakt. Een ding is zeker: de dreun zal nog jaren voelbaar zijn.

Regeringen en centrale banken hebben economieën gestut tegen omvallen toen die tot stilstand kwamen. De steunmaatregelen hebben historische proporties aangenomen. Die hulp moet ervoor zorgen dat de schade enigszins beperkt blijft en geeft bedrijven ademruimte. Maar de economie moet een keer van het infuus af. Toekomstige staatssteun wordt nu al beknot door het gat dat de crisis slaat in de overheidsfinanciën. De obligatiemarkten zijn daarmee sterk afhankelijk geworden van de inmenging van de ECB. Elke keer als er geruchten ontstaan dat de ECB de opkopen gaat afbouwen, komt de markt in beweging.

KEUZES

Wat moeten beleggers doen? De Wereldbank voorspelde dat de Europese economie dit jaar met 4% zal groeien,

Foto: Archief M&G



Gaurav Chatley

maar de wereld is sindsdien in de ban van nieuwe virusvarianten. De crisis is niet makkelijk op te lossen, want elke sector kampt met eigen problemen. Er bestaan weliswaar geen slechte obligaties, maar er zijn wel obligaties waarvan de risico's niet in de prijs worden weerspiegeld. Het is belangrijk om extra alert te zijn nu bedrijven wereldwijd kapitaal aantrekken om de crisis uit te zingen.

Na de pandemie zullen er zeker kansen ontstaan. Denk aan het vergroten van deelnemingen in bedrijven waarvan de prijs die door de markt aan de schuld wordt gehangen laag is ten opzichte van de onderliggende risico's. Hiertoe behoren bedrijven in sectoren die hard zijn getroffen, zoals de Transportsector en Basischemie. Ze hebben vaak een sterke toekomstige cashflow en een groot marktaandeel. Het herkennen van dit soort bedrijven vergt wel een diepgravende kredietanalyse.

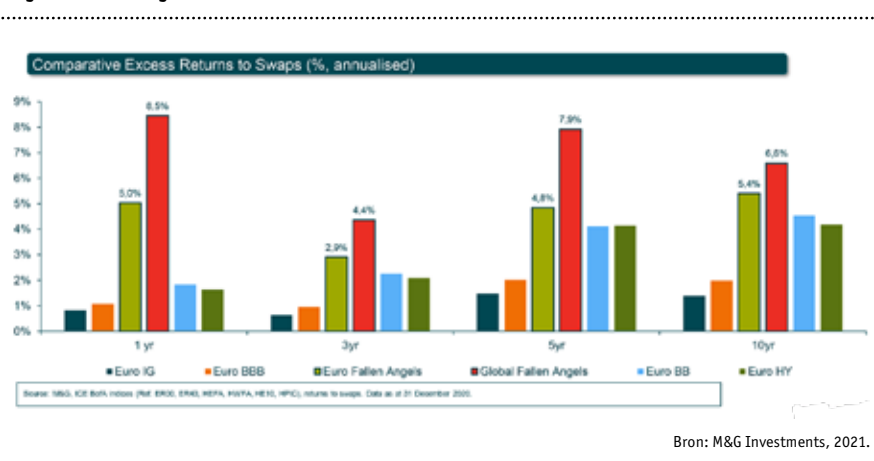
De zogenoemde Fallen Angels – beurs-engeltjes die in zwaar weer terecht zijn gekomen en uit de investment grade-hemel zijn komen vallen – bieden zulke kansen. Wereldwijd is de totale uitstaande schuld van Fallen Angels gestegen van \$ 209 miljard op 31 januari 2020 tot \$ 509 miljard aan het eind van het afgelopen jaar. Deze beursparels hebben echter een grotere kans te herstellen na een crisis en terug te keren naar investment grade, omdat ze vergeleken met andere high yield-bedrijven vaak grotere balansen en meer schuld hebben.

In het verleden daalden de koersen van bedrijven die waren afgewaardeerd van investment grade naar high yield, vooruitlopend op een verwachte afwaardering. Omgekeerd trok hun grotere marktgewicht kopers aan zodra ze de high yield-status kregen, aangezien ze een substantiële aanwezigheid in high yield-indices vertegenwoordigden.

FUNDAMENTEEL KREDIETONDERZOEK

Beleggers moeten van de crisis gebruikmaken door fundamenteel kredietonderzoek te doen naar Fallen Angels om nauwkeurig vast te stellen

Figuur 1: Fallen Angels bieden interessante kansen na de crisis



welke bedrijven, met inachtneming van de risico's, goedkoop zijn en op middellange en langere termijn waarschijnlijk terugkeren naar investment grade-ratings. Deze bedrijven hebben sterkere balansen dan typische high yield-bedrijven en een uitgebreider schuldprofiel. De hoge schuldenlast zet deze bedrijven aan om alles op alles te zetten om terug te keren naar investment grade en zo hun financieringskosten te verlagen.

Diepgravend kredietonderzoek genereert kansen en beperkt risico's, maar de belangrijkste opgave voor beleggers in 2021 is het vertrouwen in de aanhoudende steun van centrale banken. Lenen is goedkoop vanwege de lage rentetarieven. Dit heeft ertoe geleid dat veel bedrijven nu met, vaak té, hoge schulden kampen. Het is altijd de bedoeling van de ECB geweest om markten te ondersteunen, niet om met lage rentetarieven noodlijdende bedrijven te redden. Maar het is niet gemakkelijk om die twee te scheiden. De bedoeling van QE was dat het tijdelijk zou zijn. De grote vraag is wat er met obligaties gebeurt zodra de ECB besluit zijn opkoopprogramma te vertragen of helemaal te stoppen. Dat is het grootste risico dat obligatiebeleggers het komend jaar moeten meenemen in hun strategie. Naarmate de markten duurder worden, wordt het motief voor risicovermindering steeds krachtiger.

Net als de afgelopen jaren vertrouwen beleggers er te veel op dat de ECB hen uit

de brand zal helpen. Deze strategie is op hoop gebaseerd en hoop is geen verstandige strategie. Beleggers doen er goed aan geduldig te zijn. Diepgaand kredietonderzoek en waarde moeten leidend zijn. Obligatiebeleggers moeten alleen in risk assets beleggen als ze daarvoor voldoende worden gecompenseerd. «

SAMENVATTING

- De ECB is al ruim tien jaar de grootste belegger op de Europese vastrentende markten.
- Beleggers vertrouwen er te veel op dat de ECB hen altijd uit de brand zal helpen.
- Deze strategie is op hoop gebaseerd en hoop is geen verstandige strategie.
- De zogenoemde Fallen Angels bieden kansen.
- Beleggers moeten van de crisis gebruikmaken om fundamenteel kredietonderzoek te doen naar deze Fallen Angels.

Dit artikel werd geschreven door Gaurav Chatley, Senior Portfolio Manager European Credit bij M&G Investments.

DE CHINESE OBLIGATIEMARKT IS GROOT, ONONTDEKT EN AANTREKKELIJK

Door Qian Zhang

De Chinese obligatiemarkt kenmerkt zich door aantrekkelijke rendementen, een lage volatiliteit en gunstige diversificatie-eigenschappen. Buitenlandse beleggers lijken het beleggingssegment langzaam maar zeker te ontdekken.

De omvang van de Chinese economie is in het afgelopen decennium ruimschoots verdubbeld. Dankzij die enorme groei heeft het land Japan ingehaald als tweede economie ter wereld. Een van de effecten van die opkomst is dat Chinese aandelen steeds meer in de schijnwerpers staan bij internationale beleggers. Met een totale waarde van meer dan \$ 10 biljoen¹ hoeft het land ook wat betreft totale beurswaarde alleen nog de Verenigde Staten voor te laten. Overigens is het gat met deze koploper zeer groot. De totale marktkapitalisatie van Amerikaanse beurzen komt uit op ongeveer \$ 40 biljoen. Maar hoewel de Chinese aandelenmarkt op het wereldtoneel al een enorme ontwikkeling

achter de rug heeft, krijgt de obligatiemarkt nauwelijks aandacht. Daar gaat de komende jaren echter verandering in komen.

Met een omvang van \$ 15 biljoen is de totale waarde van de Chinese obligatiemarkt aanzienlijk groter dan de lokale aandelenmarkten. Een groot verschil is dat slechts 3% van de leningen in handen is van buitenlandse beleggers. Net als enkele jaren geleden gebeurde bij de aandelenmarkt, kan de opname in internationale indices een katalysator vormen voor meer internationale investeringen. Staatsobligaties uit China hebben al een plaats gekregen in de Bloomberg Barclays Global Aggregate Index en onlangs ook in de JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index. Dit soort aanpassingen kan een instroom van \$ 300 miljard in Chinese staatsobligaties op gang brengen.

De markt voor bedrijfsobligaties is in China bijna even groot als die voor staatsleningen. Het groeitempo ligt bovendien aanzienlijk hoger. Een belangrijke reden is dat de Chinese overheid bedrijven aanmoedigt om vreemd vermogen aan te trekken via het plaatsen van obligaties in plaats van via bankkrediet. Een voordeel is dat de obligatiemarkt meer transparant is dan wanneer leningen bij een bank op de balans staan. Daar komt bij dat een te grote afhankelijkheid van de banksector een risico vormt voor economische groei. Een

gezonde markt voor bedrijfsobligaties kan ervoor zorgen dat de bedrijven ook toegang hebben tot krediet als er problemen zijn in de banksector. Dit verklaart deels waarom het economische herstel in de Verenigde Staten na de grote financiële crisis in 2008 sneller vorm kreeg dan in Europa, waar het bedrijfsleven sterk afhankelijk is van bankfinanciering.

AANTREKKELIJKE EIGENSCHAPPEN: HOGE KWALITEIT EN MOOI RENDEMENT

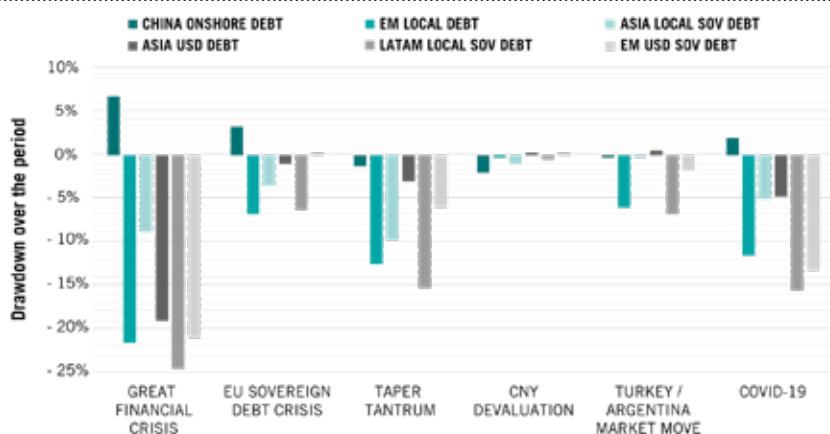
Als gevolg van de extreem lage rente hebben obligatiebeleggers meer dan ooit behoefte aan een investeringsmogelijkheid die een aantrekkelijk rendement combineert met enige veerkracht. Chinese obligaties hebben in dit opzicht verschillende gunstige eigenschappen. De kwaliteit en het rendement liggen hoger dan bij obligaties uit de ontwikkelde wereld. Bovendien kenmerken ze zich door een lage volatiliteit en een lage correlatie met andere grote beleggingscategorieën. Chinese staatsobligaties hebben gemiddeld een goede kredietkwaliteit (A-rating) en bieden een rendement van circa 3,5% (in renminbi). Het rendementsverschil met Amerikaanse obligaties ligt ruim boven het gemiddelde van de afgelopen jaren.

Er ligt volop ruimte om dit verschil de komende jaren te laten krimpen. Langzaam maar zeker gaan beleggers namelijk anders naar het marktsegment kijken. Traditioneel golden Chinese



Qian Zhang

Figuur 1: Low / no drawdowns compared to other EM debt (EM local debt, Asia local debt, Asia USD debt, LatAm local debt & EM USD debt)



Bron: Chinabond, JP Morgan. All indices are total return and in USD. Based on the following periods: Great Financial Crisis (Aug-Oct-2008); EU sovereign debt crisis (Aug-Nov-2011); Taper Tantrum (8 May-end 2013); CNY devaluation (10 Aug 2015); Turkey/Argentina move (Aug 2018); Covid-19 (21 Feb to 15-Apr-2020)(2020).

obligaties als een onderdeel van EMD in lokale valuta's. De binnenlandse obligatiemarkt van China is echter veel groter dan de rest van deze markt samen. Een ander belangrijk verschil is dat de volatiliteit aanzienlijk lager ligt. Als de spanning op financiële markten toeneemt, leidt dat in veel opkomende landen tot een kapitaaluitstroom en sterke valutaschommelingen. Dat geldt echter niet voor China. Een gevolg is dat de markt geleidelijk steeds meer los komt te staan van EMD in lokale valuta's. Die beweging is in een stroomversnelling gebracht door de grote veerkracht tijdens de COVID-19-pandemie: de binnenlandse markt van China verdient een vaste plaats in internationale obligatieportefeuilles.

DRIE REDENEN OM IN CHINESE OBLIGATIES TE BELEGGEN

Er zijn drie sterke argumenten om Chinese obligaties in de portefeuille op te nemen. In de eerste plaats heeft de beleggingscategorie het vermogen om goed te presteren tijdens woelige beursperiodes. Uit Figuur 1 komt naar voren dat de schade tijdens dit soort crisisperiodes in vergelijking met andere segmenten van de obligatiemarkt beperkt bleef. Onder meer tijdens de grote financiële crisis en tijdens de COVID-19-crash in het eerste kwartaal van 2020 haalde de categorie zelfs een positief rendement.

Ook in normale beurstijden kenmerken Chinese obligaties zich door een rustig koersverloop. De jaarlijkse volatiliteit van gemiddeld 4% (in USD) steekt gunstig af tegen bijna alle andere grote beleggingscategorieën. Het derde argument om in Chinese obligaties te beleggen, is de diversificatiefactor. De markt heeft een lage correlatie met elk ander marktsegment, zoals wereldwijde aandelen of obligaties. Dat is een duidelijk voordeel in het huidige klimaat, waarin de correlatie tussen andere categorieën juist toeneemt als gevolg van de kwantitatieve versoepeling waar de centrale banken in de ontwikkelde wereld op inzetten.

Ten slotte zijn er nog andere factoren die het marktsegment momenteel een duw in de rug geven. Behalve de opname in internationale obligatie-indices, is dat de stimulerende rol van de Chinese overheid. Dat gebeurt bijvoorbeeld door het wegnemen van beperkingen voor buitenlandse beleggers en het stimuleren van bedrijven om zich via de leningenmarkt te financieren in plaats van met bankkrediet. Een grotere binnenlandse obligatiemarkt is een duwtje in de rug van de lokale vermogensbeheerindustrie op weg naar volwassenheid. Bovendien ontstaan er ruimere beleggingsmogelijkheden voor Chinese pensioenfondsen. Voor buitenlandse beleggers is het bovendien een geruststellende

gedachte dat de stabiele renminbi een steeds grotere rol gaat spelen in de internationale valutahandel. Kortom, er zijn argumenten te over om Chinese obligaties een vaste plaats te geven in een gespreide en wereldwijde beleggingsportefeuille.

SLIM POSITIE KIEZEN

De Chinese obligatiemarkt krijgt een plaats in steeds meer internationale indices, maar binnen het segment is het verstandig om actief positie te kiezen. Bijvoorbeeld om in te spelen op specifieke trends, zoals de groeiende populariteit van duurzaam beleggen. China streeft ernaar om in 2060 volledig CO₂-neutraal te zijn. Het land is bovendien een van de grootste emittenten van green bonds ter wereld. Een andere reden om actief positie te kiezen, is het groeiende kredietrisico in delen van de markt voor bedrijfsobligaties. De Chinese overheid wil dat deze markt meer op eigen benen komt te staan, waardoor steun aan bedrijven die in de problemen komen niet langer vanzelfsprekend is. Die verandering is een nieuwe stap in de opmars van de Chinese obligatiemarkt, maar het kredietrisico wordt nog onvoldoende ingeprijsd bij sommige leningen. «

1 Bron: China's stock market value hits record high of more than \$10tn – Financial Times, 14 oktober 2020.

SAMENVATTING

- De Chinese obligatiemarkt is de op een na grootste ter wereld.
- Slechts 3% van de obligaties is in handen van buitenlandse beleggers.
- Opname in internationale indices wakkert de interesse voor Chinese obligaties aan.
- De markt heeft aantrekkelijke eigenschappen. Denk aan een lage volatiliteit en lage correlatie.

Dit artikel werd geschreven door Qian Zhang, Senior Client Portfolio Manager bij Pictet Asset Management.

Pensioensector heeft COVID-19 doorstaan en is klaar voor de toekomst

DOOR WIM GROENEVELD

De pensioensector is de COVID-19-pandemie op zowel wereldwijd als nationaal niveau goed doorgekomen, zo blijkt uit de Global Pension Assets Study 2021 van het Thinking Ahead Institute, onderdeel van Willis Towers Watson. Met welke kansen en uitdagingen krijgt de sector in de toekomst te maken? Jacco Heemskerk, Hoofd Beleggingen van Willis Towers Watson in Nederland, deelt de bevindingen.

Wat valt er te zeggen over de impact van de COVID-19-pandemie op de wereldwijde pensioensector?

'Ondanks de impact van de COVID-19-pandemie is het pensioenvermogen in 2020 in de 22 grootste markten met 11% gestegen naar \$ 52.522 mrd. De stijging vorig jaar is een gevolg van de positieve rendementen die de fondsen maakten. De ingrijpende maatregelen van de wereldwijde centrale banken hebben de initiële grote daling van de pensioenvermogens snel gekeerd en uiteindelijk tot goede rendementen geleid. Wel heeft de pandemie geresulteerd in grote rendementsverschillen tussen sectoren en ondernemingen en ook in grote rendementsverschillen tussen pensioenfondsen onderling. Hierdoor én door de groeiende behoefte aan meer duurzaamheid in het beleggingsbeleid verwachten wij dat veel pensioenfondsen hun keuze voor passief beheer zullen evalueren.'

Hoe verhouden Nederlandse pensioenfondsen zich tot de rest van de wereld, ook als het gaat om de geconstateerde groei van DC-vermogen?

'Nederland heeft met een gewicht van 3,6% zijn relatieve belang in het totale wereldwijde pensioenvermogen over de afgelopen

tien jaar weten te behouden. Het vermogen in de Verenigde Staten steeg met 10%, terwijl de Japanse pensioenfondsen hun gewicht bijna zagen halveren (van 12,8% naar 6,9%). Ondanks de wereldwijde verschuiving naar DC-vermogen domineert in Nederland nog altijd het DB-vermogen van pensioenfondsen. Na Japan is Nederland het land met het laagste aandeel DC-vermogen, met 6% van het pensioenvermogen. Het vermogen van de Nederlandse pensioenmarkt in verhouding tot het bbp is over de afgelopen tien jaar het hardst gegroeid van alle landen (93 procentpunten tot 214%). Het wereldwijde gemiddelde ligt op 80%.'

Uit het onderzoek blijkt dat de verschuiving naar alternatieve asset classes in mondiaal opzicht doorzet. Wat is er aan het veranderen en wat is de achtergrond van deze trend?

'De groei van allocaties naar private markten en overige alternatieve asset classes (denk aan vastgoed, private equity en infrastructuur) heeft zich doorgezet in 2020. De totale allocatie naar deze beleggingen is in de afgelopen twintig jaar met 19 procentpunten gestegen naar ruim 26%. Dit ging met name ten koste van aandelen. Deze beweging is het gevolg van beleggers die op zoek zijn naar andere rendementsbronnen. De dominantie van aandelen vormt een concentratierisico en beleggers zoeken naar beleggingen om dit risico te verkleinen. Ook spelen hier de aantrekkelijke rendementsperspectieven van meer innovatieve beleggingen mee. Daarnaast worden deze alternatieve asset classes steeds breder beschikbaar gesteld en wel op een zodanige manier dat de complexiteit van de beleggingen ook beter beheersbaar wordt voor een grotere groep institutionele beleggers.'

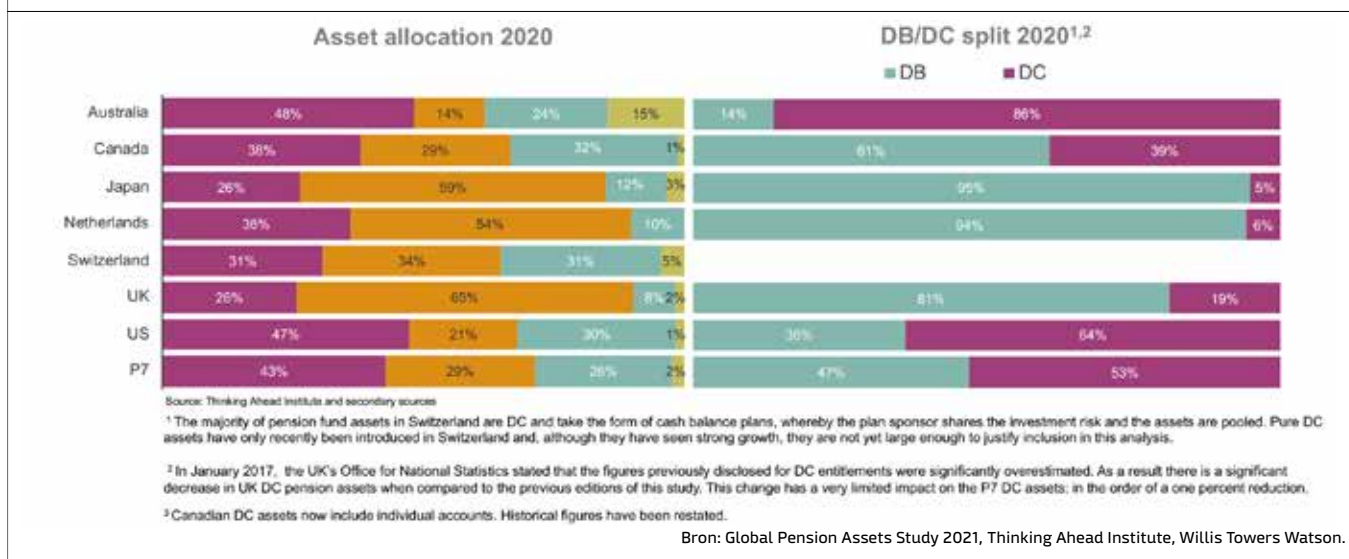
Hoe veerkrachtig is de pensioensector in geval van meer economische tegenwind?

'De sector is door grotere spreiding beter gepositioneerd dan een paar decennia geleden. De diversificatie zorgt ervoor dat de sector nu minder gevoelig is voor de ontwikkelingen op de



JACCO HEEMSKERK

Figuur 1: Asset allocation and DB/DC split



aandelenmarkten. Deze beweging dient echter nog verder te gaan. Het Total Portfolio Approach-concept, ook wel TPA genoemd, speelt hierop in. TPA gaat voorbij aan het starre strategische asset allocatie-beleid van pensioenfondsen en zoekt naar een meer flexibele en vooral ook bredere blik op de beleggingsmogelijkheden. Portefeuilles dienen vanuit een breder perspectief dan alleen rendement en risico te worden ingevuld. Hierdoor kunnen portefeuilles beter aansluiten bij de bredere doelstellingen van de pensioenfondsen, waarin ook nadrukkelijk de risico's en kansen van klimaatverandering kunnen en moeten worden meegenomen.'

Wat zijn de belangrijkste uitdagingen voor pensioenfondsen wereldwijd?

'Er is een aantal belangrijke issues die naar verwachting van belang zullen zijn voor pensioenfondsen op de middellange en lange termijn. In combinatie met de langetermijnorientatie van pensioenfondsen biedt investeren in duurzaamheid enorme kansen. Het risico is dat deze kansen blijven liggen. Om in te spelen op de kansen die onder andere duurzaamheid, ESG-integratie, rentmeesterschap en langetermijnbeleggen met zich meebrengen, moet er nu actie worden ondernomen. Hiervoor moeten de beleggingsovertuigingen en duurzaamheidsdoelstellingen in lijn worden gebracht worden met de strategie. Ook zouden de SDGs en impactbeleggen moeten worden geïntegreerd.

Daarnaast vormt de governance een uitdaging. Pensioenfondsen moeten hun focus scherp hebben (en houden) op het faciliteren van effectief management in een complexe en snel veranderende omgeving. Wat zijn de doelstellingen van het pensioenfonds? Wat is de meest optimale inrichting van de organisatie en welke vormen van uitbesteding passen hierbij? Belangrijk is dat de besturen voldoende in staat worden gesteld om de voortgang op alle verschillende gebieden goed te kunnen volgen.

Ook culturele aspecten blijven een issue. Het belang van een goede bedrijfscultuur wordt gelukkig steeds meer onderkend. De complexe vraagstukken waar besturen voor staan, vragen om een bredere blik, waarbij toenemende diversiteit en inclusiviteit belangrijke voorwaarden zijn om alle belangen en invalshoeken mee te kunnen wegen.' «

SAMENVATTING

- Het wereldwijde pensioenvermogen groeide in 2020 met 11% tot \$ 52,5 biljoen. Ruim 90% hiervan is afkomstig van slechts zeven landen. De VS is goed voor 62% van dit vermogen.
- Het totale pensioenvermogen ten opzichte van het bbp steeg eveneens met 11% tot 80,0%, een recordhoogte. Nederland staat met 214% hierin nog altijd aan kop.
- Nederlandse, Britse en Japanse pensioenfondsen hebben de grootste allocatie naar obligaties. De fondsen in de VS en Australië hebben de grootste aandelenallocatie.
- In het decennium tot 2020 waren China (21%), Zuid-Korea (12,3%) en India (10,7%) de snelst groeiende pensioenmarkten gemeten naar omvang van het vermogen.
- Het aandeel DC-vermogen is bijna 53% van het totale pensioenvermogen van de zeven grootste pensioenmarkten.
- De afgelopen 20 jaar is de allocatie naar private markten en naar andere alternatieve asset classes sterk gestegen, van slechts 7% tot 26% in 2020. Deze groei is vooral ten koste gegaan van aandelen.
- Duurzaamheid, governance en cultuur vormen de grootste uitdagingen, maar bieden ook kansen.



Foto's: Mark van den Brink photography

RISICOHOUDDING EN ZORG- VULDIGHEID ZIJN CRUCIALE PIJLERS ONDER TOEKOMSTIG VERMOGENSBEHEER

Door Baart Koster

Onder het Nieuwe Pensioencontract (NPC) gaat een aantal markante veranderingen plaatsvinden, zoveel is helder. Hoewel de uiteindelijke uitwerking van de wet- en regelgeving nog moet worden afgewacht, werpen de deelnemers aan de paneldiscussie tijdens het pensioen-event van 22 maart, al het nodige licht op onder andere de toekomst van de rentehedge, de dynamiek in de strategische allocatie van pensioenfondsen, de gevolgen van het loslaten van de leenrestrictie en de hechtheid van de relatie tussen de risicobereidheid en de beleggingsmix.



Voordat Evert Van Zwol, Voorzitter van de Commissie Balans en Vermogensbeheer bij Pensioenfonds Vliegend Personeel KLM, inhoudelijk aftrapt, vraagt hij om niet al te veel braafheid en nuance tijdens de discussie. De stellingen zijn puntig, dus de deelnemers mogen best een beetje stevig uit de hoek komen. Die oproep is niet aan dovemansoren gericht. Rik Albrecht, Pensioenfondsbestuurder, Voorzitter beleggingscommissie en Toezichthouder bij verschillende pensioenfondsen, Twan van Erp, Hoofd Strategisch Portefeuille Advies bij Achmea Investment Management, en Jitzes Noorman, Delegated CIO van het Fiduciaire Team bij BMO Global Asset Management, blijken tijdens de paneldiscussie meer dan eens fors van mening te verschillen.

De eerste stelling klapte er meteen in: we hebben straks geen rentehedge meer. Albrecht is het niet met die stelling eens. 'Er wordt inderdaad gedacht dat de rentehedge weg is omdat het VEV en S1 gaat verdwijnen, maar dat is echt een misvatting', zegt hij. 'Het beschermingsrendement dat je toezegt in het toedelingsbeleid dat ieder pensioenfonds moet opstellen, moet je ook waarmaken. Je zult zodoende wel degelijk het renterisico moeten afdekken.'

Noorman denkt dat de rentehedge verdwijnt omdat de renteafdekking, in de zin van een uniform afdeckingspercentage bij een pensioenfonds, er niet is omdat die in het nieuwe stelsel leeftijdsafhankelijk wordt. 'In Nederland geldt in hoofdlijnen dat elk kapitaalgedekt stelsel renterisico kent. En of je nu vanuit verplichtingen met rekenrente naar beleggingen gaat rekenen of juist vanuit beleggingen met rekenprojectierente naar verwachte uitkeringen, het effect is hetzelfde. Namelijk dat een dalende rente op de lange termijn nadelig uitpakt voor pensioenfondsen en deelnemers. Wil je dat mitigeren, dan moet je weliswaar rente afdekken, alleen moet dat leeftijds specifiek en zijn er nuances. Afdekking zal qua looptijd waarschijnlijk korter worden en

meer in fysieke instrumenten gezocht worden. Daarbij moeten we afwachten of het de theoretische beschermingsrendement-route gaat worden of de route van feitelijke rendementen. Daarvoor moeten we het definitieve wetsvoorstel afwachten. Maar het afdekken van renterisico zal blijven bestaan.'

Top down of bottom up?

'Er zijn twee mogelijkheden om het beschermingsrendement uit te keren', reageert Albrecht. 'De ene is top down, waarbij DNB zegt wat de rente is geweest en een rentecurve publiceert, zoals nu ook al gebeurt. Op basis van die curve moet je dus rente bijschrijven op de individuele pensioenpotjes. De andere methode om beschermingsrendement uit te keren, is gebaseerd op het gerealiseerde rendement, wat een fundamenteel andere aanpak is.' Beide methoden hebben hun voor- en tegens en Van Zwol wil weten welke aanpak de paneldeelnemers prefereren. Albrecht neigt naar de bottom up-methode, omdat die uitkeert wat je daadwerkelijk hebt verdiend en niet wat je theoretisch zou moeten uitkeren. 'Maar', voegt hij toe, 'die methode is wel arbeidsintensiever en brengt hogere administratiekosten met zich mee. En ook de top down-methode heeft zijn aantrekkelijke kanten. Daarin keer je weliswaar beschermingsrendement uit op basis van het theoretisch rendement dat DNB publiceert, maar daarbij kunnen deelnemers wel eenvoudig periodiek op internet of teletekst nalezen en narekenen hoeveel ze aan pensioen uitgekeerd moeten krijgen op basis van hun inleg en het geldende beschermingsrendement.'

Albrecht voegt daar nog aan toe dat we het ook niet al te simpel moeten voorstellen. Hij ziet nog wel wat addertjes onder het gras, maar de voordelen van beide methodes zijn wat hem betreft zo in de kern wel benoemd. Van Erp helt ook over naar bottom up, mede omdat die methode volgens hem ruimte biedt om in de matching portefeuille wat spreadrisico toe te voegen, iets dat overwegend al gebeurt door

het toevoegen van hypotheke en credits aan de matchingportefeuille. 'Als je die categorieën bottom up toewijst in het beschermingsrendement, dan alloceer je ze ook naar de groep die daar min of meer verantwoordelijk voor is', legt Van Erp uit. Dat betekent dat de ouderen die dominant worden blootgesteld aan het beschermingsrendement dan toch een stukje extra spread direct krijgen toegewezen. 'Andersom bestaat de mogelijkheid om bijvoorbeeld hypotheke via het overrendement toe te delen aan de verschillende groepen. Maar dan komt het spreadeffect van hypotheke juist via het verdelingsmechanisme bij de jongere generatie terecht en die hebben misschien wel behoefte aan hele andere rendementsgedreven producten en juist minder aan deze spreadproducten.' 'Zo houden we gelukkig wel intergenerationele effecten', concludeert Van Zwol. En dat vindt hij een goede zaak, want pensioenfondsen blijven immers pensioenfondsen.

Paternalisme of libertarisme

Aansluitend legt Van Zwol de volgende stelling op tafel: het pensioenfondsbetuur moet het beleggingsbeleid exact laten aansluiten bij de risicobereidheid van deelnemers. Zowel Albrecht als Noorman zijn het daar niet mee eens. Voor Albrecht is het ondenkbaar om middels het voorgeschreven vijfjaarlijkse onderzoek naar de risicobereidheid van deelnemers in feite de verantwoordelijkheid voor beleggingskeuzes op hen af te schuiven. Die verantwoordelijkheid ligt onvervreemdbaar bij de bestuurders en enquêtes onder deelnemers veranderen daar niets aan, vindt hij. 'Ik sprak daar eens over met de AFM en die zei 'Rik wees paternalistisch'. En ik ben het daar volledig mee eens, want als bestuurders moeten wij voor deelnemers denken. Die kunnen dat niet voor zichzelf. Zelfs voor ons is het een megaklus om een risicohouding te bepalen, terwijl wij ervoor doorgelerd hebben, ervoor getoetst zijn en erin geoefend zijn. Je kunt dat van deelnemers simpelweg niet verwachten. Wees daar dus heel voorzichtig mee.'

Noorman ziet dat diametraal anders en vindt dit punt een belangrijk verschil ten opzichte van het huidige stelsel. Hij wijst erop dat in de Pensioenwet ook nu al de term 'risicohouding' staat te lezen. 'Alleen staat daarbij dat die bepaald wordt door pensioenfondsbeturen in samenspraak met sociale partners. Een fors verschil met het nieuwe wetsvoorstel is dat straks elke vijf jaar de risicobereidheid onder de deelnemers middels een preferentieonderzoek moet worden gepeild.

Dat gebeurt aan de hand van drie maatstaven en vervolgens is de opdracht om periodiek het beleggingsbeleid heel expliciet te toetsen aan de risicohouding van de verschillende leeftijdscohorten. Daar gaat DNB ook op toetsen. Ofwel, DNB gaat toetsen of pensioenfondsbeturen dat wel goed toetsen. Er is met andere woorden helemaal geen ruimte voor paternalisme. Wél is het zo dat het wetsvoorstel expliciet beschrijft dat er een bandbreedte bestaat ten aanzien van het gewenste risico. De uitdaging zit hem zodoende in de vraag hoe je een complexere risicohouding gaat toetsen aan de hand van drie vrij abstracte maatstaven, om dat vervolgens weer te vertalen naar een concrete beleggingsmix met verdeelregels. Het is die vertaalslag die ik als verantwoordelijkheid van de pensioenfondsbetuurders zie. Wat ze mijns inziens niet mogen doen, is bewust afwijken van een geconstateerde risicohouding omdat ze denken dat meer of minder risico beter zou zijn voor de deelnemers.'

U vraagt, wij draaien

Voor Van Erp moet het uiteindelijke antwoord op de stelling in de kern 'ja' zijn, maar met een 'maar'. 'Wij zitten in een beweging van uitkeringsovereenkomst naar premieovereenkomst. De meer extreme variant daarvan hebben we met een DC-regeling. En ik denk dat het nieuwe pensioencontract weliswaar geen DC-regeling is, maar dat het daar wel aspecten van heeft. Een belangrijk aspect van DC is dat een deelnemer zich in meer of mindere mate gaat bemoeien met het eigen beleggingspotje en daarmee met het beleggingsbeleid van zijn pensioenfonds. Dus het aantal vrijheidsgraden van pensioenfondsbetuurders neemt echt fundamenteel af in vergelijking met de situatie zoals we die nu kennen.' Maar loopt de bestuurder dan niet aan de leiband, vraagt Albrecht zich af. En betekent dit dat wanneer de AEX ooit 20% onderuit gaat, de bestuurders langs de deuren moeten met een enquête? En als mensen dan roepen dat ze minder risico willen, bestuurders dat maar moeten uitvoeren? 'Want', zo waarschuwt Albrecht, 'je ziet bij enquêtes die nu afgenomen worden dat, tegenintuïtief, jongeren op de vraag naar veel of weinig risico, vaak voor dat tweede kiezen, terwijl ouderen vaak de tegenovergestelde keuze maken.'

De uitkomsten van enquêtes gaan volgens Albrecht dus vaak diametraal in tegen wat je bij life cycle-beleggen zou verwachten. Juist jongeren kunnen zich met hun lange beleggingshorizon meer risico



veroorloven, terwijl voor ouderen met een korte horizon een lager risicoprofiel gewenst is. Het is dus maar de vraag of je uitgesproken wensen exact moet volgen, zoals de stelling beweert. Voor Albrecht is dat in elk geval een 'no go'. 'Ga je helemaal mee in de feedback, dan benadeel je daar jongeren mee. Die weten dat zelf niet, maar komen daar na veertig jaar achter, als blijkt dat onnodig defensieve beleggingen tot een mager pensioen hebben geleid.' Noorman wijst erop dat de risicopeiling uit het wetsvoorstel uit twee vragen bestaat. 'De eerste naar risicobereidheid en de tweede naar risicodraagvlak. Dus een jongere kan zeggen 'ik wil weinig risico', terwijl hij zich veel risico kan permitteren, gezien zijn lange looptijd en human capital. Die twee tezamen, dus ook het risicodraagvlak, bepalen de risicohouding. Dat wil in dit voorbeeld zeggen dat het onverstandig is om nul risicobeleggingen te doen.'

Preach and practice

Op de stelling dat de strategische allocatie van fondsen statischer zal worden, wordt over het algemeen instemmend gereageerd. Voor Van Erp zit dat in de meer systematische opbouw van het beleggingsbeleid. Je bouwt die vooraf op met de vraag naar de risicohouding van deelnemers en bent gehouden om daarop te koersen in je allocaties. Het laat minder ruimte voor dynamiek, denkt hij. 'Toch is het volgens mij een groot goed dat vandaag veel pensioenfondsen wel degelijk een dynamische strategie en een dynamisch beleid voeren, met ruimte daarin. Ik ben ook optimistisch over de ruimte die in het nieuwe stelsel kan blijven bestaan. Alleen zul je op zoek moeten gaan naar beleidskeuzes die in hoge mate uitlegbaar en toepasbaar blijven.' Albrecht maakt het sprongetje naar communicatie en dan specifiek over het toedelingsbeleid. 'Je kunt als pensioenfonds natuurlijk dat beleid opstellen en aangeven wie hoeveel beschermingsrendement en overrendement krijgt, maar zorg ervoor dat je dat vervolgens ook waarmaakt. Dat is echt een cruciaal prudent person-beginsel en dat zal onder het NPC ook heel belangrijk worden.'

NPC = DC?

Een andere stelling zoomt meer in op de inhoud van beleggingsstrategieën: is de beleggingsstrategie van DC niet dezelfde als die van het NPC? Van Erp merkt op dat we het NPC nog niet kennen, maar aangezien we van een uitkeringsovereenkomst naar een premie-

overeenkomst bewegen, en DC daar een bijzondere vorm van is, verwacht hij wel gelijkenis tussen de strategieën. 'In de toekomst zal het beleggingsbeleid meer en meer gaan lijken op wat er nu in de DC-regeling gaande is. Dus ik verwacht dat de verbeterde premieregeling en het NPC voor wat betreft de uitvoering van het vermogensbeheer dichter naar elkaar toe zullen bewegen, vergeleken met de huidige situatie.' Noorman beaamt dat er overeenkomsten zijn. Zowel onder DC als onder het NPC is de beleggingsstrategie leeftijdsafhankelijk, maar de bestaande nuanceverschillen vormen volgens hem voldoende voer voor een aparte paneldiscussie. Toch is er volgens Albrecht een belangrijk verschil: 'In het NPC heb je weliswaar een eigen vermogenspotje, maar geen eigen beleggingsportefeuille. Dat moeten mensen zich wel realiseren. Met DC is dat dus anders, daar heb je ook die eigen portefeuille, waardoor je precies kunt zien voor hoeveel je in aandelen en obligaties zit. Bovendien kun je binnen het vrijheidskader ook wat aan die knoppen draaien.'

Regeert de leenrestrictie straks over haar graf heen?

Uit de publieksvragen pikt Van Zwol er onder meer eentje uit die gaat over mogelijke nadelen van het vervallen van de leenrestrictie. Uitgaande van de mogelijkheid voor jongeren om een eventuele daling van het aandelenrendement uit te zitten, mogen ze een flinke portie aandelen in portefeuille nemen. Tot zelfs wel 200%. Daar kleven uiteraard risico's aan, maar volgens Van Erp heb je afschaffing van de leenrestrictie in het nieuwe contract wel degelijk nodig om een aanvaardbaar langetermijnuitzicht te krijgen op een goed pensioen. Vanwege de mogelijk zeer volatiele resultaten in het persoonlijk vermogen van jongeren bestaat het risico dat het laten vervallen van de restrictie wellicht een doodgeboren kindje wordt. Van Erp denkt dat we er meer van verwachten dan straks waarschijnlijk waargemaakt gaat worden. En zo onveilig hoeft het straks niet te worden, besluit Noorman. 'Als het om het aspect van Human Capital-beleggen gaat, komen de consultatiedocumenten met toevoegingen betreffende twee vereisten. Het eerste is prudent person, je moet goed kunnen onderbouwen dat je zorgvuldig belegt. Het tweede is de solidariteitsreserve die voor vele zaken wordt ingezet. Daarmee zou je ook het risico kunnen opvangen, zodat niemand met een negatief vermogen eindigt op pensioenleeftijd.' «



Life cycle-benadering in het nieuwe pensioenstelsel

DOOR JAN JAAP OMLEE

Welke effecten heeft het toepassen van een life cycle-benadering onder het Nieuwe Pensioencontract? Anton Wouters, Head of Solutions & Client Advisory bij BNP Paribas AM, gaat in op de risicohouding, de leeftijdscohorten en de verhouding tussen matching en return.

Pensioenfondsen zijn divers in samenstelling, omvang en leeftijds populatie en hebben verschillende risicohoudingen. Hoeveel rente- of aandelenrisico nemen we? En welke afwijking staan we toe ten opzichte van de verplichtingen? Anton Wouters: 'In het nieuwe pensioenstelsel hoeven pensioenfondsen zich niet meer druk te maken over bijvoorbeeld het deels afdekken van de volledige verplichtingenstructuur, zoals ze dat nu doen. Nu de pensioentoezeggingen verdwijnen, verdwijnt ook het Vereist Eigen Vermogen (VEV) dat ze nu nog moeten aanhouden als risicobuffer. We komen in een ander risicokeurslijf. In de Wet Verbeterde Premieregeling (WVP+) gaan we naar een soort life cycle-systeem, waarbij we een eigen potje gaan opbouwen, en onder het Nieuwe Pensioencontract (NPC) gaat het over het toekennen van rendement aan verschillende leeftijdscohorten. Het uiteindelijke resultaat wordt onder meer bepaald door premies, rendementen op beleggingen en een eventuele bijdrage uit de 'solidariteitsreserve'. Dit laatste is bedoeld als gezamenlijke reserve om de risico's tussen generaties te delen.'

Wat gebeurt er als we een life cycle-benadering toepassen?

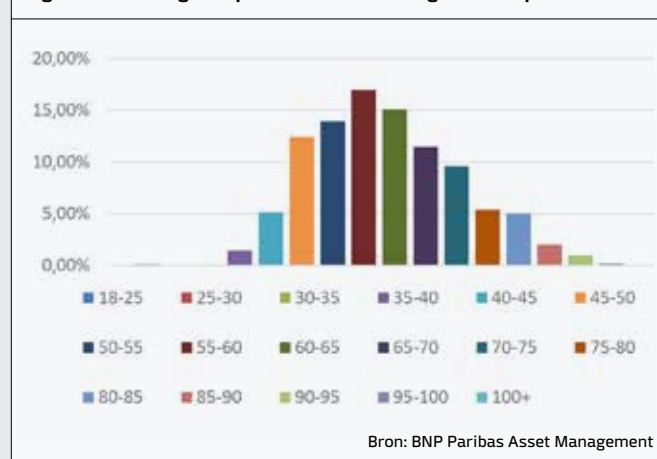
'Als we een life cycle-benadering toepassen op de huidige populatie in een DB-regeling, dan zien we een verandering optreden in de samenstelling van de portefeuille. Afhankelijk van de risicohouding en leeftijdsopbouw van het pensioenfonds zul je zien dat de verschillende generaties in verschillende mate risico zullen nemen. Dit zal het meest zichtbaar zijn in de WVP+. Onder het NPC ga je een groter deel van het rendement op de meer risicovolle beleggingen van je portefeuille toekennen aan jongere deelnemers, terwijl je het beschermingsrendement, vergelijkbaar met het rendement op de matchingportefeuille, meer voor het oudere deel van je deelnemers in het pensioenfonds zal reserveren. Die life cycle-benadering wordt uiteindelijk belangrijk voor het totale risico van de portefeuille, maar ook voor de bepaling van het risico dat deelnemers in bepaalde leeftijdscohorten gaan lopen.'

Wat zijn de belangrijkste conclusies uit jullie simulatie waarin de life cycle-benadering is toegepast?

'Een conclusie is dat de uiteindelijke portefeuille gevoelig is voor de life cycle die je gaat kiezen. Je ziet dan dat een defensievere of offensievere life cycle aanzienlijke gevolgen heeft voor de uiteindelijke totale portefeuille en voor de verdeling tussen de matchingportefeuille en de returnportefeuille. De gevolgen voor het beleggingsbeleid kunnen dus groot zijn. Het bepalen van de risicohouding wordt daarmee belangrijk en elk pensioenfonds kent nu eenmaal een andere populatieopbouw en bijbehorende risicohouding. Dat is één kant van het verhaal.

Een andere conclusie is dat de renteafdekking zoals we die nu kennen een kortere looptijd zal krijgen. Ook zal de totale renteafdekking wat minder worden, zo denken wij. Op dit moment dekt een pensioenfonds een deel van de volledige verplichtingenstructuur af, dus ook voor een jong iemand die nu een premie stort en nog minimaal veertig jaar pensioen opbouwt tot aan de pensioenleeftijd. Onder het nieuwe systeem zal dat minder nodig zijn, omdat het dan alleen voor

Figuur 1: Verdeling aanspraken over cohorten gemiddeld pensioenfonds



de oudere deelnemers aantrekkelijk is veel renterisico af te dekken om de uitkeringen minder volatiel te maken. Ook deze aanpassingen zijn afhankelijk van de opbouw van de populatie en de risicohouding van het pensioenfonds.'

Wat verwacht u van de verhouding tussen de returnportefeuille en de matchingportefeuille?

'Ik verwacht dat de omvang van de returnportefeuille toch wat groter zal worden binnen het nieuwe pensioenakkoord. De samenstelling van de returnportefeuille is een ander verhaal. Op basis van de huidige life cycles is de returnportefeuille onder een DC-regeling samengesteld uit liquide assets. Er zitten weinig illiquide assets in, wat ook te maken heeft met het kostenaspect. DC-regelingen worden immers over het algemeen opgezet tegen zo laag mogelijke kosten. Illiquide beleggingen zijn doorgaans wat duurder, maar in de huidige DB-regeling zien we wel degelijk illiquide beleggingen, dus waarom zouden deze geen plek kunnen krijgen binnen het nieuwe stelsel?'

Als we overgaan naar individuele potjes, gaan we dan meer of juist minder in illiquide beleggingen beleggen?

'Er zijn allerlei redenen waarom je niet exact de returnportefeuilleverdeling van een life cycle hoeft over te nemen, die in grote mate op liquide assets is gebaseerd. Zeker binnen het NPC wil je ook in de opbouwfase een goed gediversifieerde portefeuille hebben, zelfs als je iets meer risico zou kunnen nemen en het gedeelte aandelen wat groter kan zijn. In een breed gediversifieerde portefeuille zouden wat mij betreft heel goed illiquide beleggingen kunnen passen, mits je deze op de juiste manier kunt waarderen en je de waarde kunt verdelen over de deelnemers. Vaak heeft de waardering van illiquide beleggingen een andere frequentie of basis dan liquide beleggingen. En dat maakt de totale waardering van de portefeuille moeilijk. Wellicht dat we daar binnen de pensioenwereld nog eens een oplossing voor kunnen vinden. Ook binnen de WVP+ kan een beperkte allocatie naar illiquide beleggingen een rol spelen.

Als je een portefeuille opbouwt voor jongeren die alleen uit aandelen en aandelenachtige beleggingen bestaat, ben je natuurlijk wel vrij kwetsbaar. Als er bijvoorbeeld een enorme correctie is op de aandelenmarkten, met als gevolg dat de waarde van de ingelegde gelden flink vermindert en de markt niet of vrij langzaam terugveert, dan kan dat grote consequenties hebben voor de uiteindelijke pensioenuitkering. Dus hoewel je misschien wat meer risico gaat nemen in de returnportefeuille, wil je voorkomen dat de volatiliteit van deze portefeuille te hoog wordt. Dat kun je bewerkstelligen door diversificatie, maar ook door bijvoorbeeld het toevoegen van illiquide beleggingen die de volatiliteit van de portefeuille naar beneden kunnen brengen. Ik ben ervan overtuigd dat in een goed gediversifieerde portefeuille ruimte zal kunnen zijn voor illiquide beleggingen.'

Hoe kunnen pensioenfondsen nu al voorsorteren op het nieuwe stelsel en op 'de invaarexercitie'?

'Theoretisch gezien kun je de portefeuille al enigszins aanpassen om voorbereid te zijn op een soepele overgang. De klassieke vragen die we horen, zijn: 'Moet ik de rentehedge die ik nu heb geïmplementeerd al aanpassen, zowel in omvang als in duration? Of moet ik mijn illiquide beleggingen nu al gaan afbouwen of geen nieuwe opbouw meer plegen en zo liquide mogelijk blijven, zodat de invaarexercitie zo efficiënt mogelijk kan plaatsvinden?'

Daar moet je toch wat voorzichtig mee zijn. Allereerst: het moment van invaren is nog onzeker. Daarnaast zijn pensioenfondsen nu nog gebonden aan het FTK. Daar hoort nog steeds de klassieke rentehedge bij. Daar komt ook bij dat er naar aanleiding van het advies van de Commissie Dijsselboem een nieuwe UFR-curve systematiek stapsgewijs wordt ingevoerd. Vanuit de optiek van die systematiek moet er voor de rentehedge zelfs nog wat langer op de curve belegd worden.



Foto: Mark van den Brink photography

CV

Anton Wouters is sinds 2017 Head of Solutions & Client Advisory bij de Multi Asset, Quantitative & Solutions Investment Group van BNP Paribas Asset Management. Hij is in die rol verantwoordelijk voor alle maatwerkoplossingen voor pensioenfondsen, bedrijven en verzekeraars. In deze rol heeft hij het volledige LDI-productgamma en risicomangement opgezet. Website BNP Paribas AM: www.bnpparibas-am.nl/

Figuur 2: Bucketverdeling nieuw contract versus FTK markt met huidige percentage van AUM



Dat is een tegengestelde beweging. Het nieuwe pensioenstelsel zegt namelijk: korter op de curve, terwijl de nieuwe UFR-curve zegt: langer op de curve. Dit is voor veel pensioenfondsbesturen natuurlijk een dilemma. Je kunt ook overwegen om alvast wat te korten in de hoeveelheid rentehedge of de positionering op de curve, maar dat is wellicht niet zo verstandig gezien het huidige nominale FTK-kader waar pensioenfondsen nog steeds mee te maken hebben.

Er zijn ook pensioenfondsen die zich afvragen of zij hun dekkingsgraad moeten afdekken en vragen: ‘Als ik een dekkingsgraad van 110% heb, moet ik er dan voor zorgen dat ik die 110% vasthoud tot het moment van invaren?’ Dat zou kunnen, maar het moment van invaren, ligt voor veel pensioenfondsen nog vrij ver weg en nu al vastzetten, is kostbaar en wellicht nog niet nodig.’

Wat kunnen pensioenfondsen op dit moment concreet doen?

‘Allereerst zal er een discussie plaatsvinden met de sociale partners, vervolgens wordt de risicohouding van de deelnemers bepaald en pas dan komt de invulling van de beleggingsportefeuille aan de orde. Natuurlijk kun je al wel een stappenplan maken over de wijze waarop je de invaarexercitie naar een nieuwe portefeuille aangaat.

Stel, je wilt over drie jaar overgaan. Dan kun je alvast kijken naar de matchingportefeuille en welke stappen je nu al kunt nemen om ervoor te zorgen dat je tot de juiste samenstelling van de matchingportefeuille komt. In feite geldt hetzelfde voor de andere asset classes: hoe kan ik ervoor zorgen dat ik weet wat ik ga doen als ik overga naar een nieuw pensioenstelsel? Het maken van een stappenplan voor de invaarexercitie zou ik zeker overwegen en dan met name voor de minder liquide beleggingen en rente-overlays.’

Waar liggen pensioenfondsbestuurders wakker van?

‘Waarschijnlijk van de invaarexercitie en van de communicatie eromheen. Dat is operationeel gezien een

In de analyse van de life cycle-benadering zijn de volgende stappen belangrijk:

1. Bepaling van leeftijdscohorten voor een gemiddeld pensioenfonds, waarbij een onderscheid wordt gemaakt tussen actieven en slapers ten opzichte van gepensioneerden.
2. Toekenning van het pensioenfondsvermogen naar de leeftijdscohorten. Hierbij wordt rekening gehouden met het feit dat oudere deelnemers meer aanspraken hebben opgebouwd dan jongere deelnemers. De hoeveelheid vermogen voor de gepensioneerden hangt ook af van hun leeftijd. Ze hebben inmiddels al een deel van hun gespaarde kapitaal gebruikt.
3. Toepassing van het life cycle-concept per leeftijdscohort.
4. Bepaling van een mogelijke portefeuille na omzetting, met behulp van een lifecycle-benadering.

uitdaging. Op een gegeven moment moeten de operationele systemen veel aankunnen. Denk aan de individuele potjes, het uitkeringscollectief, de beheerde beleggingen en dan ook nog de communicatie richting de stakeholders. Dat alles vraagt om veel en zorgvuldige aandacht, evenals de portefeuilleomzetting zelf natuurlijk, maar die komt pas dichterbij op het moment van invaren zelf. Kortom, de discussies zullen voortduren tot aan het moment van invaren. Het worden interessante tijden!’ «

Verder lezen:

Het nieuwe pensioenstelsel – De life cycle-benadering
www.bnpparibas-am.nl/professionele-belegger/het-nieuwe-pensioenstelsel-de-life-cycle-benadering/

SAMENVATTING

- De opbouw van het deelnemersbestand en de risicohouding van de deelnemers is belangrijk bij de bepaling van de uiteindelijke portefeuille.
- Een defensievere of offensievere life cycle kan grote gevolgen hebben voor de verdeling tussen matching en return en daarmee voor het beleggingsbeleid. Het bepalen van de risicohouding wordt zo erg belangrijk.
- De allocatie naar de matchingportefeuille zal niet alleen lager kunnen worden, ook zal de duration korter worden.



COLUMN

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

Individueel vermogensbeheer: de AFM slijpt de messen

In een op 3 februari 2021 gepubliceerde sectorbrief verschaft de AFM duidelijkheid over de reikwijdte van het begrip individueel vermogensbeheer. De AFM gaat voor een strikte uitleg. De sector is hier niet blij mee.

De AFM constateert dat beleggingsondernemingen onder de noemer 'fiduciair beheer' een veelheid van diensten aan (professionele) cliënten verlenen. Deze diensten variëren van diensten die niet kwalificeren als een beleggingsdienst (zoals cash management en liquiditeitenbeheer) tot diensten die wel als zodanig kwalificeren (zoals het ontvangen en doorgeven van orders, advisering over individuele financiële instrumenten en individueel vermogensbeheer). De AFM is van oordeel dat beleggingsondernemingen die (een combinatie van) beleggingsdiensten verlenen, over een vergunning voor het verlenen van (al) deze (afzonderlijke) diensten dienen te beschikken. Volgens de AFM is daarvan in de praktijk niet altijd sprake en wordt met name het begrip individueel vermogensbeheer te ruim geïnterpreteerd, doordat onder die noemer ook transacties worden verricht waarbij de beleggingsbeslissing door de cliënt wordt genomen.

Volgens de AFM is alleen dan sprake van individueel vermogensbeheer, als de beleggingsbeslissing bij de beleggingsonderneming ligt. Zodra de beleggingsbeslissing bij de cliënt ligt, ook al gebeurt dit op incidentele basis, is er geen sprake van individueel vermogensbeheer. Dat de beleggingsonderneming in het kader van een door de cliënt gegeven opdracht de ruimte heeft om de details van de transactie verder in te vullen, doet daaraan naar het oordeel van de AFM niet af. Het ligt in de ogen van de AFM voor de hand dat de beleggingsonderneming deze ruimte heeft, omdat zij het best mogelijke uitvoeringsresultaat moet behalen. De AFM kan zich voorstellen dat individuele transacties op incidentele basis met de cliënt worden besproken om zeker te stellen dat deze binnen het door de cliënt geformuleerde beleggingsbeleid vallen. Afstemming tussen de beleggingsonderneming en de cliënt voorafgaand aan de transactie, om de goedkeuring

van de cliënt te verkrijgen, betekent echter dat er geen sprake is van vermogensbeheer.

De AFM geeft aan dat er bij transacties waarbij de beleggingsbeslissing bij de cliënt ligt, doorgaans sprake zal zijn van beleggingsadvies of het ontvangen en doorgeven (en/of uitvoeren) van orders, of een combinatie daarvan. Dat betekent volgens de toezichthouder dat de beleggingsonderneming, naast individueel vermogensbeheer, ook deze andere beleggingsdiensten verleent en dus zal moeten beschikken over een vergunning voor het verlenen van deze andere diensten. Daarnaast zal zij aan alle daarop van toepassing zijnde wettelijke vereisten moeten voldoen. In een bijlage bij de sectorbrief licht de AFM haar standpunt toe aan de hand van een drietal praktijkvoorbeelden, aangedragen door beleggingsondernemingen.

Op zich is het natuurlijk niets bijzonders dat de AFM van oordeel is dat beleggingsondernemingen over de juiste vergunningen moeten beschikken. Dat neemt niet weg dat de AFM het de sector moeilijk maakt met haar strikte interpretatie van het begrip individueel vermogensbeheer. Het zal in de praktijk immers nog niet zo eenvoudig zijn om te bepalen of er sprake is van een door de beleggingsonderneming genomen beleggingsbeslissing of van een door de cliënt genomen beleggingsbeslissing die door de beleggingsonderneming nader wordt ingevuld. De AFM miskent in dit verband dat discretionair vermogensbeheer zich in verschillende gradaties kan voordoen, variërend van volledig vrije hand tot meer gebonden varianten. Opmerkelijk is ook dat de BaFin, de Duitse toezichthouder, beleggingsondernemingen op dit punt heel wat meer ruimte laat dan de AFM, al is dat dan in een pre-MiFID II-document. «

STOP MET HET WERKEN IN SILO'S ONDER HET NIEUWE PENSIOENCONTRACT

Door Tim Barlage, Gitta Coenen en Job de Ruiter

In onze adviespraktijk zien wij dat pensioenfondsen bij de uitvoering van de pensioenregeling veelal gebruik zijn gaan maken van specialistische partijen in de uitbestedingsketen. Met name de uitvoering van het vermogensbeheer en de pensioenadministratie worden steeds vaker bij verschillende partijen ondergebracht. Met het oog op de implementatie van het Nieuwe Pensioencontract is het van belang om tijdig in beeld te brengen wat de samenhang en de onderlinge relaties worden tussen de verschillende entiteiten.

Wij zien dat pensioenadministratie en vermogensbeheer doorgaans als twee losstaande silo's opereren. In het huidige stelstel is dit goed mogelijk, omdat het aantal koppelpunten tussen de pensioenadministratie en het vermogensbeheer in de uitvoering van DB- en CDC-regelingen relatief beperkt is. De voorgenomen stelstelwijziging gaat hier echter verandering in brengen.

IMPACT VAN DE STELSELWIJZIGING OP DE UITBESTEDINGSKETEN

Leeftijdsafhankelijk beleggen, waarbij rekening moet worden gehouden met de risicodraagkracht en risicobereidheid per leeftijdscohort, leidt tot een verandering in de samenwerking binnen de keten tussen het pensioenbeheer en het vermogensbeheer, inclusief de beleggingsadministratie, zoals dit voor bestaande IDC-contracten al gebruikelijk is¹. Dit kan inzichtelijk worden gemaakt aan de hand van het uitvoeringsproces, zoals in Figuur 1 staat weergegeven. De pijlen aan de linkerkant in Figuur 1 tonen de stappen die gevolgd worden om te bepalen hoe de binnenkomende premie in de portefeuille van een operationele vermogensbeheerder eindigt. De rechterpijlen tonen vervolgens hoe de waarde van het rendement op de beleggingen wordt toebedeeld aan individuele deelnemers en hoe dit wordt gerapporteerd.

Op ten minste drie plaatsen ligt een duidelijk koppelpunt tussen de pensioenadministratie en het vermogensbeheer.

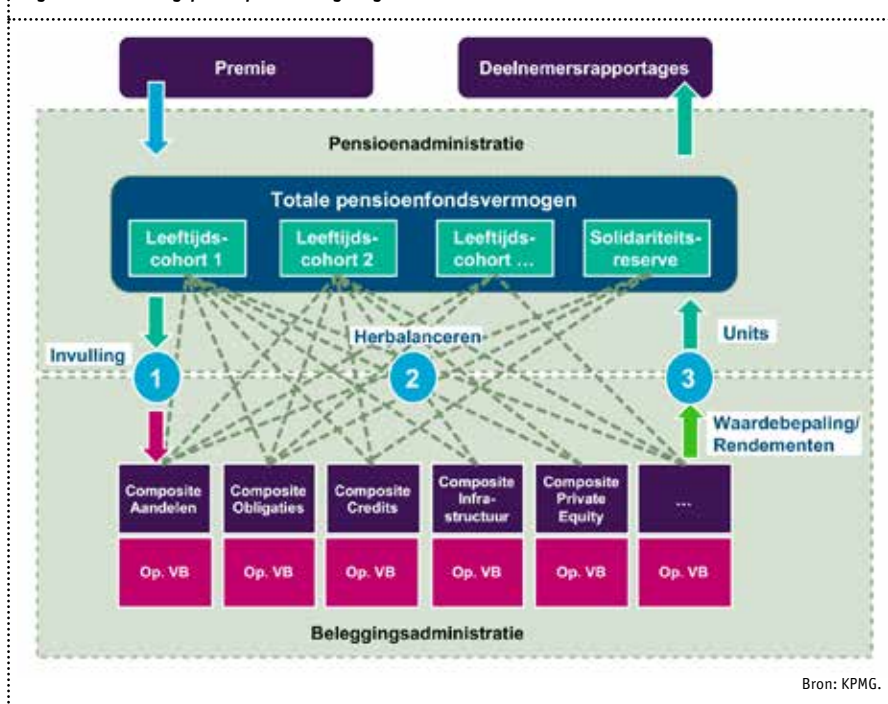
Een eerste koppelpunt ligt bij de vormgeving en het beheer van de leeftijdscohorten. Wij verwachten dat het pensioenfonds een adviseur of de fiduciair manager de opdracht zal geven om, met input van de pensioenadministratie en met het opgedane inzicht in de risicohouding en risicobereidheid van de deelnemers, de leeftijdscohorten te definiëren. De pensioenadministratie heeft het beste zicht op de (leeftijds)opbouw van het huidige deelnemersbestand en zou een eerste analyse kunnen maken van 'logische' cohorten. De pensioenadministratie lijkt ook de aangewezen plek om de veranderingen in de samenstelling van cohorten te beheren. Tegelijkertijd is het onderdeel vermogensbeheer in samenwerking met de fiduciair manager en/of zijn adviseur de aangewezen partij om over (de invulling van) het beleggingsbeleid voor leeftijdscohorten te adviseren aan het pensioenfonds, specifiek waar het de gewenste asset allocatie betreft. De pensioenadministrateur en de (fiduciair) vermogensbeheerder hebben dus ieder hun rol bij de formulering van de invulling van de asset allocatie per leeftijdscohort, waarbij onderlinge afstemming absoluut noodzakelijk is.

Een tweede koppelpunt ligt bij het periodiek herbalanceren tussen de cohorten. De pensioenadministratie heeft zicht op de verschuivingen in de deelnemersbestanden en zal hierover met de (fiduciair) vermogensbeheerder moeten communiceren. Gedacht kan worden aan het doorgeven van de omvang van de cohorten, waarbij vervolgens de (fiduciair) vermogensbeheerder de gelden herbalanceert tussen de gewenste beleggingscategorieën. Dit vereist wel dat de (fiduciair) vermogensbeheerder de portefeuille ook daadwerkelijk integraal overziet. Indien dit niet het geval is,



Job de Ruiter, Tim Barlage en Gitta Coenen

Figuur 1: Uitvoeringsproces pensioenregeling



zouden vanuit de pensioenadministratie op basis van de strategische allocatie toevoegingen en onttrekkingen aan de beleggingscategorieën kunnen worden geïnitieerd, die het gevolg zijn van mutaties in leeftijdscohorten om de gewenste allocatie voor de leeftijdscohorten te bereiken. Dit laatste zou voor veel administrateurs van pensioenadministraties wel een nieuwe activiteit zijn, omdat het geven van een herbalanceringsopdracht op dit moment veelal bij de (fiduciair) vermogensbeheerder of het pensioenfonds ligt.

Ten slotte ligt er een derde koppelpunt bij de toewijzing van rendementen op, en de waardering van individuele beleggingen of beleggingsfondsen aan, individuele deelnemers en de solidariteitsreserve, wat onder meer zijn weerslag vindt in rapportages. Omdat voor het NPC-collectief beleggen het uitgangspunt is en in het geval van de Wet verbeterde premieregeling (Wvp) een vorm van collectief beleggen ook de voor de hand liggende keuze is, zal zowel in de beleggingsadministratie als in de pensioenadministratie een (soort van) unitstructuur moeten worden ingericht, zodat voor elke deelnemer (op basis van het aantal units dat een deelnemer heeft) bepaald kan worden wat het rendement is dat de betreffende deelnemer

toegewezen krijgt bij het Nieuwe Pensioencontract of behaald heeft in het geval van een regeling onder de Wvp. Hierbij zal de beleggingsadministratie doorgaans de waardering bepalen, terwijl de pensioenadministratie de allocatie naar de deelnemers kan verzorgen.

DIALOOG IN DE UITBESTEDINGSKETEN

Voor een succesvolle uitvoering van pensioenregelingen is de tijd van werken in verschillende silo's voorbij. Partijen in de uitbestedingsketen moeten meer dan ooit met elkaar gaan afstemmen en samenwerken. Afhankelijkheden in de keten moeten goed in kaart worden gebracht, met speciale aandacht voor de momenten waarop stukjes worden overgedragen aan de volgende partij in de keten. Daardoor kan worden voorkomen dat belangrijke activiteiten tussen wal en schip vallen en de deelnemers hiervan de dupe worden.

Een centrale vraag is wie het initiatief neemt en ervoor zorgt dat de benodigde afspraken over de uitvoering tot stand komen. De regie in de uitbestedingsketen ligt in principe bij het pensioenfonds. Het pensioenfonds is immers verantwoordelijk voor een beheerste uitbesteding, dient volledige controle te hebben over zijn uitbestedingsrelaties en bepaalt de

contractkeuzes en de invulling van de SLA's. Tegelijkertijd heeft een pensioenfonds in het geval van uitbesteding vaak minder zicht op de operationele kant, in het bijzonder daar waar het gaat om de specifieke afstemming tussen de pensioenadministratie en het vermogensbeheer. Zeker als pensioenbeheer en vermogensbeheer bij verschillende partijen zijn ondergebracht, is het zaak dat hier vanuit het pensioenfonds meer regie op komt. Het risico bestaat dat de aandacht van pensioenfonds in eerste instantie met name gericht zal zijn op de verandering in de regeling en de besluitvorming over invaren, waardoor de aandacht voor de uitvoeringsconsequenties die hieraan verbonden zijn, verminderd zal zijn.

Het is daarom van belang om vroegtijdig in beeld te brengen wat, met de implementatie van het nieuwe pensioencontract, de samenhang en de onderlinge relaties worden tussen de verschillende entiteiten en partijen die deel zullen uitmaken van de pensioen- en vermogensbeheerketen. Op basis daarvan kan vervolgens een dialoog worden gestart over de vormgeving van de koppelpunten voor de nieuwe premieovereenkomst of een regeling onder Wvp en kan proactief het gesprek worden aangegaan over de vormgeving van de uitvoering.

CONCLUSIE

Concluderend kunnen wij stellen dat in de uitvoeringsketen belangrijke wijzigingen zullen optreden in de samenwerking tussen pensioenbeheer en de vermogensbeheer bij de uitvoering van een pensioenregeling. Het is voor een succesvolle transitie en een soepele start essentieel dat partijen in de keten elkaar gaan opzoeken en een dialoog aangaan over de uitvoeringsconsequenties, om zodoende tot een gezamenlijk beeld van het operating model te komen in het nieuwe pensioenstelsel. «

1 In dit artikel ligt de focus op de situatie bij het NPC. Voor de Wvp kan life cycles worden ingevuld voor het begrip leeftijdscategorieën.

Dit artikel werd geschreven door Tim Barlage, (Director), Job de Rooter, (Senior Manager) en Gitta Coenen, (Manager), werkzaam bij KPMG Advisory.

Transitie-FTK: Ingewikkelde route naar meer vrijheid?

DOOR WIM GROENEVELD

Om de overstap naar het nieuwe pensioenstelsel goed te laten verlopen, is een transitieperiode gedefinieerd. 'De stip op de horizon moet door pensioenfondsen voor ogen worden gehouden', aldus Arjen Monster, die bij NN Investment Partners verantwoordelijk is voor Strategisch Advies aan pensioenfondsen. Financial Investigator sprak met hem naar aanleiding van zijn keynote tijdens de educatieve bijeenkomst voor pensioenfondsen over 'Beleggen onder het Nieuwe Pensioencontract'.

Van 1 januari 2022 tot 2026 kunnen pensioenfondsen gebruikmaken van een ingroepad, oftewel het transitie-FTK. Waarom is dat pad zo belangrijk?

'Het transitie-FTK is bedoeld voor pensioenfondsen die de bestaande aanspraken willen laten invaren. De gedachte hierachter is dat fondsen in de overgangsfase met betrekking tot de financiële positie geen maatregelen nemen als die voor het evenwichtig invaren onnodig zijn, maar tegelijkertijd moet ook worden voorkomen dat wel benodigde aanpassingen achterwege worden gelaten. In deze periode worden bestaande MVEV- en VEV-regels buiten werking gesteld en gaat de indexatiedrempel van 110% naar 105%. Al met al biedt deze transitiefase iets meer vrijheid in aanloop naar het ingaan van het nieuwe pensioencontract in 2026. Duidelijk is ook dat pensioenfondsen niet met een 'Big Bang' over hoeven te gaan en zich er bewust van worden waar ze financieel staan en waar ze naartoe willen. In de tussenliggende periode kunnen pensioenfondsen dan zorgen voor een goede transitie.'

Wat zijn de implicaties van het transitie-FTK voor het beleggingsbeleid van pensioenfondsen?

'In het transitie-FTK speelt de richtdekkingsgraad een centrale rol. Dit is de dekkingsgraad die nodig is om op een verantwoorde en evenwichtige manier over te stappen naar het nieuwe stelsel. Pensioenfondsen die van het transitie-FTK gebruik willen maken, moeten uiterlijk op 1 januari 2026 een richtdekkingsgraad van minimaal 95% hebben bereikt. De richtdekkingsgraad is dus in elk geval 95%, maar moet door elk fonds zelf worden berekend en onderbouwd en kan dus ook hoger uitvallen. Naast de dekkingsgraad speelt in deze periode ook de hoogte van het vermogen een rol, je wilt immers met zoveel mogelijk vermogen over naar het nieuwe contract. Dit komt met name naar voren in discussies over de renteafdekking. In de transitieperiode mogen pensioenfondsen verder afzien van kortingen, zolang de dekkingsgraad een omvang heeft van 90 % of hoger. Pensioenfondsen zijn verplicht een overbruggingsplan te maken, waarin staat hoe ze

Figuur 1: Strategisch beleggingsbeleid na de overgang (Wat wordt de stip op de horizon?)



Wat betekent dit (mogelijk) voor portefeuilles

- Meer aandacht voor 'real assets' en inflatieafdekking
- Belang van spreiding en neerwaarts risico
- Minder afdekking (met name voor langere looptijd)
- Minder aandacht voor precisie in afdekking

Bron: Arjen Monster, NN Investment Partners, 2021.

vanaf hun huidige dekkingsgraad zullen toegroeien naar hun richtdekkingsgraad. Ook moet worden opgenomen hoe de premiedekkingsgraad bijdraagt aan de financiële positie. Dat plan moeten ze elk jaar updaten. Naast de dekkingsgraad speelt ook het behoud van vermogen een rol in de transitiefase, om met een zo hoog mogelijk vermogen over te gaan.'

Waar moeten pensioenfondsen goed op letten?

'Voor het beleggingsbeleid is het belangrijk om te weten dat je enerzijds te maken hebt met het langetermijnbeleid en anderzijds op korte termijn met die richtdekkingsgraad. De afweging moet worden gemaakt in hoeverre vast wordt gehouden aan het lange termijn beleggingsbeleid en in hoeverre zal worden ingespeeld op de richtdekkingsgraad en eventuele randvoorwaarden die daaruit volgen. Een openstaande vraag is nog of er eisen worden gesteld aan de premiedekkingsgraad. In de wetgeving staat dat in het overbruggingsplan moet worden aangegeven hoe de premiedekkingsgraad bijdraagt aan de financiële positie. Sommige pensioenfondsen maken hieruit op dat de premiedekkingsgraad niet lager uit mag vallen dan de huidige dekkingsgraad, wat voor veel pensioenfondsen een stijging van de premie of een verlaging van de opbouw met zich mee zou brengen.'

Hoe reageren pensioenfondsen op de veranderingen die op komst zijn?

'Wat ik allereerst zie, en dat is niet specifiek op het transitie-FTK gericht, is dat de meeste fondsen druk bezig zijn met de overgang. De richting van het nieuwe pensioencontract is veelal duidelijk, maar er zijn nog verschillende zaken die verder moeten worden uitgewerkt of nog niet helemaal duidelijk zijn. Pensioenfondsen zijn de afgelopen periode daarom vooral bezig geweest met het opdoen van kennis, vooral gericht op de strategische keuzes die je moet maken voor de situatie ná 1 januari 2026. Maar je merkt de afgelopen tijd ook dat ze duidelijk meer interesse krijgen voor het transitie-FTK vanwege het groeiende besef van zaken die in de tussentijd moeten worden opgepakt.'

Welke extra mogelijkheden, of misschien wel kansen, biedt het transitie-FTK?

'Het transitie-FTK biedt een versoepeling. Dat zit hem er allereerst in dat in het transitie-FTK eerder geïndexeerd mag worden, namelijk vanaf 105%. Tevens gelden bepaalde bestaande MVEV- en VEV-regels niet meer. Het is nog de vraag of dit alleen geldt voor het korten bij een dekkingsgraad onder het MVEV en voor de aangroei van de dekkingsgraad naar het VEV uit het herstelplan, of ook voor de toegestane hoogte van het VEV. In herstel mag op dit moment het VEV immers niet worden verhoogd. Dit is van belang voor de ruimte die het transitie-FTK biedt om actief aanpassingen in de portefeuille te doen in de transitieperiode. De vraag of het risico verhoogd mag worden, zal beantwoord moeten worden in de definitieve wettekst. In elk geval dient het risicobudget in lijn te zijn met

de risicohouding van het fonds. Het verhogen van risico is met name nuttig als het huidige kader beperkend werkt en risicoverhoging in het nieuwe kader meer risicopassend is.'

Hoe kunnen pensioenfondsen op een robuuste manier inspelen op de transitieperiode?

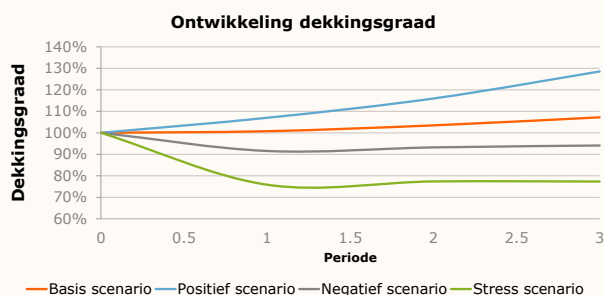
'De vraag of het beleggingsbeleid tussentijds moet worden aangepast, kan steeds weer op het bordje komen van pensioenfondsbesturen. Om te zorgen voor een goede besluitvorming en om tijd te besparen, is het belangrijk om voor de transitieperiode een kader vast te stellen. Wat wil een pensioenfonds bereiken in deze periode, welke risico's zijn acceptabel en op welke manier kan worden bijgestuurd? Dat kan bijvoorbeeld gelden op het vlak van beleggingen in beleggingsfondsen en aandelen, maar ook op het gebied van de renteafdekking, het gebruik van opties en het premiebeleid in de transitieperiode. Naast het goed bepalen van de randvoorwaarden is het van belang om te beslissen welk instrumentarium je kan gebruiken: wat is acceptabel en wat niet? Het is daarbij handig zo snel mogelijk een stip op de horizon voor ogen te hebben. Dan weet je waar je naartoe gaat. Zo voorkom je dat je acties onderneemt die je later weer terug moet draaien.'



Foto: Mark van den Brink photography

CV

Arjen Monster is werkzaam bij de afdeling Integrated Client Solutions (ICS) van NN Investment Partners (NN IP) en verantwoordelijk voor Strategisch Advies en LDI Advies aan DB pensioenfondsen. Hij heeft 20 jaar ervaring in de beleggingsindustrie en heeft zich in deze periode gespecialiseerd in LDI, derivaten, risicomangement, portefeuillebeheer en strategische advisering.

Figuur 2: Monitoring van de ontwikkeling van de dekkingsgraad (Scenario-analyse biedt toegevoegde waarde)

Wat volgt er uit de scenario analyse per Q4 2020

- DG van gemiddeld fonds stijgt van +/- 100% naar +/- 110% in 3 jaar in het basisscenario (in Q1 2021 al 5% stijging gerealiseerd)
- DG zakt weg in de negatieve scenario's. Dit wordt versterkt door aanpassing UFR methodiek.
- Neerwaarts risico komt met name uit aandelenrisico en minder uit renterisico

Bron: Arjen Monster, NN Investment Partners, 2021.

Monitoring wordt belangrijk. Welke onzekerheden komen om de hoek kijken bij die monitoring?

'Waar het om gaat, is dat je mikt op 1 januari 2026, want pensioenfondsen moeten uiterlijk op die datum overgaan naar het nieuwe stelsel en dan moet de richtdekkingsgraad zijn bereikt. Marktrisico is hierbij een serieuze onzekerheid. Het is ongewis wat er in de tussentijd gaat gebeuren. Dat zie je ook aan de ontwikkelingen omtrent de coronacrisis. Als pensioenfonds moet je een inschatting maken van de gevolgen van economische ontwikkelingen. Je kan dan met verschillende scenario's werken, met een goed verhaal erbij en een goede onderbouwing, gewoon om aan te geven dat er niet één pad is. Er is niet één waarheid, er zijn meerdere mogelijke waarheden. Vervolgens kun je kijken of je de mogelijke uitkomsten acceptabel vindt. Je kan vervolgens ook naar alternatieven kijken, zodat duidelijk is wat de impact is en wat de mogelijkheden zijn.'

Wat kunnen opties voor pensioenfondsen betekenen tijdens het transitie-FTK?

'Als je naar de mogelijkheden kijkt die er zijn om portefeuille-risico te verlagen, dan kan allereerst worden gedacht aan het verlagen van het aandelenrisico of het verhogen van de rentehedge. Via aandelenfondsen en aandelenfutures kan bijvoorbeeld de exposure naar aandelen worden aangepast, maar opties zijn in de transitieperiode ook een oplossing. De inzet van opties bij pensioenfondsen is in de praktijk echter beperkt, ook omdat een optie een complex(er) product is. De toegevoegde waarde van opties is afhankelijk van de doelstelling van een pensioenfonds. Een optie kan echter bescherming bieden. Als een pensioenfonds een bepaalde dekkingsgraad heeft en niet wil dat die dekkingsgraad te ver wegzakt, dan kan worden gekozen voor de verlaging van de exposure naar aandelen. In dat geval daalt in een normale situatie ook het verwachte rendement fors. Om je in te dekken tegen een grote daling van aandelenkoersen zou je ook met opties bescherming kunnen kopen. Dan accepteer je eigenlijk dat je in het basis-scenario een beetje achterloopt, want je moet een prijs voor

die optie betalen. Het rendement, of de dekkingsgraadstijging, is misschien wat minder, maar er is wel sprake van bescherming tegen een grote daling van aandelenkoersen. Anderzijds kunnen opties natuurlijk ook worden ingezet om extra rendement te behalen indien sprake is van een marktvisie of door het opgeven van opwaarts potentieel.'

Is het inzetten van opties voor elk pensioenfonds geschikt?

'Als je naar de beleggingsovertuigingen van pensioenfondsen kijkt, ligt de nadruk vaak op transparantie en het voorkomen van (te veel) complexiteit. Opties moeten daarom wel passen bij de overtuigingen. Het ligt niet voor de hand om er gebruik van te maken indien er niet zoveel kennis in huis is en ze niet goed aansluiten bij de overtuigingen. Deze expertise is eerder aanwezig bij de wat grotere fondsen en fondsen met een eigen bestuursbureau. Bij pensioenfondsen van financiële instellingen is soms automatisch al meer ervaring aanwezig op dat gebied, terwijl een fonds in een andere sector waarschijnlijk via een externe partij deze expertise moet inhuren. Bovendien zijn aan het inzetten van opties als bescherming kosten verbonden. Vandaar dat je moet afwegen hoe belangrijk je die bescherming vindt en of je het de kosten en extra complexiteit waard vindt. Net als bij elke verzekering die je koopt.'

Is gebruikmaken van het transitie-FTK voor elk pensioenfonds wenselijk?

'Het is een misvatting om te denken dat pensioenfondsen gebruik moeten maken van het transitie-FTK. Het hoeft niet per se. Het transitie-FTK biedt meer mogelijkheden, maar het kan zijn dat fondsen daar geen behoefte aan hebben. Dus voor fondsen waarvoor het huidige FTK geen beperkingen biedt, is er geen noodzaak om over te stappen op het transitie-FTK. Als de dekkingsgraad hoog genoeg is en indexeren niet nodig is, zorgt het maken van een overbruggingsplan mogelijk alleen maar voor meer administratieve rompslomp. Het is een keuze. Als het past, maak er gebruik van, maar wees je wel bewust van de impact. Het vraagt de nodige inspanningen.' «



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

COLUMN

Dwang en drang van de Europese Centrale Bank

Met zachte hand stuurt de ECB financiële instellingen in de richting van duurzaamheid. Tegelijkertijd wordt met harde hand een abnormaal lage lange rente afgedwongen. Vermogensbeheerders worden steeds meer beheerd.

Overheden willen dat banken en beleggers helpen bij het verduurzamen van de wereld. Zodoende is wat in 2006 begon met de zes Principes voor Verantwoord Beleggen van de Verenigde Naties, uitgedijd tot een wirwar aan nationale en internationale codes, convenanten, blauwdrukken, akkoorden en zachte en harde regels over Maatschappelijk Verantwoord Beleggen.

De jongste aanwinst is de Europese Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR). Deze schrijft voor welk inzicht financiële instellingen moeten geven in het groene gehalte van hun beleggingen. Een praktisch probleem is dat voor veel van de verlangde informatie geen gegevens bestaan. De oplossing ligt voor de hand: een richtlijn die eist dat bedrijven deze publiceren.

Transparantie vergroot het bewustzijn, maar is ook een noodzakelijke stap naar controle, zoals de alwetende camera's in China bewijzen. Wat als straks blijkt dat de tint van beleggingsportefeuilles langzamer donkergroen kleurt dan Europese beleidsmakers nodig vinden om bijvoorbeeld de klimaatdoelen te bereiken? Ik voorzie een richtlijn die dicteert hoeveel banken, verzekeraars en pensioenfondsen ten minste zullen beleggen in activiteiten die volgens de Europese taxonomie duurzaam zijn. Zodra dat gebeurt, beheren de financiële instellingen niet meer zelf hun vermogen. Vanaf dan beleggen de beleidsmakers.

Ook de ECB wijst de financiële sector op klimaatrisico's. ECB-president Christine Lagarde stelt dat prijsstabiliteit in het gedrang kan komen als extreme weersomstandigheden voor schommelingen in de productie en de inflatie zorgen. Het is een redenering waarmee een centrale bank elke bemoeizucht kan rechtvaardigen, om te beginnen met de arbeidsmarkt. Als iets immers een risico vormt voor de productie en de inflatie, dan zijn het de lonen. Eist de ECB daarom dat vakbonden en ondernemingen de cao-onderhandelingen met de centrale bank afstemmen? Nee.

Niet omdat de loonvorming irrelevant is voor de inflatie, maar omdat de ECB ze niets kan opleggen. Dat ligt een slag anders bij banken, verzekeraars en pensioenfondsen.

Terwijl de ECB met de ene hand de groene druk opvoert, worden met de andere massaal staatsobligaties opgekocht om de rente laag te houden en de geldhoeveelheid te vergroten. Dit vertaalt zich nog niet in snel stijgende consumptieprijzen, maar bijvoorbeeld wel in bubbelende huizenmarkten. De lage rente maakt woningen peperduur. Bovendien maakt de lage rente pensioen onbetaalbaar. Het huis en het pensioen zijn twee grote kostenposten voor consumenten. Toch blijft de officieel gemeten inflatie laag.

Het stimuleringsbeleid in de Verenigde Staten en de wereldwijde geldgroei zullen de inflatie aanwakkeren. Maar de ECB tolereert geen hogere rente. Dat bleek toen de lange rente iets opveerde omdat het einde van de pandemie in zicht kwam. De ECB maakte duidelijk zo nodig over te gaan tot het controleren van de rentecurve als de lange rente te hard stijgt.

Een centrale bank kan de rentecurve op twee manieren beheersen. De eerste is door alle staatsobligaties te kopen van beleggers die 0% te mager vinden zodra de inflatie serieus wordt. Helaas stookt dit de geldgroei op. De tweede manier is directer. Je dwingt beleggers om staatsobligaties te kopen, bijvoorbeeld via hun solvabiliteitseisen. Zulke kapitaalcontroles zouden het monetaire klimaat doen omslaan. Onwaarschijnlijk? Centrale bankiers volgen de tijdgeest. En die geest ademt dwang en drang.«

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

IS HET NIEUWE PENSIOENAKKOORD TOCH NOMINAAL VAN AARD?

Door Jitzes Noorman

Het wetsvoorstel gericht op de herziening van het pensioenstelsel lijkt in de geest vooral reëel van aard te zijn. De uitwerking, oftewel 'de letter' van het voorstel, is echter meer nominaal.

De 'geest' van het nieuwe Pensioenakkoord is duidelijk reëel. Zo valt in de Memorie van Toelichting te lezen: 'Het hoofddoel van dit wetsvoorstel is om het pensioenstelsel aan te passen aan de manier waarop we in de 21ste eeuw leven en werken. Om deze doelstelling te bereiken, moet eerder perspectief ontstaan op een koopkrachtig pensioen, door het pensioen directer mee te laten bewegen met economische ontwikkelingen.' Ook komen in het document de termen 'inflatie', 'koopkracht' en 'indexatie' respectievelijk maar liefst 11, 14 en 32 keer voor.

DE 'LETTER'

Toch is het voorgestelde kader nog steeds nominaal van aard. En wel om de volgende redenen:

1. Het beschermingsrendement is nominaal

Een van de kernonderdelen van de beoogde stelselwijziging is dat pensioenfondsen leeftijdsafhankelijk kunnen beleggen. Op basis van een collectief beleggingsbeleid delen zij vervolgens rendement en risico toe naar leeftijdscohort. Daarbij moet een onderscheid worden gemaakt tussen beschermingsrendementen en overrendementen ten behoeve van de beoogde koopkrachtstijging van de pensioenen. Het initiële voorstel uit de Hoofdlijnennotitie betreft een theoretisch beschermingsrendement. In het nieuwe contract worden per leeftijdscohort vanuit de collectieve beleggingsportefeuille ex-ante beschermingsrendementen toegeedeeld op basis van de ontwikkeling van de door DNB gepubliceerde nominale rentetermijnstructuur. Oftewel, het beschermingsrendement is louter gericht op het nominale renterisico, niet op het inflatierisico.

Wel gaf het Consultatiedocument aan dat er een alternatief mogelijk is: feitelijk beschermingsrendement via een aparte beschermingsportefeuille tegen renterisico. Dergelijke portefeuilles kunnen ook beleggen in inflatie-geïndexeerde obligaties. Daarmee is het mogelijk om zowel nominaal renterisico als inflatierisico in ieder geval gedeeltelijk af te dekken voor leeftijdscohorten. De vraag is of deze variant het definitieve wetsvoorstel haalt, aangezien meerdere partijen in de consultatieronde bezwaar hebben gemaakt tegen dit alternatief.

2. Projectierendement kent een nominale systematiek

In de uitkeringsfase zullen pensioenfondsen uitgaan van een geprojecteerd verwacht rendement om de hoogte van de pensioen-uitkering vast te stellen. Het projectierendement biedt de mogelijkheid om een deel van het toekomstig verwacht rendement over het gereserveerde vermogen van de gepensioneerde deelnemer naar voren te halen. Bij een hoog projectierendement en een hoge startuitkering op de pensioendatum neemt de kans toe dat het pensioen op een later moment moet worden verlaagd en vice versa.

Als restrictie is opgenomen dat sprake is van een naar verwachting tenminste nominaal gelijkblijvende uitkering. Ofwel, de 'letter' is wederom nominaal. Wel heeft de Memorie van Toelichting oog voor het reële perspectief. 'Een levenslange nominaal gelijkblijvende uitkering betekent overigens een uitkering die naar verwachting in de loop der tijd in koopkracht daalt als gevolg van inflatie', zo valt te lezen. Dit is zo opgeschreven, aangezien de regering aangeeft dat 'dit kan aansluiten bij de wensen van pensioengerechtigden om meer bestedingsruimte te hebben in de eerste periode na pensioen-ingang'.

De methodiek voor het vaststellen van het projectierendement is dat de nominale risicovrije swaprente het vertrekpunt is. Daar kan een risico-opslag bij worden opgeteld, alsook een afslag voor inflatie van worden afgehaald. Maximaal mag worden uitgegaan van een risico-opslag van 35% van de risicopremie op aandelen. De



Jitzes Noorman

Commissie Parameters hanteert een maximum voor het aandelenrendement van 5,6%. Voorts kan optioneel een inflatiemarge worden afgetrokken van het verwacht rendement. Het startpensioen zal dan lager uitvallen, maar met een kans op een hogere uitkering in de jaren daarna. De indexatiemarge is maximaal gelijk aan de parameter voor inflatie van de Commissie Parameters. Momenteel is deze 1,9%. De inflatiemarge is dus a) optioneel en b) niet-marktgebaseerd.

In theorie zouden pensioenfondsen de inflatieafslag kunnen baseren op marktverwachtingen gebaseerd op de inflatiewapmarkt. In de huidige markt zou de parameter van de Commissie Parameters als maximum niet knellen. De 30-jaars euro inflatiewap prijst eind februari bijvoorbeeld een inflatie in van circa 1,6%, al bedraagt de 1-jaars inflatiewap tijdelijk 1,95% als gevolg van Duitse btw-effecten. De vraag is echter in hoeverre fondsen hiervoor zullen kiezen, gezien:

- Het vrijblijvende karakter van deze afslag en de verwachting dat veel pensioenfondsen willen starten met een hoge uitkering.
- Het gegeven dat het projectierendement voor langere tijd moet worden vastgesteld.
- Het feit dat de inflatie-parameter van de Commissie Parameters gaat knellen op het moment dat inflatiewaps stijgen tot boven de 1,9%.

IS HET ERG DAT HET KADER NOMINAAL IS?

Ondanks de 'geest' die streeft naar koopkracht, is het wetsvoorstel wat betreft de 'letter' dus nog hoofdzakelijk nominaal. Is dat erg is? Naar onze mening valt dat mee. En wel om de volgende redenen: Allereerst is de euro inflatie-geïndexeerde obligatiemarkt erg klein. De gezamenlijke omvang van de markt van Franse en Duitse staatsobligaties gekoppeld aan de Euro Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) ex-tobacco index bedraagt € 209 miljard (Spanje en Italië geven ook ILB's uit, maar met een lagere rating). Dat is zeer beperkt vergeleken met de omvang van de Nederlandse pensioensector van € 1.590 miljard (DNB, K3 2020). Een verplichte inflatiemarge, in plaats van een optionele, kan daarmee marktverstrend uitpakken.

Figuur 1: Euro inflatiewaps



Bron: BMO GAM, Bloomberg, februari 2021.

Daarnaast zijn wij van mening dat inflatie-hedging minder belangrijk is dan inflatiematching. Onder het eerste fenomeen wordt het beleggen in producten verstaan die expliciet gekoppeld zijn aan inflatie, zoals inflatie-geïndexeerde obligaties en inflatiewaps. Het tweede komt neer op het minimaal verdienen van de inflatie. Dat kan met asset classes met een hoog verwacht rendement en (liefst) een reëel karakter, zoals aandelen en vastgoed. Onze voorkeur gaat uit naar inflatiematching. Aangezien de reële dekkingsgraden (waarde van de verplichtingen zijn hierbij inclusief uit te betalen inflatie) van bijna alle pensioenfondsen ruim onder de 100% liggen, is het niet mogelijk om dit volledig af te dekken met inflatiewaps. Een hoog rendement is voor een pensioenfonds daarom veel belangrijker voor het behoud van koopkracht dan een hoge (directe) correlatie met de inflatie, zeker in een pensioenstelsel zonder 'harde' (reële) verplichtingen. Ook zijn Inflatie-linked producten niet gekoppeld aan de Nederlandse inflatie, maar aan de bredere inflatie van het eurogebied, en kennen deze een laag rendement.

Zolang het nieuwe stelsel pensioenfondsen in staat stelt een hoog rendement te behalen, kan daarmee voldoende uiting gegeven worden aan de 'geest' van een op koopkracht ingesteld pensioen. «

SAMENVATTING

- **Het concreet voorgestelde kader van het pensioenakkoord is nog steeds nominaal van aard: het beschermingsrendement is nominaal en het projectierendement kent een nominale systematiek.**
- **Wij vinden dat niet zo erg: de euro inflatie-geïndexeerde obligatiemarkt is erg klein en wij achten inflatie-hedging minder belangrijk dan inflatiematching.**
- **Zolang het nieuwe stelsel pensioenfondsen in staat stelt een hoog rendement te behalen, kan daarmee voldoende uiting gegeven worden aan de 'geest' van een op koopkracht ingesteld pensioen.**

Dit artikel werd geschreven door Jitzes Noorman, Delegated CIO en Investment Strategist bij BMO Global Asset Management.

Belangrijke informatie

Deze informatie is afkomstig van BMO Global Asset Management, maar is noch een aanbod noch een uitnodiging tot het kopen of verkopen van specifieke beleggingsproducten of -diensten of specifieke ondernemingen die in dit document worden genoemd. De informatie, meningen, schattingen en/of verwachtingen in dit document zijn afkomstig van bronnen, waarvan redelijkerwijs wordt aangenomen dat ze betrouwbaar zijn en die op ieder moment kunnen wijzigen.
© 2021 BMO Global Asset Management. Alle rechten voorbehouden. BMO Global Asset Management is een handelsnaam van BMO Asset Management Netherlands B.V., in Nederland gereguleerd door de Autoriteit Financiële Markten (AFM). 1190711 NL

EUROPA ALS VEILIGE HAVEN TUSSEN CHINA EN DE VERENIGDE STATEN?

Door Andy Langenkamp

Na de Koude Oorlog heerste in westerse intellectuele kringen de optimistische verwachting dat democratie en globalisering gezamenlijk de wereld zouden veroveren. Thomas Friedman kwam met zijn 'Golden Arches'-theorie: landen met een vestiging van McDonald's voeren nooit oorlog tegen een ander land dat er ook een heeft. Die landen zouden zodanig economisch verstrengeld zijn en zoveel contacten onderhouden, dat conflicten zouden worden opgelost voordat ze volledig uit de hand zouden lopen.

In een dergelijke wereld, waarin vrijheid, stabiliteit en handel de boventoon zouden voeren, zou de EU zich natuurlijk als een vis in het water hebben gevoeld. Het liep anders. Globalisering en handel maakten wel een opmars, maar al vrij vlot bleek de aanwezigheid van Big Macs onvoldoende om de vrede te waarborgen. Dat lieten de oorlog in Libanon in 2006 en de oorlogen tussen Rusland en Georgië en Oekraïne zien.

GRIMMIGER WERELD

Daar kwam bij dat de globalisering weliswaar grote sprongen voorwaarts maakte, maar de veronderstelde daarmee gepaard gaande democratische opmars na verloop van tijd in het slop raakte. Afgelopen jaar was het vijftiende opeenvolgende jaar van wereldwijde democratische terugval. Minder dan een vijfde van de mensen op deze wereld woont in een vrije samenleving. De EU moet in deze grimmigere wereld het hoofd boven water houden en heeft daarbij met een aantal uitdagingen te kampen.

VACCINATIE- EN STIMULEERKNEUSJE

Vergeleken met andere rijke economieën loopt de EU flink achter met vaccineren.

Onderhandelingen met fabrikanten bleken soms niet al te slim gespeeld. De logistieke operatie vertoonde veel zwakke punten en in sommige lagen van de bevolking bestaat weerstand tegen vaccineren. Daarbij zijn zowel op Europees als op nationaal niveau enorme blunders begaan (zoals de opmerking van de Franse president Emmanuel Macron dat het Oxford/AstraZeneca-vaccin een quasi-vaccin was).

De trage start van het vaccineren in Europa maakt dat de Europese economieën hoogstwaarschijnlijk pas later weer open kunnen dan bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk en de VS. Ook is de verwachting dat de ECB en Europese overheden langer en meer moeten bijspringen. Tegelijkertijd wil het met de fiscale stimulering op Europees niveau niet erg vlotten. Afgelopen jaar werd weliswaar verbaasd snel een akkoord bereikt over een herstelfonds van € 750

miljard, maar het herstelfonds komt maar traag uit de startblokken.

MEER HOOFDBREKENS

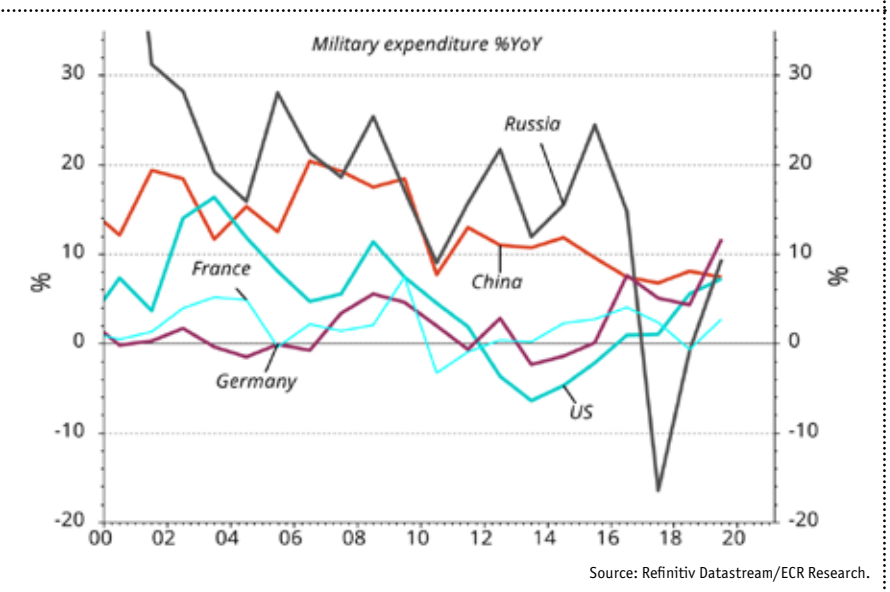
Onderlinge verdeeldheid zorgt ook op andere vlakken voor spanningen. De Brexit mag nu definitief zijn, maar er blijven nog steeds veel pijnpunten. Verder rommelt het in het oosten van de EU met leiders met autoritaire trekjes. Zij ondermijnen het interne functioneren van de EU en de externe slagkracht.

Die slagkracht is ook in gevaar doordat Europa achterloopt op een aantal economische gebieden die beslissend zijn voor toekomstig succes, zoals kunstmatige intelligentie, sociale mediaplatforms, e-commerce en elektrische auto's.

STROEF BUITENLANDBELEID

Bovengenoemde interne strubbelingen

Figuur 1: Military expenditure growth



frustreren een sterk buitenlandbeleid, terwijl dit hard nodig is. Zo zit Europa in de tang van de Turkse leider Recep Tayyip Erdogan met een gebrekkige migratiedeal.

Rusland baart nog meer zorgen. Vanwege onder meer de olie- en vooral gasbanden met Rusland is menig Europees land huiverig om de onmin met Moskou te veel op de spits te drijven.

We zien ook problemen in de aanpak van crises in onder andere Oekraïne en Armenië/Azerbeidzjan en de Franse missie in het westen van Afrika. Brussel kan en/of wil vooralsnog niet een zeer actieve speler worden op het geopolitieke schaakbord.

DE GROTE JONGENS

Dat brengt ons bij de twee grootste jongens op het bord: Amerika en China. Optimisme over de Amerikaanse president Joe Biden moet worden getemperd. Hij verpakt het allemaal wat vriendelijker, maar ook hij voert vooralsnog een onomwonden 'America First'-beleid. De president zet wat betreft trans-Atlantische betrekkingen ook een lijn door van ver voor Donald Trump: de draai weg van Europa en richting de Pacific.

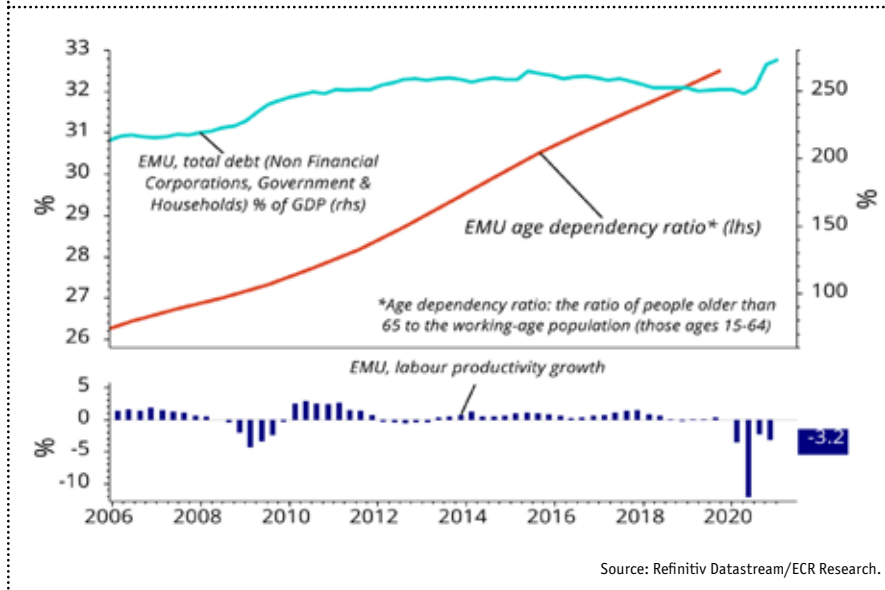
Defensie is sowieso een dingetje tussen Amerika en Europa. Landen als Nederland mogen altijd hoog van de toren blazen over de band met Amerika, maar ondertussen komen verreweg de meeste Europese landen niet in de buurt van de 2% van het GDP aan defensie-uitgaven, zoals afgesproken in NAVO-verband. Dit zal de Amerikaanse welwillendheid ook niet vergroten. Als die al aanwezig is, want als onder Trump sprake was van kwaadwillende desinteresse, dan gaan we onder Biden hooguit van kwaadwillende naar welwillende desinteresse.

PARTNER, CONCURRENT, RIVAAL

Een onoverwinnelijk tag team tegen China zullen Amerika en Europa niet vormen. Voor Europa is het maar de vraag of het verstandig is heel strikt een kant te kiezen en zo aan te sturen op een Koude Oorlog tussen twee blokken.

Aan de andere kant was het niet handig om opzichtig te willen uitstralen dat Europa een zelfstandige speler is door vlak voor Bidens

Figuur 2: Very high debt levels could become more problematic due to aging and low productivity growth



aantreden een relatief slap investeringsakkoord te sluiten met China zonder afstemming met de VS. Uiteindelijk delen Amerika en Europa veel meer waarden en belangen dan China en Europa.

Wel is het goed dat Europa een eigen koers probeert uit te stippelen zonder constant op Amerika te leunen. Een eerste stap werd gezet met een strategisch document waarin de EU China expliciet drie rollen toedicht: partner (bijvoorbeeld voor de aanpak van klimaatverandering), economische concurrent en strategische rivaal (gezien de geopolitieke ambities van Beijing en uiteenlopende ideologische systemen). Er worden ook bemoedigende vervolgstappen gezet, maar het is dan weer ontmoedigend te lezen dat de EU het geld, de mankracht en de bevoegdheden mist om desinformatiecampagnes en cyberaanvallen van China af te slaan.

VEILIGE HAVEN

Gelukkig heeft Europa ook de nodige sterke punten:

- Europa blijft de belangrijkste handelspartner voor 70 tot 80 landen, waaronder de VS.
- Europa is in veel gevallen voorloper als het aankomt op het zetten van hoge standaarden en oefent via die weg veel invloed uit op de wereldeconomie, omdat die regels vaak ook gehanteerd worden

door anderen.

- Sinds de eurocrisis is een steviger fundament onder de eurozone gelegd.
- Italië is in rustiger vaarwater gekomen met oud-ECB-president Mario Draghi aan het roer.
- Duitsland zal onder de opvolger van Angela Merkel hoogstwaarschijnlijk een onmiskenbaar pro-Europese koers varen.
- Europa is in menig opzicht een voorspelbaardere speler dan Amerika, gezien het zeer woelige politieke Amerikaanse landschap, waarbij elke paar jaar het beleid ineens kan omslaan.
- China boezemt op langere termijn minder vertrouwen in gezien de manier waarop Xi Jinping een cultus om zichzelf heen creëert die gebouwd is op vier pijlers: repressie, een volstrekt loyale partij, een assertief buitenlandbeleid en staatskapitalisme.

Dit alles betekent dat Europa op korte tot middellange termijn wat terrein moet prijsgeven gezien onder meer de traag opgestarte vaccinatiecampaagne, maar dat Europa vanuit politiek oogpunt op langere termijn een veiliger en zekerder haven kan zijn voor investeerders en beleggers. «

Dit artikel werd geschreven door Andy Langenkamp, Senior Political Analyst bij ECR Research.

HET FAILLIET VAN DE VEROUDERDE ECONOMISCHE GROEIPOLITIEK

Door Thijs Jochems

Joseph Schumpeter schreef zo'n tachtig jaar geleden al dat het kapitalisme niet aan zijn falen, maar aan zijn succes ten onder zou gaan. Klimaatverandering. Exponentiële groei van afvaluitstoot. Schaarser wordende grondstoffen. Groeiende ongelijkheid en polarisatie. Vergrijzing. Sterke rentedaling en een verbijsterende schuldgroei. Willen we onze democratische zorgsamenleving behouden, dan moet eerst de verouderde economische groeipolitiek failliet worden verklaard.

Veertig jaar geleden was winstmaximalisatie in onze samenleving het geaccepteerde adagium voor bedrijven. De legitimatie hiervan werd geleverd door vrijemarkt-economen als Milton Friedman en Friedrich Hayek: laat individuen zo vrij mogelijk in het nastreven van hun eigenbelang. Dit doen ze efficiënter dan welke overheid dan ook en

het resultaat is de grootst mogelijke welvaartscreatie. Het antwoord van deze denkschool op de problemen waarmee we nu geconfronteerd worden, is simpel: jaag economische groei aan.

Economische groei wordt altijd gekoppeld aan welvaartsverbetering. Welvaartsverbetering zou moeten betekenen dat de samenleving erop vooruitgaat. Het verslechterde klimaat en de voortgaande scheefgroei in de welvaartsverdeling laten echter een heel ander beeld zien.

ECONOMISCHE GROEI EN KLIMAATVERSLICHTERING

Veertig jaar geleden werden activisten tegen milieuvervuiling weggezet als geitenwollensokken en linkse rakkers. Inmiddels is klimaatverandering al sinds jaar en dag mainstream, zonder dat we overigens veel dichterbij een oplossing zijn gekomen. Integendeel. Alleen al de CO₂-uitstoot bedroeg vóór de COVID-19-pandemie zo'n tien miljard ton per jaar. En dat op een planeet die met vijf miljard ton per jaar haar absorptiecapaciteit heeft bereikt. Meer dan de helft van het wereldwijde inkomen wordt binnen vijftig kilometer van de kustlijnen geproduceerd: risicovol bij een stijgende zeespiegel. Voor verzekeraars is het bedrag aan stormschade in de afgelopen veertig jaar vervijfvoudigd. Het zal geen veertig jaar meer duren voordat vastgoedbeleggingen in veel kustgebieden niet langer verzekeraar zijn.

Migratie is een ander politiek vraagstuk van wereldformaat. Nu gaat het nog om relatief beperkte aantallen in vergelijking met wat ons waarschijnlijk nog te wachten staat. Studies tonen aan dat als de aarde nog 2% verder opwarmt, het gebied rondom de evenaar onbewoonbaar wordt. Volgens

schattingen zal dit leiden tot de migratie van zo'n anderhalf miljard mensen en ook Europa zal van de gevolgen hiervan niet verschoond blijven.

In 'Reimagining Capitalism' (2020) geeft Rebecca Henderson een treffend voorbeeld om te verduidelijken hoe, door klimaatverslechtering, economische groei en welvaartsgroei voor de samenleving kunnen verschillen. CEMEX is een grote cementproducent met een EBIT die een aantal jaar geleden 2,6 miljard dollar bedroeg. Positieve economische groei voor de samenleving, zou je zeggen. De uitstoot van broeikasgassen waarmee het productieproces gepaard ging, kostte de samenleving echter zo'n slordige 4 miljard dollar. In realiteit is dat dus een verliespost van 1,4 miljard dollar. Om groei te stimuleren waar de samenleving ook daadwerkelijk op vooruitgaat, is het noodzakelijk dat we economische groei opnieuw definiëren.

HERDEFINIËRING ECONOMISCHE WAARDE-CREATIE

We beschikken over de technologie, de kennis en de middelen om economische groei, inclusief klimaatkosten en haar veroorzakers, te definiëren, te meten en te identificeren. Iets wat 40 jaar geleden nog niet goed mogelijk was. Maar alleen een herdefiniëring van economische groei lost niet alle problemen op. Ook de verdeling ervan is een probleem.

ECONOMISCHE GROEI EN VERDELING VAN INKOMEN EN VERMOGEN

Door de versnelling in technologische ontwikkelingen in de afgelopen vijftientig jaar zijn er veel, ook hoogbetaalde, banen verdwenen. De vraag die vervolgens vaak wordt gesteld, is of we



Thijs Jochems

nog wel in staat zullen zijn om voldoende nieuwe banen te scheppen. De vraag die mijns inziens echter gesteld moet worden, is of we nog wel in staat gaan zijn om voldoende banen te scheppen waar een adequate beloning tegenover staat. Het antwoord daarop is veel eenduidiger.

Al vijftientig jaar zien we dat er in de hoogproductieve sectoren arbeid wordt afgestoten en dat de beroepsbevolking overwegend nog emplooi vindt in laagproductieve sectoren als de horeca, de recreatie en de zorg (onderzoek van het IMF uit 2016). Per definitie betekent dit dus ook dat er lagere beloningen tegenover zullen staan. Die trend wordt nog eens versterkt door de geïnstitutionaliseerde bevoordeling van arbeidsvervangende investeringen. In ons huidige belastingklimaat worden nieuwe investeringen beloofd met een kostenvoordeel door versnelde afschrijvingen. Het creëren van arbeidsplaatsen, daarentegen, wordt 'bestraft' met aan arbeid gekoppelde belastingen. Of we ook vandaag de dag ons belastingstelsel nog op dezelfde wijze zouden inrichten, is een vraag die, althans publiekelijk, nog niet gesteld is.

De toenemende ongelijkheid in onze samenleving gaat gepaard met groeiende onvrede onder een steeds beter opgeleide beroepsbevolking. Een almaar groeiende groep van burgers zonder toegang tot werk met een adequate beloning is in geen enkele samenleving houdbaar. Combineer dit met de dalende arbeidsinkomensquote en het is moeilijk vol te houden dat we met economische groei, zoals nu gedefinieerd, onze problemen op gaan lossen om zodoende onze zorgsamenleving veilig te stellen.

De gewraakte scheefgroei van inkomen en vermogen vormt een reflectie van het toenemende aandeel dat kapitaalverschaffers in ons Nationaal Inkomen vertegenwoordigen. Veel van die kapitaalverschaffers hebben hun vermogen sterk zien groeien doordat ze van de opbrengsten van economische activiteiten konden profiteren zonder voor de kosten te hoeven opdraaien. Kosten van vervuiling in de vorm van bijvoorbeeld CO₂-uitstoot en afval waren tot voor kort niet meetbaar en toereken-

baar en kwamen dan ook voor rekening van de samenleving.

DE FEITEN VERANDEREN, NU NOG ONZE HOUDING

De economische wetenschap zal moeten werken aan het bijstellen van groei-definities, alsmede het meten en standaardiseren ervan. De overheid moet breken met het erfgoed van de jaren zeventig en tachtig en in plaats daarvan instituties en regulering aanpassen aan de eisen van deze tijd. Institutionele beleggers zullen daadwerkelijk de macht van het kapitaal moeten gebruiken om het andere langetermijnbelang van de gepensioneerden, namelijk een leefbare aarde, te behartigen. Niet minder dan 60% van de beursgenoteerde aandelenbeleggingen in de Verenigde Staten is van institutionele beleggers afkomstig.

Overheid en bedrijfsleven zullen moeten samenwerken op een wijze die de innovatieve kracht van het bedrijfsleven niet verstikt. Ofwel, geen regelingen tot op de vierkante millimeter uitwerken, maar samenwerking op basis van een langetermijn visie en gedeelde uitgangspunten. Het lastige voor alle betrokkenen is dat het hier niet om één disruptieve, nieuwe technologie gaat. Nee, het is een samenspel van alle spelers, vaak in de vorm van wat architectural innovation wordt genoemd. De meest lastige vorm van innovatie, omdat die met bestaande componenten tot iets geheel nieuws moet leiden.

Tot op de dag van vandaag zien we een economische politiek die nog altijd is gericht is op het creëren van economische groei sec als oplossing voor de problemen waar onze samenleving mee kampt. De realiteit die zich alsmaar dwingender aan ons opdringt, is dat op een kwaad moment de sociale verbanden die ons als samenleving nu nog bij elkaar houden, zullen zijn stuk gegroeid als we die verouderde economische groeidefinities blijven hanteren. Het failliet van de verouderde economische groeipolitiek vereist een inventarisatie van de feitelijke problemen waarmee we worden geconfronteerd en aanpassingen die recht doen aan die feitelijke veranderingen. <

SAMENVATTING

- De gangbare definitie van economische groei voldoet niet meer. Het onderliggende concept van 'winstmaximalisatie sec' is niet meer van deze tijd gegeven de ermee gepaard gaande kosten voor de samenleving.
- We hebben de technologie om 'daadwerkelijke' economische groei te meten. De economische wetenschap kan en moet nu economische groei herdefiniëren.
- Politiek en bedrijfsleven moeten samenwerken aan 'architectural innovation' om groei te realiseren die daadwerkelijke vooruitgang voor de samenleving betekent.

Voor dit artikel is onder meer geput uit:

Boeken:

- **Capital in the Twenty-First Century: Thomas Piketty (2014)**
- **Doughnut Economics: Kate Raworth (2017)**
- **The Value of Everything: Mariana Mazzucato (2018)**
- **Reimagining Capitalism: Rebecca Henderson (2020)**
- **Fantoomgroei: Sander Heijne en Hendrik Noten (2020)**
- **How Democracies Die: Daniel Ziblatt en Steven Levitsky (2018)**
- **Europa en de terugkeer van de geschiedenis: Mathieu Segers (2016)**

Artikelen:

- **The Economist: special edition on 'Business and Climate Change' (september 2020)**
- **Counting the Cost 2020: a year of climate breakdown, a report by Christian Aid (december 2020)**
- **Database CEIC, calculations IMF en OECD staff, Karabarounis and Neinar (2014)**

Dit artikel werd geschreven door Thijs Jochems, Adviseur en Private Investor.

Een PFM bouwen: alles over open banking

DOOR BAS VAN MARISSING, PRODUCT MANAGER BIJ YTS

Consumenten willen meer controle, gepersonaliseerde diensten en slimmere inzichten als het gaat om hun financiële situatie. Personal Finance Management (PFM)-tools kunnen hierin een rol spelen.

De snelle technologische ontwikkelingen op het gebied van digitale diensten hebben geleid tot een cultuur van on-demand en one click. Consumenten verwachten nu dezelfde snelheid wanneer het gaat om hun financiën. Ze willen meer controle, gepersonaliseerde diensten en slimmere inzichten als het gaat om hun financiële situatie.

Dit is de reden van de opkomst van Personal Finance Management (PFM)-tools. PFM is gebaseerd op API-technologie (Application Programming Interface) en laat consumenten op één plek zien wat ze uitgeven en waar ze dit aan besteden. Hierbij worden alle bankrekeningen en financiële producten van de persoon meegenomen. Het bouwen van zo'n dienst is echter complex en het team van Yolt Technology Services (YTS) heeft veel geleerd sinds het Yolt, de prijswinnende smart money-app, lanceerde in 2017.

De bouwstenen

Het ontwikkelen van inzicht in de mogelijkheden van open banking, weten hoe de technologie werkt en hoe deze de verschillende schakels van de financiële sector met elkaar verbindt, is een eerste stap in het ontwikkelen van een PFM-platform.



Foto: Archief YTS

BAS VAN MARISSING

Open banking omvat drie essentiële onderdelen: Account Information Services (AIS), Payment Initiation Services (PIS) en Data Enrichment (DE). AIS en DE zijn het meest relevant voor PFMs, maar ook PIS kan een rol spelen.

AIS is de meest toegepaste functie en is het gemakkelijkst te implementeren. Deze functionaliteit vormt de basis voor de informatie-integratie die een PFM biedt. AIS verzamelt alle uitgaveninformatie op één plaats via API-verbindingen tussen banken en andere instellingen die over financiële informatie van klanten beschikken. Er zijn honderden API-verbindingen naar verschillende instellingen beschikbaar, maar elke verbinding is verschillend, complex en tijdsintensief om te bouwen en te onderhouden. YTS biedt inmiddels zoveel API-verbindingen aan, dat 95% van de bankrekeningen in het Verenigd Koninkrijk worden gedekt, 90% in Nederland en meer dan 80% in Frankrijk, Italië en Spanje.

Sommige bedrijven hebben een zogenaamde PSD2-vergunning en/of de middelen om deze technologie zelf te ontwikkelen, maar de meerderheid van de bedrijven heeft dit niet. Technical Service Providers (TSPs) kunnen hierbij helpen. Deze bouwen en voorzien bedrijven van kant-en-klare APIs, waardoor ze gebruik kunnen maken van open-bankingtechnologie, zonder dat de bedrijven zelf veel tijd en geld behoeven te investeren. Daarnaast bieden deze TSPs de mogelijkheid aan bedrijven om via hun PSD2-vergunning AIS en PIS binnen hun bedrijf in te zetten. Eenvoudig gezegd: TSPs maken open banking toegankelijk voor alle partijen, niet alleen voor de grote spelers in de sector.

Een van deze TSPs is Yolt Technology Services (YTS). YTS was de eerste provider die een succesvolle open banking call uitvoerde en vandaag de dag handelt YTS 26 miljoen API-calls per week af. Zo heeft ook de Yolt-app geprofiteerd van de kracht van de technologie van YTS. De gebruikers van de app kunnen nu verbinding maken met 77 financiële dienstverleners in Europa –



wanneer een PFM deze verbindingen zelf zou moeten bouwen, zou dit een langdurig en duur traject zijn.

De data begrijpen

Wat is de volgende stap wanneer al deze informatie op één plek is verzameld? Hoe kunnen het gewenste inzicht, de controle en de personalisatie voor de consument worden gecreëerd? Het antwoord is Data Enrichment (DE).

DE betekent dat de informatie die via AIS wordt verzameld een persoonlijk financieel beeld vormt van elke gebruiker. Dit beeld wordt in real-time weergegeven in een begrijpelijk format en kan vervolgens worden geanalyseerd. Zo kan DE een consument vertellen dat hij of zij vorige week € 195 aan boodschappen heeft besteed, € 45 meer dan de gebruiker daarvoor op het PFM-platform had gebudgetteerd. De belangrijkste functies van PFM zijn categorisering en budgettering en DE is hier de drijvende kracht achter.

De voordelen voor de consument zijn duidelijk, maar hoe zit het met de voordelen voor de platformbeheerder? Door een beeld te vormen van het bestedingsgedrag van klanten kunnen platformbeheerders gepersonaliseerde producten en diensten aanbieden, waardoor de kans op een succesvolle verkoop toeneemt. Dit kan een reden zijn om samen te werken met externe partijen en zo niet alleen meer diensten aan te bieden binnen het platform, maar ook meer inkomsten uit het platform te genereren.

Om PFM-platformen naar een hoger niveau te tillen, kan de open-bankingtechnologie PIS bovendien een rol spelen. Hiermee kan het adoptietempo versneld worden en wordt er nog meer mogelijk gemaakt. Dit is het laatste stukje van de puzzel en geeft gebruikers volledige controle over hun financiën.

PIS is een nieuwe, veilige manier om geld over te maken. PFM's kunnen de technologie gebruiken om gebruikers de mogelijkheid te bieden geld van de ene rekening naar de andere over te maken, vrienden en familie te

betalen en hun rekeningen te voldoen, allemaal vanaf hun PFM-platform. Hiermee biedt PIS de klantervaring van iDeal, maar dan in heel Europa.

Door PIS, AIS en DE te combineren, kunnen open-bankingproviders consumenten steeds meer inzicht en controle geven over hun financiën. Dankzij open banking worden enorme stappen gezet om de manier waarop om wordt gegaan met financiële dienstverlening voorgoed te veranderen.

De eerste stap zetten

Met de kennis van de verschillende elementen van open banking kan een beslissing worden genomen over hoe het platform moet worden ontwikkeld.

Voor de meeste bedrijven is het een logische keuze om een TSP in te schakelen om gebruiksklare AIS- en DE-diensten te leveren. Dit betekent dat deze sneller kunnen starten en veel eerder een startklare dienst op de markt kunnen brengen dan bedrijven die alles zelf doen. In een wereld waar consumenten direct toegang willen tot de beste diensten, is het belangrijk om snelheid en flexibiliteit in overweging te nemen bij het betreden van de markt.

Open-bankingtechnologie blijft zich ontwikkelen en de mogelijkheden zullen de komende jaren alleen maar toenemen. Het heeft de manier waarop financiële diensten worden geleverd al drastisch veranderd. Met alle mogelijkheden in de toekomst geldt dat hoe vroeger bedrijven investeren in de technologie, hoe eerder zij de voordelen in kunnen zetten en hoe groter de voorsprong zal zijn ten opzichte van de concurrentie. Het bouwen van een PFM-platform kan de eerste stap zijn in het proces van het veranderen naar een bedrijf met open banking, maar zeker niet de laatste stap. «

YTS

Yolt
Technology
Services

YTS - Yolt Technology Services biedt een veilige combinatie-API, waarmee AIS- en PIS-verbindingen kunnen worden gemaakt voor vooraanstaande financiële instellingen en ambitieuze techbedrijven. YTS was de eerste Third Party Provider die een succesvolle open banking call uitvoerde. Vandaag de dag is YTS de topanbieder van open banking APIs in Europa en handelt per week 26 miljoen API-calls af. Yolt Technology Services werd onlangs erkend als de 2020 Alt-Fi Open Banking Provider of the Year.

VOORZITTER:

Wouter Koelewijn, *Global Impact Investing Network*

DEELNEMERS:

Raquel Criado Larrea, *a.s.r. Vermogensbeheer*

Jochen Harkema, *ING Investment Office*

Joshua Kendall, *Insight Investment (onderdeel van BNY Mellon Investment Management)*

Karlijn van Lierop, *MN*

Narina Mnatsakanian, *Kempen Capital Management*

Rishma Moennasing, *Rabobank*

Gert-Jan Sikking, *PGGM*

Jelena Stamenkova van Rumpt, *Anthos Fund & Asset Management*

Vincent Triesschijn, *ABN AMRO*

Foto: Cor Salverius fotografie



VEEL MOGELIJKHEDEN OM IMPACT TE HEBBEN

Door Hans Amesz

COVID-19 heeft de vooruitgang van en de interesse in ESG en Impact Investing versneld. De laatste jaren is duurzaam beleggen enorm gegroeid, waardoor het inmiddels mainstream genoemd kan worden.



Wat zijn de drijfveren voor ESG en Impact Investing?

Vincent Triesschijn: 'Een belangrijke drijfveer is het groeiende bewustzijn bij beleggers met betrekking tot duurzaam beleggen. Vijf, zes jaar geleden was dit nog een nichecategorie, maar de laatste jaren is er sprake van een groei, waardoor het inmiddels mainstream genoemd kan worden. Door de pandemie is de vraag naar ESG en Impact Investing zelfs nog toegenomen.'

Gert-Jan Sikking: 'Mede door de pandemie zal er nog meer aandacht ontstaan voor oplossingen in de gezondheidszorg en klimaatoplossingen. Je ziet verder dat er steeds meer regelgeving en verplichtingen komen op het gebied van duurzaam beleggen.'

Karljin van Lierop: 'Wij vinden dat we portefeuilles moeten samenstellen die een positieve impact kunnen hebben op de wereld.'

Duurzaam beleggen begint bij onze beleggingsovertuigingen en de verantwoordelijkheid die we voelen om rekening te houden met externe factoren. Kunnen we specifieke maatschappelijke problemen oplossen en kunnen we dat doen met onze duurzame of impactportefeuilles?'

Joshua Kendall: 'Het draait allemaal om verantwoording. Tien jaar geleden was kritisch onderzoek de enige manier: hoe beleggers emittenten verantwoordelijk kunnen houden voor hun daden. Vandaag de dag is het vraagstuk multidimensionaal, waarbij beleggingsmanagers en eigenaars van activa worden bekritiseerd voor hun beleggings- en allocatiebeslissingen.'

Hoe zal COVID-19 de voortgang van impactbeleggen en impactrapportage beïnvloeden?

Narina Mnatsakanian: 'COVID-19 zal de vooruitgang van impact-

> **Wouter Koelewijn** is Senior Advisor Europa voor het Global Impact Investing Network (GIIN). Koelewijn heeft ruim 15 jaar ervaring in het ontwikkelen van strategieën en innovaties op het gebied van impact investing, duurzaam beleggen en duurzaam ondernemen. Voordat hij in 2016 bij GIIN kwam, werkte hij als Senior Strategie- en Innovatiemanager bij PGGM en als Management Consultant Corporate Strategy en Business Development bij Deloitte.



Foto: Cor Salverius Fotografie



Foto: Archief a.s.r. Vermogensbeheer

> **Raquel Criado Larrea** is Head of Sustainable Investments, External Manager Selection & Balanced Portfolios bij a.s.r. Vermogensbeheer, waar ze werkt vanuit haar overtuiging dat financieel rendement hand in hand gaat met maatschappelijk rendement. Voor haar aanstelling bij ASR in 2009 was zij 9 jaar werkzaam bij ING Groep/NN Investment Partners in verschillende internationale functies in Zuid- en Oost-Europa en Azië/Pacific. Criado Larrea heeft een MBA van de Esade School of Management in Barcelona en studeerde Rechten aan de Universiteit van Salamanca in Spanje.

beleggen en impactrapportage versnellen en de belangstelling ervoor vergroten. Tegelijkertijd is er een behoorlijke terugslag geweest voor een aantal SDGs, die we de komende jaren zullen moeten inhalen.'

Rishma Moennasing: 'COVID-19 heeft tot nieuwe impactinitiatieven geleid, zoals het dringende verzoek van meer dan 150 vermogensbeheerders aan regeringen om vaccins te verstrekken aan opkomende markten.'

Kendall: 'In 2020 is voor meer dan 500 miljard euro aan pandemieobligaties uitgegeven door overheden, agentschappen en bedrijven. Voeg daar de Europese Green New Deal aan toe en er is een enorme kans voor beleggers in vastrentende waarden om een tastbare bijdrage te leveren aan de reactie op en het herstel na COVID-19.'

Triesschijn: 'Als gevolg van de pandemie zijn onze klanten meer nadruk gaan leggen op de sociale aspecten van hun beleggingen. Dat heeft geleid tot extra rapportageverzoeken.'

Raquel Criado Larrea: 'De pandemie legt meer nadruk op de noodzaak van een inclusieve aanpak. Er moet meer rekening worden gehouden met de sociale aspecten van duurzaam beleggen – de S in ESG – bijvoorbeeld via engagement met zowel de sociale omstandigheden van werknemers als de toegang tot vaccins en medicijnen.'

Jelena Stamenkova van Rump: 'Ik denk dat het zal verbeteren. Bedrijven hebben stappen ondernomen om de gevolgen van COVID-19 voor hun toeleveringsketen beter te begrijpen, te meten en te managen. Dit leidt tot meer en betere datatracking, met name op sociaal gebied. Als die gegevens worden gepubliceerd door bedrijven, zal dat ook doorsijpelen naar beleggers, wat hopelijk leidt tot betere en beter geïnformeerde beslissingen.'

Kunnen jullie inzichten delen van de gesprekken met bedrijven over de uitdagingen van de COVID-19-pandemie?

Van Lierop: 'We hebben met bedrijven in bijvoorbeeld de kleding- en schoenenindustrie gesproken over de maatregelen die zij hebben genomen om zowel hun financiële positie als het inkomen, de gezondheid en het welzijn van de werknemers in de toeleveringsketens te beschermen. We hebben ook geprobeerd inzicht te krijgen in hoe

COVID-19 de respectievelijke sectoren structureel heeft veranderd en de prioriteit van bedrijven heeft verlegd naar de lange termijn. Ik hoop dat COVID-19 een systemische verandering teweeg heeft gebracht door bedrijven ervan bewust te maken dat het echt belangrijk is om een veilige, stabiele en duurzame toeleveringsketen te hebben.'

Heeft de pandemie invloed gehad op jullie engagementprogramma's?

Jochen Harkema: 'COVID-19 heeft er mede voor gezorgd dat bedrijven meer openstaan voor gesprekken en het vinden van oplossingen. Onze engagementtrajecten zijn door de pandemie niet veranderd omdat ze op de lange termijn gericht zijn.'

Criado Larrea: 'We hebben onze engagementprojecten voortgezet, maar door de COVID-pandemie hebben we er een aantal specifieke sectoren en thema's aan toegevoegd. De respons was over het algemeen positief, met adequate maatregelen voor de pandemieomstandigheden, maar wat we graag zouden zien is structureel beleid voor de lange termijn.'

Mnatsakanian: 'Wij hebben onze engagementsprioriteiten niet veranderd; als gevolg van COVID-19 zijn we alleen maar meer engagementtrajecten gestart. Ik denk dat steeds meer wordt ingezien dat je niet alleen op kortetermijnoplossingen kunt vertrouwen, maar vooral op de langere termijn moet denken over wat voor impact beslissingen hebben op alle betrokken stakeholders.'

Moennasing: 'Onze betrokkenheid is geïntensiveerd. Dat komt ook doordat bij de videogesprekken meer bestuurders beschikbaar zijn om deel te nemen en om hun standpunten over en activiteiten tijdens de pandemie te delen.'

Sikking: 'Wij hebben ons engagementsprogramma niet veranderd, maar wel enkele andere accenten gelegd. We hebben ook meer samenwerking aangemoedigd, bijvoorbeeld richting farmaceutische bedrijven bij het produceren van vaccins.'

Wat zijn jullie ervaringen met het formuleren van ESG- en impactdoelstellingen?

Triesschijn: 'Wij willen doelstellingen formuleren die meetbaar zijn en

waarbij we duidelijk kunnen rapporteren over de voortgang. Daarom hunkeren we naar de juiste gegevens. Soms ondervinden we tegenwerking om daaraan te komen, want voor sommige bedrijven is het een last om al die gegevens te verzamelen. Niet alle bedrijven hebben daar een aparte afdeling voor.'

Van Lierop: 'Je moet een top-down visie ontwikkelen over wat je wilt bereiken per asset class en dan passende en realistische doelen formuleren. Voor je publiceert, moet je er echt zeker van zijn dat je ze ook kunt implementeren. Op die manier komen top-down en bottom-up samen. Op die manier werken wij ook aan het in lijn brengen van portefeuilles met het klimaatakkoord van Parijs.'

Harkema: 'Gegevens zijn erg belangrijk. Als die niet beschikbaar zijn, is het heel moeilijk om een echt doel te stellen. Je kunt natuurlijk intenties formuleren over bepaalde onderwerpen, maar het is heel moeilijk deze concreet te maken zonder de juiste data.'

Stamenkova van Rump: 'Je kunt je langetermijnambitie bepalen op basis van je overtuigingen en aanwijzingen vanuit de wetenschap. Dan moet je doelen stellen die meetbaar en specifiek zijn en toepasbaar op je rol als belegger. Daarvoor heb je uiteraard goede en voldoende gegevens nodig en kennis om te begrijpen wat de beste manier is om de reële economie te beïnvloeden in de richting van de verandering die je voor ogen hebt. Het vaststellen van een reductiedoelstelling moet zeer zorgvuldig gebeuren, waarbij elke asset class op zijn eigen bijzonderheden moet worden bekeken.'

Kendall: 'Als je je doelstellingen praktisch en haalbaar wilt maken, moet je ze toespitsen op de asset class. Een uniforme aanpak is te simplistisch. Als je bijvoorbeeld belegt in staatsobligaties, zijn er heel andere soorten risico's en engagementmogelijkheden dan bij bedrijfsobligaties of aandelen. Daar moet goed over worden nagedacht.'

Kunnen alle asset classes bijdragen aan Impact Investing?

Criado Larrea: 'Ja, wij denken zeker dat dat mogelijk is. Daarbij gaan we uit van de definitie van de GIIN en dus de intentionaliteit als de eerste eigenschap om Impact Investing te definiëren. Uit onderzoek moet blijken dat een bedrijf de intentie heeft om echt een positieve impact te bewerkstelligen. Dan kan je meetgegevens en criteria

definiëren. Wij deden dat en verhoogden de audit van 'limited' naar 'reasonable assurance'. Dat geeft het nodige vertrouwen aan onze stakeholders.'

Sikking: 'Elke asset class heeft op het gebied van Impact Investing zijn eigen uitdagingen en mogelijkheden. Soms is impact redelijk gemakkelijk te verwezenlijken, bijvoorbeeld in vastgoed met duurzame gebouwen als geïntegreerd onderdeel van elke investeringsbeslissing. Voor sommige andere asset classes is Impact Investing een grotere uitdaging, maar allemaal hebben ze mogelijkheden om bedrijven en projecten te financieren die een positieve bijdrage leveren.'

Harkema: 'Is het wel mogelijk om de liquiditeiten die je hebt voor je beleggingsfondsen op een duurzame, impactvolle manier weg te zetten?'

Stamenkova van Rump: 'Als je een impactportefeuille hebt en een gedeelte daarvan is een geldmarktfonds, dan vinden wij dat dat minimaal een ESG-fonds moet zijn.'

Moennasing: 'De vraag is of beursgenoteerde aandelen een goede manier zijn om te laten zien welke impact jij hebt behaald als belegger. Er zijn dan immers meer beleggers in een bedrijf en die engagen met het bedrijf. Wanneer je direct investeert in een project, kun je de behaalde impact beter meten. Dit geldt ook voor groene en sociale obligaties. Daar zie je ook direct een verband met het project en de impact die wordt nagestreefd.'

Mnatsakanian: 'Ik denk dat er in alle beleggingscategorieën mogelijkheden bestaan om aan Impact Investing te doen. Wij geloven wel meer in impact op de primaire dan op de secundaire markten. Met actief betrokken aandeelhouderschap kun je ook op secundaire markten, zoals aandelen, veel impact hebben door je op een verstandige manier te engageren.'

Kendall: 'Niet alles hoeft een label te hebben. Wij denken niet dat geldmarktfondsen in aanmerking komen voor een impact- of ESG-label. Wij positioneren onze geldmarktfondsen niet als fondsen met dezelfde ESG- of impactresultaten als plain vanilla-obligatieportefeuilles, ook al hebben ze een vergelijkbaar aantal ESG-variabelen en kwaliteiten ingebouwd. Wij doen alles wat je van een ESG-product mag verwachten, zoals uitsluitingen en CO₂-reductie, maar ESG-producten moeten hogere aspiraties hebben.'

> **Jochen Harkema** is sinds 2012 werkzaam bij ING Investment Office als Analist Duurzaam Beleggen. Harkema bepaalt het beleid gericht op Duurzaam Beleggen en toetst aandelen, obligaties en beleggingsfondsen op duurzaamheid. Daarnaast publiceert hij hierover en adviseert hij Analisten en Investment Managers over duurzame ontwikkelingen die relevant zijn voor bedrijven en strategieën. Verder is Harkema schrijver van Duurzaam Beleggen voor Dummies.





Foto: Archief Insight

> **Joshua Kendall** is Head of Responsible Investment Research & Stewardship bij Insight Investment, onderdeel van BNY Mellon. Hij trad daar in mei 2015 in dienst en staat aan het hoofd van het programma voor verantwoord beleggen, dat gericht is op de integratie van criteria op het gebied van milieu, maatschappij en governance en op beleid, strategie en onderzoek op het gebied van ESG. Kendall is lid van het Comité voor Duurzaam en Verantwoord Beleggen van de Britse Investment Association, lid van de Adviesraad voor kredietbeoordelingen van de PRI (Principles for Responsible Investment van de VN) en lid van de Adviesraad voor groene en sociale obligaties bij de International Capital Market Association (ICMA).

Moennasing: ‘Als je in groene en sociale obligaties investeert, kun je de directe impact zien. Dit zijn investeringen waarmee je echt een meetbaar effect kunt bewerkstelligen.’

Wat zijn de mogelijkheden om impact te realiseren in vastrentende portefeuilles?

Kendall: ‘Er zijn enorme mogelijkheden voor beleggers om impact te hebben in vastrentende markten, misschien wel meer dan in andere beleggingscategorieën. Wij onderscheiden drie cruciale fases. De eerste is het identificeren van thema’s en emittenten die geen positieve impact hebben, maar een negatieve of een neutrale. Als tweede moet bij groene en sociale obligaties goed worden nagedacht over de impact die zij al dan niet bewerkstelligen. Er is terecht bezorgdheid over greenwashing. We hebben honderden uitgiften van groene en sociale obligaties geëvalueerd en vastgesteld dat slechts een derde volledig voldoet aan onze verwachtingen voor groene of sociale impact. De rest zijn gewone obligaties, verpakt als groen of sociaal. En tot slot is de rapportage, het bieden van transparantie, een heel belangrijk element bij het bereiken van impact voor een portefeuille.’

Hoe manage je effectief de kwaliteit van de ESG- en impactresultaten en hoe communiceer je deze resultaten naar de stakeholders?

Triesschijn: ‘We hebben een apart team dat werkt aan een niet-financiële impactrapportage en we rapporteren duidelijk over de SDGs. Maar er is meer: er moeten duidelijke impactmetingen zijn in termen van bijvoorbeeld werkgelegenheid en CO₂-uitstoot. Driemaandelijke rapportering, en de niet-financiële impactrapportage als onderdeel daarvan, zijn cruciaal in onze communicatie naar de klanten.’

Sikking: ‘Wij hebben een aantal impactindicatoren bepaald. Hoeveel megawattuur hernieuwbare energie wordt geproduceerd? Hoeveel CO₂ wordt vermeden? Hoeveel patiënten worden behandeld? Hoeveel kubieke meter water wordt gebruikt? Enzovoort. Die gegevens verzamelen we op jaarbasis en vervolgens communiceren we die op portefeuilleniveau. Verder stimuleren we bedrijven om hierover verslag uit te brengen en te proberen producten en diensten te ontwikkelen om meer impact te creëren.’

Stamenkova van Rump: ‘Het is een hele uitdaging om de juiste gegevens te krijgen, bij te houden en te verbeteren. Daarbij zijn nauwe contacten en een goede communicatie met de fondsbeheerders van groot belang. Met betrekking tot onze externe managers gebruiken we een ESG-scorecard. Van hen verwachten we betere rapportages, die wij kunnen gebruiken voor de rapportage aan onze klanten.’

Mnatsakanian: ‘Een paar jaar geleden hebben wij een spectrum van duurzaamheid gecreëerd met criteria voor: wat is verantwoord, wat is duurzaam, wat is impact en waar moet je aan voldoen? Al onze externe en interne fondsen krijgen een score op dat spectrum, waarna we bepaalde doelstellingen vaststellen op klimaatgebied, best-in-class benadering, of positieve bijdrage aan de SDGs. Nieuwe fondsen moeten aan bepaalde criteria voldoen om geselecteerd te worden.’

Moennasing: ‘Wij meten ook de carbon footprint van onze portefeuilles en brengen verslag uit over wat we op dat gebied hebben bereikt, maar ook met ons engagement met bedrijven realiseren we impact. Wat belangrijker is voor de echte impactstrategieën is natuurlijk de SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation), die eisen stelt aan bijvoorbeeld transparantie over duurzaamheid en rapportage.’

Harkema: ‘We proberen de impactgegevens te managen, vooral wat betreft koolstof. De grootste uitdaging is: je denkt dat je over de nodige gegevens beschikt, maar die zijn niet honderd procent betrouwbaar. Zelfs koolstofgegevens, die op grote schaal beschikbaar zijn, kunnen snel veranderen. De carbon footprint is bijvoorbeeld het ene jaar veel hoger dan het andere. Dat blijkt dan te komen door een nieuwe manier van berekening door een bedrijf. Een goede analyse van deze data is noodzakelijk, maar ook voorzichtigheid in de interpretatie.’

Kendall: ‘Zo’n vier jaar geleden hebben we een volledig handmatig proces opgezet om rechtstreeks bij de emittenten van vastrentende waarden gegevens te verzamelen. Dat is zeer arbeidsintensief, maar uiterst belangrijk in asset classes waar geen onafhankelijke ESG-beoordeling bestaat. We zijn erin geslaagd om voor meer dan vierhonderd bedrijven ESG-ratings te verkrijgen die vergelijkbaar zijn met die van MSCI. We proberen er bij emittenten begrip voor te kweken dat een duurzaamheidsmentaliteit belangrijk is en dat ze in staat moeten zijn hun performance met beleggers te communiceren.’

> **Karljin van Lierop** is Directeur Maatschappelijk Verantwoord Beleggen bij MN, uitvoerder van onder andere PMT, PME, Koopvaardij en MITT. Zij is eindverantwoordelijk voor de strategie voor MVB bij MN. Haar belangrijkste aandachtspunten zijn het verankeren en verdiepen van ESG en klimaatrisico's in alle beleggingen, actief aandeelhouderschap met thematische engagementprogramma's en Impact Investing. Van Lierop maakt onderdeel uit van het MT van Fiduciair Advies van MN, is lid van het bestuur van IIGCC en lid van het Management Committee van Platform Living Wage Financials.



Foto: Archief MN

Welke samenwerking is er tussen asset owners en financiële instellingen om duurzaamheidsdata en ervaringen te delen?

Van Lierop: 'Idealiter zou je voor alle beleggingscategorieën dezelfde ESG-data en dezelfde leveranciers willen gebruiken, zodat de aanpak consistent is. Maar als je echt de karakteristieken van een specifieke asset class recht wilt doen, is dat niet altijd mogelijk. De tweede uitdaging is coverage. Wij zijn erg enthousiast over het Transition Pathway Initiative (TPI, een initiatief van investeerders die de transitie naar een koolstofarme economie monitoren), dat over fantastische gegevens beschikt die we zeker kunnen gebruiken voor engagement, maar er is nog geen volledige dekking.'

Sikking: 'De vraag is hoe je regels, producten en diensten op het gebied van duurzaamheid kunt koppelen aan specifieke bedrijven. Het afgelopen jaar hebben we samengewerkt met een data management partner en een aantal andere asset owners om onze aanpak en gegevens over positieve bijdrage aan SDGs te delen. Het is eigenlijk jammer dat iedereen hetzelfde werk moet doen vanuit zijn eigen organisatie. Door deze SDG-data beschikbaar te stellen, wordt het voor andere beleggers makkelijker om hun beleggingsportefeuilles meer te richten op de SDGs. We kijken ernaar uit om op termijn ook economische schaalvoordelen te kunnen delen.'

Triesschijn: 'We moeten ons niet alleen richten op samenwerking aan de datakant, maar ook op het delen van ervaringen. We moeten proberen om te gaan met de verschillende percepties, want er is niet één waarheid.'

> **Narina Mnatsakanian** werkt sinds 2017 bij Kempen Capital Management als Hoofd Duurzaam Beleggen en Impactbeleggen. Samen met de Kempen-portfolio-managers heeft zij ESG-criteria geïntegreerd in de beleggingsprocessen van de vermogenscategorieën. Daarnaast is Mnatsakanian Portfoliomanager van de Kempen Global Impact Pool, een multi-asset impactstrategie. Voor haar komst naar Kempen was Mnatsakanian werkzaam bij Sarona Asset Management, een private equity-boutique gespecialiseerd in impactbeleggingen in opkomende markten. Hier was zij verantwoordelijk voor Investor Relations, Impactmanagement en ESG. Eerder werkte ze bij MN, KPMG, EY en UNPRI (Principles for Responsible Investment).



Foto: Archief Kempen

Criado Larrea: 'De kredietwaardigheidsbeoordelingen van de drie grootste ratingbureaus vertonen een correlatie van 0,9. Bij ESG-ratings bedraagt de correlatie rond 0,3. Dat betekent dat samenwerking en het delen van informatie heel belangrijk zijn. Het gaat daarbij niet alleen om de gegevens, maar om het hele scala van datagebruik, methodologie en standaarden.'

Stamenkova van Rumpft: 'Het gebrek aan correlatie bij ESG-ratings is enigszins verontrustend, maar het meest verontrustende is het gebrek aan een eenduidige definitie van duurzaamheid, impact en SDGs. Waar kijken we naar en waar hebben we het over als we spreken over de SDGs? Er zijn zoveel verschillende benaderingen. Er is meer opbouwende kritiek nodig, meer werkelijke samenwerking en verfijning van de gegevens.'

Kendall: 'Wat is het doel van een ESG-rating? Als industrie zijn we het daar niet over eens. Onze visie is dat ESG-ratings zich moeten richten op risicomanagement, door ESG-risico's duidelijk te beoordelen en de toepassing ervan binnen het beleggingsproces te ondersteunen. Toen wij dat binnen onze eigen ratingmethodologie ontwikkelden, hebben we alle ruis van ESG-ratings weggenomen en zijn we begonnen met het opbouwen van wat volgens ons de meest geschikte ESG-signalen zijn voor vastrentende waarden in verschillende sectoren. We ontdekten dat we een heel andere definitie van risico hadden dan MSCI, Vigeo en Sustainalytics. Dat bleek in het geval van het Duitse bedrijf Wirecard zeer voordelig te zijn, waarbij wij de onderneming in de laagste ratingcategorie plaatsten.'



> **Rishma Moennasing** is Hoofd Fondsen & Duurzaamheid bij Rabobank Group. Zij is verantwoordelijk voor het duurzame beleggingsbeleid van de bank en de mandaatfondsen in vermogensbeheer. Voordat ze bij Rabobank kwam werken, werkte ze bij ABN AMRO Private Banking & Asset Management in verschillende functies, waaronder Managerselectie en Wealth Management. Verder is ze actief voor de VBDO als duurzaamheids- en engagementlid, waarbij ze beursgenoteerde bedrijven naar meer duurzame en klimaatvriendelijke bedrijfsmodellen toe beweegt.

Hoe gaat de SFDR de manier beïnvloeden waarop we impactinvesteringen definiëren?

Mnatsakanian: 'Wij hebben veel tijd en werk gestoken in de SFDR regelgeving. Wat we vooral zien aan de inputkant, is dat fondsen duidelijkere doelstellingen zullen moeten formuleren. Impactfondsen rapporteren meestal alleen over positieve indicatoren en niet over negatieve. Dat gaat denk ik in de toekomst veranderen. Door meer transparantie zal er consistentie komen.'

Stamenkova van Rump: 'Je moet inderdaad onderscheid maken tussen positieve en negatieve gevolgen en met beide rekening houden. Het is moeilijk geweest om dat te communiceren, omdat iedereen zich vooral richtte op de duurzaamheidsrisico's, dus de financieel materiële risico's. Met de SFDR wordt het belangrijkste nadelige effect nader omschreven en is het bijna een game changer. Zelfs voor impactfondsen, omdat zij meer zullen moeten meten van en rapporteren over deze nadelige gevolgen.'

Moennasing: 'Een impactstrategie zal helder moeten definiëren wat de beoogde impactdoelen zijn, deze meten en rapporteren. Met de SFDR wordt de communicatie hierover verbeterd.'

Harkema: 'Ik denk dat op dit moment de echte impactfondsen de grote verliezers zijn. Zij worden niet gedefinieerd door de SFDR en zullen in de grote emmer van 'artikel 9-producten' vallen, wat duurzame beleggingen zijn. Zij verliezen dus min of meer hun status als echte impactfondsen.'

Triesschijn: 'In de markt is zoveel discussie over de artikelen 6, 8 en 9, dat wij verwachten dat de regelgevers snel met meer richtlijnen komen.'

Wanneer we het over ESG en impact hebben, denken we vaak aan risico's versus positieve impact. Hoe wordt het principe van negatieve impact (volgens de SFDR) in jullie werk geïntegreerd?

Stamenkova van Rump: 'Bij impact denken we vaak alleen aan de producten en diensten van bedrijven die een positieve impact hebben op de wereld. Maar door het wegnemen van negatieve impact, bijvoorbeeld door het betalen van een leefbaar loon in plaats

van een minimumloon, heb je ook al positieve impact. Het is belangrijk deze positieve impact te creëren door de negatieve impact te minimaliseren.'

Mnatsakanian: 'We moeten ons inderdaad concentreren op het beperken van negatieve impact. Daarvoor moeten meer consistente datasets beschikbaar zijn.'

Stamenkova van Rump: 'Wij vragen managers al een tijd hoe zij de belangrijkste negatieve impact aanpakken. Ik denk dat dit zich verder zal ontwikkelen, ook door de SFDR.'

Kendall: 'Gegevens over duurzaamheid zijn van gisteren, ze vertellen niets over toekomstige uitdagingen, risico's en mogelijkheden. Met andere woorden: er zijn veel bedrijven waarin wij beleggen die nu slecht presteren vanuit een of ander duurzaamheidsperspectief, maar door betrokkenheid hebben wij andere performance-uitkomsten geïdentificeerd. Als je volledig op gegevens vertrouwt en rentmeesterschap uit de weg gaat, kan je de 'verbeteringsverhalen' mislopen die in de toekomst beleggingswaarde zullen creëren.'

Triesschijn: 'Alleen kwantitatieve gegevens geven geen volledig beeld. Er moet dus ook naar de kwalitatieve kant worden gekeken.'

We richten ons allemaal op een positieve impact op de samenleving en jagen uiteindelijk dezelfde investeringskansen na. Denken jullie dat ze in sommige gevallen overgewaardeerd kunnen raken juist vanwege hun positieve impact?

Triesschijn: 'Ja, dat zien we al. We jagen waarschijnlijk allemaal dezelfde doelstellingen en daardoor ook dezelfde beleggingskansen na. Wij hebben enkele bedrijven moeten verkopen die tijdens de pandemie echt overgewaardeerd raakten. Dat kan op de een of andere manier structureel problematisch worden.'

Criado Larrea: 'Dat hebben wij gezien voor groene obligaties, maar zelfs daar zien wij ontwikkelingen waarbij 'groene' en 'grijze' obligaties van dezelfde instelling kleine verschillen in de spreads vertonen. En de vraag naar maar ook het aanbod van duurzame investeringsmogelijkheden neemt toe.'

> **Gert-Jan Sikking** is Senior Advisor Responsible Investment bij pensioenuitvoerder PGGM. Hier richt hij zich onder andere op het meten en rapporteren van de maatschappelijke impact van de wereldwijde pensioenbeleggingen. Sikking is betrokken bij diverse internationale initiatieven rondom beleggingen die positief bijdragen aan de SDGs en impactmeting. Eerder was Sikking enkele jaren Hoofd van de Afdeling Innovatie bij PGGM. Daarvoor was hij actief op het gebied van Treasury en Risk Management bij onder andere NIBC. Sikking is tevens betrokken bij enkele sociale ondernemingen en initiatieven in Nederland.



Wat zal de invloed zijn van de huidige en komende EU-regelgeving op het duurzame en Impact Investing-landschap?

Criado Larrea: 'Dit is de eerste stap. We hopen van harte dat de nieuwe regelgeving bedrijven zal pushen in de richting van meer transparantie en daarbij duurzamere oplossingen, zodat ze ook aantrekkelijk worden voor beleggers die naar deze ESG-voorstellen kijken.'

Sikking: 'Door de EU-regelgeving moeten bedrijven transparanter zijn over wat ze doen. Als de trend is dat beleggers bereid zijn meer kapitaal toe te wijzen aan meer duurzame bedrijven, denk ik dat dat alle bedrijven zal aanmoedigen om opnieuw na te denken over hun bedrijfsdoelstellingen en het afstemmen van hun dagelijkse activiteiten op de SDGs. Hoe meer wij duidelijk maken dat we meer duurzame bedrijven en projecten willen financieren, des te meer zal de reële sector duurzaam gaan denken.'

Van Lierop: 'Met betrekking tot de meer volwassen impactthema's zal het aanbod van producten zich waarschijnlijk in lijn met de vraag ernaar ontwikkelen. Bij bijvoorbeeld hernieuwbare energie groeit zowel de vraag als het aanbod snel. Een perfect evenwicht tussen vraag en aanbod is vermoedelijk niet erg realistisch.'

Moennasing: 'Er zijn misschien gebieden in het duurzame landschap waar sprake is van tijdelijk hoge waarderingen. Maar er zijn nog heel veel onderbelichte gebieden waar impact nodig is, bijvoorbeeld schone oceanen en gezondheidszorg wereldwijd. Daar liggen kansen voor duurzame beleggers.'

> **Jelena Stamenkova van Rumpt** is Director Responsible Investment bij Anthos Fund & Asset Management in Amsterdam. Daarnaast is zij lid van de Adviesraad van Net Impact. Bij Anthos ontwikkelde Stamenkova van Rumpt onder andere het klimaatveranderingsbeleid en de klimaatintegratie. Momenteel helpt zij de RI-aanpak van klanten te ontwikkelen en te implementeren. Stamenkova van Rumpt werkte voorheen bij PGGM en Aegon. Zij is Meester in de Rechten (International Business Law and Globalization), afkomstig uit Noord-Macedonië en spreekt Nederlands, Engels, Macedonisch en Servisch.



Harkema: 'Een belangrijk doel van de SFDR is om geld naar duurzame projecten en activiteiten te sturen. Daar moeten we ons bewust van zijn als klanten in deze duurzame beleggingen stappen. Door de extra toestroom subsidiëren zij min of meer deze duurzame projecten. Projecten die we natuurlijk wel nodig hebben.'

Mnatsakanian: 'Ik vraag me af of de EU-regelgeving in de toekomst potentiële innovatie niet zal verstikken. Regelgeving is positief, maar overdrijving van regelgeving kan gevaarlijk zijn.'

Kendall: 'Je moet nadenken over de holistische uitdaging waar de sector voor staat en wat je naar vastgestelde einddoelen zal leiden. Als het einddoel een schonere planeet is, moet je beginnen met een effectieve prijsstelling. Je hoeft niet per se een groen fonds te hebben als je een milieu-impact wilt bewerkstelligen. Wat je echt wilt, is het hele systeem veranderen en daarvoor heb je politieke steun nodig door middel van beleidsinstrumenten die managers zullen dwingen om dit effectief in te prijzen in de manier waarop ze obligaties en aandelen waarderen.'

Is er, gegeven het vuurwerk van regelgeving, nog ruimte voor beleggingen die helemaal geen rekening houden met duurzaamheid? En wat zijn volgens jullie wenselijke ESG- en Impact Investing-ontwikkelingen in de markt?

Kendall: 'Ik denk niet dat er universeel overeenstemming zal ontstaan over wat precies duurzaam is. Dat is iets om in gedachten te houden als we nadenken over toekomstige uitdagingen en kansen op het gebied van duurzaamheid.'

Foto: Archief ABN AMRO



> Vincent Triesschijn is Directeur Duurzaam Beleggen bij ABN AMRO en houdt zich bezig met het integreren van duurzaamheid (ESG) en duurzame investeringen voor klanten. Voordat hij bij ABN AMRO in functie trad, was hij werkzaam voor UBS, J.P. Morgan en Kempen & Co. Triesschijn behaalde zijn Masterdiploma Duurzaamheid aan de Universiteit van Cambridge. In zijn vrije tijd is hij coach voor duurzame start-ups, helpt hij sociale ondernemingen in contact te komen met talentvolle academici en is hij lid van de adviesraad van 'Bridges for Enterprise' en 'Net Impact'.

Stamenkova van Rumpit: 'Natuurlijk blijft er ruimte voor normale, uitsluitend financieel gedreven beleggingen. Ik weet niet of we te veel tijd moeten besteden aan het definiëren van elk afzonderlijk product en elke afzonderlijke activiteit die als duurzaam kan worden beschouwd. De wereld is immers groot en wordt gekenmerkt door verschillende niveaus van ontwikkeling. Minimumnormen zijn belangrijk, maar verder dan dat kunnen we in Europa niet bepalen wat precies duurzaam is en dat aan de hele wereld proberen op te leggen.'

Harkema: 'Als MIFID II van kracht wordt, zullen wij onze retailbeleggers moeten vragen of ze duurzaam willen beleggen. Ik denk niet dat veel beleggers dan zullen zeggen: nou, dat wil ik niet. Dus zullen ze allemaal in artikel 8- en artikel 9-producten gaan, wat inderdaad tot overwaarding van bepaalde beleggingen kan leiden. Op een gegeven moment zul je tegen je klant moeten zeggen: nou, als je duurzaam wilt beleggen, gaat het je minder geld opleveren, maar een hoger niet-financieel rendement. Er zal uiteindelijk een nieuw evenwicht ontstaan tussen wat beleggers bereid zijn om te laten aan financieel rendement ten gunste van niet-financieel rendement.'

Waar staan we over tien jaar, wat zijn de vooruitzichten voor ESG en Impact Investing?

Criado Larrea: 'Hopelijk is wat we nu Impact Investing noemen over tien jaar eigenlijk business as usual.'

Harkema: 'Ik zou echt willen dat dit onderwerp dan integraal deel uitmaakt van de beleggingsgemeenschap.'

Van Lierop: 'Wij verwachten een exponentiële groei van de markt voor Impact Investing. Klimaatverandering zal de agenda domineren, portefeuilles in lijn brengen met het Klimaatakkoord van Parijs is echt belangrijk.'

Mnatsakanian: 'Hopelijk zullen we in staat zijn zowel positieve als negatieve impact op een meer consistente manier te meten en zal er minder ruimte zijn voor greenwashing omdat alles veel transparanter is.'

Moennasing: 'Ik hoop dat we over tien jaar een meer gestandaardiseerde aanpak hebben voor het bepalen van wat Impact Investing is en dat het meer mainstream is geworden.'

Sikking: 'We zullen het dan niet alleen meer hebben over financieel rendement, maar ook over in hoeverre we verantwoordelijk kunnen worden gehouden voor wat de belegging in brede zin van het woord heeft opgeleverd.' «

CONCLUSIE

Een belangrijke drijfveer voor ESG en Impact Investing is het groeiende bewustzijn onder beleggers met betrekking tot duurzaam beleggen. COVID-19 zal de vooruitgang van impactbeleggen versnellen en de belangstelling ervoor vermoedelijk vergroten. In 2020 is voor meer dan 500 miljard euro aan pandemieobligaties uitgegeven door overheden, agentschappen en bedrijven: een enorme kans voor beleggers in vastrentende waarden om een tastbare bijdrage te leveren aan het herstel na de coronapandemie. Vermogensbeheerders willen ESG- en impactdoelstellingen formuleren die meetbaar zijn. Daarom hunkeren zij naar de juiste gegevens. Om doelstellingen praktisch en haalbaar te maken, moeten ze worden toegespitst op de asset class. Een uniforme aanpak

is te simplistisch. In principe zou elke asset class kunnen bijdragen aan Impact Investing. Met name in vastrentende portefeuilles zijn er enorme mogelijkheden voor beleggers om impact te hebben. Bij impact wordt vaak alleen gedacht aan de producten en diensten van bedrijven die een positieve impact hebben op de wereld. Maar door het wegnemen van negatieve impact heb je ook al positieve impact. Door EU-regelgeving moeten bedrijven transparanter worden over wat ze nu doen. Een kanttekening: regelgeving is positief, maar de overdrijving daarvan kan gevaarlijk zijn. Voor de markt van Impact Investing wordt de komende jaren een exponentiële groei verwacht. Dit onderwerp gaat naar verwachting integraal deel uitmaken van de beleggingsgemeenschap.



ROBERT LEENES

VAN AEGON ASSET MANAGEMENT
NAAR VAN LANSCHOT KEMPEN



Foto: Archief Robert Leenes

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

Mijn nieuwe functie en de kennismaking met mijn nieuwe collega's bevallen beide erg goed. We hebben er bewust voor gekozen om zo veel mogelijk wandelafspraken buiten kantoor te maken. Zo kunnen we elkaar snel en goed leren kennen. Daarbij valt me vooral de enorme gedrevenheid en passie voor de klant van veel collega's op. Dit geeft mij heel veel energie.

U begon uw carrière bij Intereffekt Vermogensbeheer en Klein Haneveld & Associates. Wat heeft u daar gedaan? Wat waren (in het kort) uw ervaringen?

Begin jaren negentig adviseerden wij pensioenfondsen met een eigen ALM-model. Dat was vrij nieuw in die tijd. Een van de eerste ALM-studies deden we samen met Lars Dijkstra van het Philips Pensioenfonds. Het is erg leuk om zo'n dertig jaar later opnieuw met Lars samen te gaan werken, nu als collega.

Eerder heeft u gewerkt bij TKP, Mn Services, Towers Perrin, Towers Watson en laatstelijk bij Aegon Asset Management. Kunt u heel kort aangeven wat voor kennis u daar heeft opgedaan?

In mijn eerdere functies ben ik steeds verder opgeschoven van de inhoud naar de relatiekant binnen het vermogensbeheer. Ik ben begonnen als Portfolio Manager Equities. Daarna volgden functies bij de Back Office, bij Investment Strategy, bij Consultancy en bij Relationship Management.

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met Van Lanschot Kempen?

Een aantal van mijn nieuwe collega's ken ik al vrij lang en vrij goed. Ik noemde eerder al Lars Dijkstra. Ook de recente benoeming van Erik van Houwelingen (oud-collega bij Aegon) in de Executive Board van Van Lanschot Kempen heeft de contacten verder verstevigd.

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

Ik heb bij mijn vorige werkgevers veel verschillende functies gehad, met aandacht voor veel verschillende aspecten van het vermogensbeheer. Door mijn brede achtergrond kan ik veel onderdelen van het vermogensbeheer goed overzien en met elkaar in verband brengen. Daarbij probeer ik altijd zoveel mogelijk oog te houden voor de praktische toepasbaarheid en uitlegbaarheid.

Vindt u het een uitdaging om opnieuw te beginnen?

Het is enorm verfrissend om kennis te mogen maken met zoveel nieuwe collega's en voor mij nieuwe klanten. Dat is in het begin zeker een uitdaging, maar ik voel me zeer welkom en word door mijn collega's heel goed en snel ingewerkt.

Wat verwacht u als Executive Director Client Management Institutions bij Van Lanschot Kempen te realiseren?

De verdere groei van de fiduciaire dienstverlening speelt een belangrijke rol in de ambitieuze groeistrategie van Van Lanschot Kempen. Ik ben zeer onder de indruk van de kwaliteit die we onze klanten op dat gebied kunnen bieden. Ik wil graag een bijdrage leveren om die kwaliteit op een nog meer zichtbare manier onder de aandacht van onze klanten te brengen.

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

Begin dit jaar ben ik begonnen met een nieuwe studie: de erg boeiende opleiding tot Certified Pensioen Executive van Fieke van der Lecq en Bart Oldenkamp aan de Erasmus Universiteit. Ik hoop deze opleiding succesvol af te ronden en de nieuw opgedane kennis actief in te kunnen zetten. Niet alleen om onze klanten nog beter te kunnen bedienen, maar ook om (jongere) collega's te kunnen begeleiden bij het realiseren van hun ambities. En ergens sluimert de ambitie om op enig moment bestuurder van een pensioenfonds te worden. «



Titel: Meer

Auteurs: Hidde Boersma,
Ralf Bodelier e.a.

Uitgever: Nieuw Amsterdam
ISBN: 9789046826959

Meer

Door Hans Amesz

Het boek 'Meer', met de uitdagende ondertitel 'Hoe overvloed de wereld juist duurzamer en welvarender maakt', is onderverdeeld in vier thema's met elk vier essays. Aan het woord komen elf denkers van verschillende politieke signatuur, die het vooruitgangdenken weer willen aanwakkeren en zich, net als Wouter van Dieren, een van de oprichters van de Club van Rome, storen aan de 'behoudzucht van de wauwelende milieuorganisaties'.

De bundel is een pleidooi voor overvloed, voor verbetering, voor overdaad en moderniteit. Dat is volgens Hidde Boersma broodnodig, want rijke westerlingen mogen dan wel genieten van de zegeningen van vooruitgang, maar dat geldt lang niet voor iedereen. Er is juist meer welvaart en innovatie nodig om duurzame technologieën te ontwikkelen en de wereld mooier te maken. Milieuproblemen zijn alleen op te lossen met meer economische groei en meer technologische vooruitgang: welvaart is een voorwaarde en geen sta-in-de-weg voor duurzaamheid.

Ralf Bodelier komt tot de conclusie dat het zogenoemde 'voorzorgsprincipe' (Vorsorgeprinzip, een Duitse uitvinding) zijn langste tijd heeft gehad. Volgens hem leidt het principe van 'Voorkomen is beter dan genezen' er feitelijk toe dat we nooit aan iets nieuws moeten beginnen. Want als we op grond van wetenschappelijk onderzoek niet zeker weten of er schadelijke effecten zullen zijn, kunnen nieuwe activiteiten beter niet ondernomen worden. Een alternatief voor het voorzorgsprincipe is het 'activeringsprincipe'. Nieuw is dit principe allerminst, stelt Ralf Bodelier. Het is sinds jaar en dag het onuitgesproken uitgangspunt van dromers, uitvinders, verlichtingsfilosofen, vooruitgangdenkers – en sinds een jaar of vijf ook van de ecomodernisten. Terwijl het voorzorgsprincipe maar twee mogelijkheden kent, toestaan of verbieden, legt het activeringsprincipe de nadruk op een derde, veel flexibelere mogelijkheid: het actief tegemoet treden van de toekomst.

Volgens de Vlaamse risicoanalist David Zaruk zijn de coronamaatregelen getroffen op grond van het voorzorgsprincipe. Ze zijn een angstige, conservatieve en grootschalige 'reactie' in een tijd die juist vraagt om daadkrachtige, progressieve en soepele actie. Overheden moeten doorlopend op zoek naar concrete gezondheidsrisico's om deze snel in kaart te brengen en er al even snel en adequaat op te reageren. Daarvoor heb je een goede testinfrastructuur nodig en een goed doordacht proces van isolatie en monitoring.

De intelligente belegger

Door Hans Amesz

De eerste editie van 'De intelligente belegger' verscheen in 1949. Het boek van Benjamin Graham (1894-1976) groeide snel uit tot een klassieker en wordt, getuige de zoveelste aangepaste druk, ruim zeventig jaar later nog steeds geprezen als de bijbel die iedere belegger gelezen moet hebben. Het zakenblad Fortune stelt: 'Als u in uw hele leven maar één boek over beleggen kunt lezen, lees dan dit boek.' En niemand minder dan Warren Buffett noemde het 'verreweg het beste boek dat ooit over beleggen is geschreven'. In zijn voorwoord schrijft een andere superbelegger, John C. Bogle: 'De naam Benjamin Graham wordt vaak geassocieerd en is zelfs bijna synoniem aan Waardebeleggen en de zoektocht naar ondergewaardeerde effecten. Maar in zijn standaardwerk had hij veel meer oog voor de basiselementen van portefeuilbeheer – de doodgewone, ongecompliceerde principes van diversificatie en rationele verwachtingen voor de langere termijn – dan voor het vinden van de sfinxachtige mysteries van het met behulp van effectenanalyse kiezen voor de beste aandelen.'

In een interview in 1976 zei Graham zelf: 'Destijds kon iedere goed opgeleide analist met behulp van grondig onderzoek ondergewaardeerde effecten boven tafel krijgen. Maar in het licht van de enorme hoeveelheid research die tegenwoordig wordt verricht, betwijfel ik of zulke inspanningen nog mogelijkheden aan het licht kunnen brengen die de kosten rechtvaardigen.'

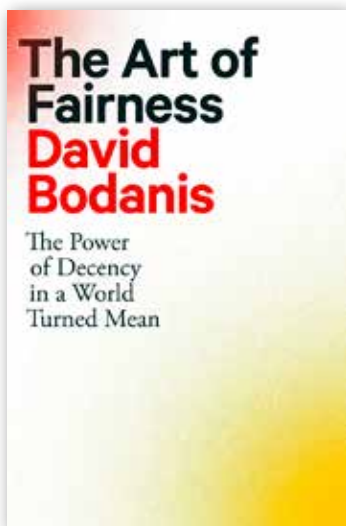


Titel: De intelligente belegger

Auteur: Benjamin Graham

Uitgever: Business Contact

ISBN: 9789047008170



Titel: The Art of Fairness

Auteur: David Bodanis

Uitgever: The Bridge Street Press

ISBN: 9780349128214

The Art of Fairness

Door Joost van Mierlo

Hoe zorg je ervoor dat een evenement dat je organiseert, en waar 10.000 vrijwilligers bij betrokken zijn, geheim blijft? Het is een probleem waarmee regisseur Danny Boyle te maken kreeg toen hij de openingsceremonie bij de Londense Olympische Spelen van 2012 organiseerde.

Boyle koos niet voor obligate geheimhoudingsverklaringen. Hij appelleerde aan het fatsoen van de betrokkenen. Hij voegde er nog iets aan toe. De ceremonie moest een verrassing blijven. Mensen houden van verrassingen, zo wist hij. De ceremonie bleef geheim en werd een doorslaand succes.

'The Art of Fairness' bestaat uit twee delen. In het eerste deel worden verhalen à la Boyle beschreven. Het gaat veelal over zakendoen. Hoe een provinciaal bouwbedrijf ervoor zorgde dat The Empire State Building in nauwelijks een jaar tijd werd gebouwd. Dit gebeurde door fatsoenlijke lonen te betalen en ervoor te zorgen dat het de werknemers aan niets ontbrak. Het zorgde voor de motivatie die nodig was om het huzarenstukje te klaren.

Het zijn stuk voor stuk verheffende verhalen. In een wereld waar 'Greed is Good' gemeengoed is, blijkt het mogelijk om met fatsoen en eerlijkheid de top te behalen. Het verhaal over de verschillen tussen de bullebak Steve Ballmer en de gelijkmoedige Satya Nadella, diens opvolger als CEO van Microsoft, is tekenend. Ballmer zweert bij het creëren van vijanden, Nadella daarentegen omarmt de wereld. De laatste is aanzienlijk succesvoller. In het tweede deel van het boek worden de levens van aan de ene kant Joseph Goebbels en aan de andere kant Franklin Delano Roosevelt onderzocht. De eerste is een hardwerkende jonge student die zal uitgroeien tot minister van Propaganda in het Derde Rijk en een van de architecten van de Jodenvervolging. De ander is een wat verwend rijkeluiszontje die, na door polio te zijn getroffen, zijn ongemakken overwint en, rustig bij een haardvuur gezeten, de Amerikanen en de rest van de wereld een hart onder de riem steekt tijdens de Tweede Wereldoorlog. Uiteindelijk is er geen recept voor fatsoen, geeft ook Bodanis toe. Maar verheffende verhalen helpen wel iets.

Stakeholder Capitalism

Door Joost van Mierlo

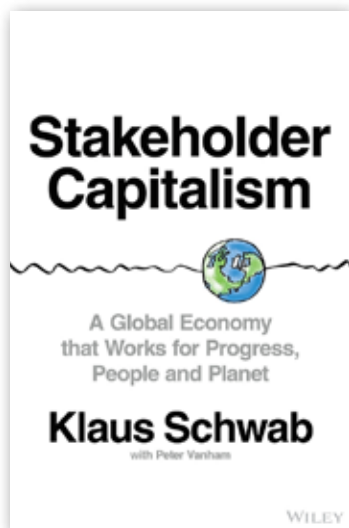
Soms zeggen de aanbevelingen voor een boek (nog) meer dan het boek zelf. Neem 'Stakeholder Capitalism' van Klaus Schwab. Brian Moynihan, CEO van Bank of America, Ana Botin, CEO van Santander, Satya Nadella, CEO van Microsoft en Yo-Yo Ma, de cellist, geven stuk voor stuk hoog op van het boek. In dit lijstje mag de naam van onze eigen premier Mark Rutte eigenlijk niet ontbreken. En dat doet hij ook niet. Volgens Rutte maakt 'zijn goede vriend' Klaus Schwab de wereld-economie met zijn boek beter bestand tegen de uitdagingen van de toekomst.

Als initiatiefnemer van de Davos-conferenties heeft Schwab duidelijk een grote kring van vertrouwelingen. In dit boek gaat het inderdaad om de uitdagingen waar Rutte aan refereert. Volgens Schwab moet er worden gekozen tussen het marktkapitalisme van het Westen en het staatskapitalisme van China. Schwab opteert voor de westerse variant. Maar er moet wel wat veranderen.

De door aandeelhoudersbelang gedreven ondernemingen hebben een te korte horizon, aldus Schwab. Het is van belang om ook andere belanghebbenden (stakeholders) te betrekken in de ondernemingsbeslissingen.

Voor Nederlanders klinkt het niet erg verrassend. De stakeholderbenadering is in Nederland diep verankerd in de organisatiestructuur. Maar dat wil nog geenszins zeggen dat Nederlandse ondernemingen beter zijn voorbereid op de uitdagingen van de toekomst dan andere ondernemingen.

Desalniettemin blijft het een heldere en waarschijnlijk noodzakelijke oproep om het vizier naar de langere termijn te verleggen. Het is goed dat dit boek wordt gelezen en wordt gewaardeerd door de machten der aarde.



Titel: Stakeholder Capitalism

Auteur: Klaus Schwab

Uitgever: Wiley

ISBN: 9781119756132

» SANDER HAAIJER

is aangesteld als Investment Analyst bij Truffle Invest. De afgelopen acht jaar was hij werkzaam als zelfstandig belegger.

» RISHI SANTOKHI

is aangesteld als Global Chief Financial Officer bij Aegon Asset Management. Hij was daar al sinds 2011 werkzaam en is onder andere lid van het Board of Directors Pan-Europe.

» JUSTUS VAN HALEWIJN

is benoemd tot Senior Delegated CIO bij BMO Global Asset Management. Hij komt over van SPF Beheer, waar hij eenzelfde functie bekleedde.

» ANNETTE MOSMAN

is benoemd tot Bestuursvoorzitter van APG Groep.

» PAUL VAN HOMELEN

is aangesteld als Fiduciair Manager/Client Director in het Fiduciary Management & Institutional Solutions-team van Kempen Capital Management.

» GERT-JAN VERHAGEN

is gepromoveerd tot Chief Executive Officer van Amundi in Nederland.

» CORTIJN VAN VALKENBURG

is benoemd tot Director van J. Safra Sarasin. Hij komt over van InsingerGilissen, waar hij werkzaam was als Senior Relatiemanager.

» MANOOJ MISTRY

is benoemd tot Chief Operating Officer bij HANetf. Hij komt over van DWS.

» CONSTANTINA MARKOU

is aangetreden als Due Diligence Officer bij Lestrade.

» MANUEL ADAMINI

is door BMO Global Asset Management benoemd tot Senior Responsible Investment Strategist in het fiduciaire team.

» WILBERT OUBURG

is benoemd tot CRO Nationale-Nederlanden Leven & Pensioen. Hij was daar al sinds 2019 Hoofd Risk Management en sinds 2017 Head of Risk Models.

» NICK BRUGMAN

is aangesteld als Head of Third Party Distribution bij ASN Beleggingsfondsen.

» DICK VIS

is benoemd tot Voorzitter van Pensioenfonds Astellas.

» JORRIT WILLIGERS

is aangesteld als Director van het Private Markets-team van Kempen Capital Management.

» MICHIEL HARMERS

is begonnen als Executive Director Institutional Business Development bij Aegon AM waar hij sinds 2007 werkt als Senior Account Manager.

» MARTIJN DE VREE

is aangesteld als Head of International Solutions bij Wells Fargo Asset Management. Hij was daar al eerder werkzaam als Senior Solutions Manager.

» TJEERD VOS

is aangetreden als Head of Distribution UK, Europe and Asia bij Jo Hambro Capital Management. Hij komt over van Aviva Investors.

» RONALD VERHAGEN

is begonnen als Consultant bij AF Advisors. Eerder werkte hij bij onder andere Index People en Crédit Agricole Consumer Finance Nederland B.V.

» ERIC KRUSE, PIM LAVRIJSEN EN BAS SIMONS

zijn Partner geworden bij HIP Capital.

» EVA EENINK

is aangesteld als Director Private Wealth & Family Office Services bij IQ-EQ Netherlands.

» HENRI DEN BOER

is begonnen als Head of Business Development & Strategisch Relatie Management bij PGB Pensioendiensten.

» SANDER VAN DEN BROEKE

is begonnen als Senior ALM Consultant bij Ortec Finance.

» CLEMENS HEIJNE

is begonnen als Transitie manager bij PMT.

» DAVY TREIJTEL

is aangesteld als Head of Asset Management, Vice President bij ABB.

» TOM STEENKAMP

is benoemd tot Voorzitter van de Beleggingsadviescommissie van pensioenfonds Horeca & Catering.

» MARTINE VISSERS

is benoemd tot Partner bij AF Advisors. Ze was daar al sinds 2016 werkzaam als Director Alternatives.

» JACQUES VAN DIJKEN

is aangesteld als Directeur van Pensioenfonds Medisch Specialisten (SPMS).

» MARIANNE DE BOER

wordt per 1 mei de nieuwe CEO van PPI Aegon Cppital.

» JEROEN GROOT

gaat bij Pensioenfonds ABN AMRO aan de slag als Manager van het Programma Pensioencontract.

» JOANNEKE DE BOUTER

komt namens de werkgever in het bestuur van pensioenfonds Ahold Delhaize.

» BART AAN DEN TOORN (FOTO)

is begonnen als Senior Portfolio Manager Fixed Income bij Kempen Capital Management. Eerder werkte hij bij onder meer ACTIAM, VIVAT en ING Investment Management in verschillende beleggersfuncties.



Foto: Archief Bart aan den Toorn

Bart aan den Toorn



Hoe werkt het?

De Belastingdienst betaalt graag mee aan je steun. Als jij jouw gift aan WWF voor minimaal vijf jaar vastlegt als periodieke schenking dan kun je deze aftrekken van de belasting. Je krijgt dan een deel van het geschonken bedrag terug van de Belastingdienst.



MEER IMPACT VOOR DE NATUUR

En belastingvoordeel voor jou

Wil jij impact maken voor de natuur en de fiscus een handje laten meehelpen? Dat kan! Graag wijzen we je op een mooie mogelijkheid die voordeel voor jou oplevert én voor de natuur: periodiek schenken. Met een periodieke schenking zijn donaties – groot en klein – fiscaal aftrekbaar. Periodiek schenken aan WWF is makkelijk, veilig én snel geregeld.

Regel het meteen en leg jouw schenking met belastingvoordeel vast via:

[WWF.NL/SCHENKEN](https://www.wwf.nl/schenken)

Voordelen van periodiek schenken op een rij

- De Belastingdienst geeft een deel van je gift terug
- Je kunt kiezen om dit geld zelf te houden óf ook aan WWF te schenken, zo draag je nog meer bij aan de natuur
- Een leuk extraatje: als je nu besluit om periodiek te gaan schenken krijg je het prachtige koffietafelboek 'Dieren van de Wereld' cadeau

Be one with nature



HET NIEUWE PENSIOENSTELSEL – DE LIFE-CYCLE BENADERING

Over het nieuwe pensioenstelsel is nog veel onzeker en vaak worden er met name mogelijke veranderingen beschreven. BNP Paribas Asset Management heeft een iets ander uitgangspunt genomen en een simulatie gedaan om te komen tot een invulling van een mogelijke portefeuille waarbij een **life-cycle benadering** centraal staat. In beide mogelijke contracten binnen het nieuwe stelsel, het “nieuwe” contract en de “verbeterde premieregeling”, zal het beleggingsbeleid namelijk worden afgestemd op de **leeftijdscohorten** binnen het fonds.

Het zogenaamde “nieuwe contract” is zeker niet hetzelfde als een individuele DC-regeling, er is nog steeds sprake van collectief beleggen, met een toedelingssystematiek en een solidariteitsbuffer, die risicodeling tussen generaties mogelijk moet maken. De tweede variant, de “WVP+” (Wet Verbeterde Premieregeling +) kent in mindere mate een collectieve risicodeling.

Meer weten over de life-cycle benadering van BNP Paribas Asset Management en de betekenis voor het beleggingsbeleid? www.bnpparibas-am.nl

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



**BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT**

**De vermogensbeheerder
voor een wereld
in verandering**