

FINANCIAL INVESTIGATOR

**EEN BEETJE
INFLATIE
IS EEN
GOEDE ZAAK**

Prof. Paul de Grauwe, LSE

**RONDE TAFEL
BELEGGEN
POST-
COVID-19**

5 CIO's aan het woord

**HET WORDEN
DRUKKE EN
UITDAGENDE
JAREN**

Interview Karin Roeloffs,
Aegon Asset Management



RONDE TAFEL
ESG in EMD



actiam

ACTIAM Sustainable Energy Transition

De toekomst is nu!

- Private debt, senior & sub-debt
- Regio: (Noord-West) Europa
- Bewezen technologieën
- Gemiddelde verwachte duratie: 5-7 jaar
- 100% in lijn met EU-taxonomie
- Groeibedrijven

Meer weten? www.actiam.com



HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

Hans Amesz, 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 Ruiter

REDACTIERAAD

Michiel Cleij
 Hellen Goorse
 Jacqueline van Leeuwen
 Philip Menco

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Rik Albrecht, Anjali Bastianpillai, Frank van Blokland, Damien Buchet, Steve Cook, Jonathan Davis, Han Dieperink, Iris Dingemans, Anton Dombrovsky, Jacqueline Duiker, Paul van Gent, Caroline Goedvolk, Paul de Grauwe, Chris de Groot, Paul van Hastenberg, Suresh Hegde, Bob Homan, Carola Jansen, Thijs Jochems, Jack Jonk, Jack Julicher, Onursal Kilic, Ernst de Klerk, Andy Langenkamp, Lorraine van Lieshout, Alexander Lubeck, Fons Lute, Sebastiaan Masselink, Karin Merkus, Maura Neely, Edward Niehoff, Rob van Oostveen, Pim Rank, Karin Roeloffs, Tom Ross, Wim de Ruijter, Jasper Sagoo, Liam Spillane, Tom Steenkamp, Jeroen Steenvoorden, Reinout van Tuyl, Monique de Vos, Josephine van der Vossen-Jonker, Esther Waal, Wouter Weijand, Jaap Willems en Anton Wouters

FOTOGRAFIE

Mark van den Brink Photography
 Kees Rijken Fotografie
 Cor Salverius Fotografie

BASISONTWERP

jannie.design

OPMAAK

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

DRUK EN DISTRIBUTIE

Scope Business Media in samenwerking met PreVision

ADVERTENTIES

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

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 op geen enkele wijze instaan voor de juistheid en volledigheid van de informatie. Uitgever en auteurs aanvaarden dan ook geen enkele aansprakelijkheid voor schade, van welke aard dan ook, die het gevolg is van handelingen en/of beslissingen die gebaseerd zijn op bedoelde informatie. Evenmin aanvaarden uitgever en auteurs aansprakelijkheid voor materiaal zoals foto's en afbeeldingen die door derden zijn aangeleverd. Niets uit deze uitgave mag worden vervoerd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt worden, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, middels fotokopieën, opnamen, of enige andere manieren, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Kortstondige rimpeling in het water

De COVID-19-pandemie bracht een schok teweeg op de financiële markten, al bleek het op beleggingsniveau een kortstondige rimpeling in het water.

Hoe hebben de vijf CIO's die aan de ronde tafel 'Beleggen post-COVID-19' deelnamen deze tijd ervaren? Hebben ze voor een structurele koerswending en een andere invulling van hun beleggingsportefeuilles moeten kiezen? En hoe kijken ze naar de ontwikkeling van de rente en de inflatie?

Vergelijkbare vragen kwamen aan de orde in de paneldiscussie tijdens de Live Uitzending waaraan drie family offices onlangs deelnamen. Hoe denken zij over de beleggingskansen post-COVID-19? Drie stellingen over deze vraag vormden de basis voor deze paneldiscussie.



Emerging Market Debt (EMD) verdient een plaats in (bijna) elke beleggingsportefeuille. Het voegt alpha-potentieel en diversificatie toe. Maar om ESG in emerging markets te kunnen integreren, is een brede toolkit nodig. Dat waren de belangrijkste bevindingen van de Ronde Tafel over ESG in EMD.

Over ESG in emerging markets gesproken: de goede prestaties van hoog op ESG scorende aandelen in opkomende markten trekken de aandacht van veel beleggers. Wetenschappelijk onderzoek toont aan dat bedrijven met een focus op duurzaamheid financieel beter presteren. Ook wat betreft beursprestaties lijken de zogenaamde 'ESG leaders' hogere rendementen op te leveren tegen vergelijkbare volatiliteit, al zijn hier nog wel de nodige kanttekeningen bij te plaatsen, aldus Harry Geels.

Op de cover staat Karin Roeloffs die in december vorig jaar bij Aegon Asset Management is benoemd tot Hoofd Fiduciair Management. Een half jaar later maken we de balans op. Hoe is de overstap gegaan en aan welke ambities wil ze graag invulling geven? Ook twee belangrijke thema's kunnen niet onbesproken blijven: het nieuwe Pensioenakkoord en duurzaam beleggen.

Een keer in de paar jaar is het tijd voor een restyling van het magazine. Voor u ligt het eindresultaat van deze exercitie. We hopen dat het resultaat heeft geleid tot een prettig leesbaar magazine. Ik wens u alvast veel leesplezier toe!

Jolanda de Groot
 Hoofdredacteur

Live uitzending voor
 pensioenfondsbesteders
 en bestuursbureaus:
 Duurzaam beleggen in
 Real Assets onder het
 Nieuwe Pensioencontract

23 juni 2021, 14:00 – 17:00 uur
 Locatie: CBRE Capital Advisors,
 Amsterdam

Meer informatie
www.financialinvestigator.nl

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

Meer weten over beleggen in megatrends? Praat met de pioniers.

Pictet-Nutrition.



Al meer dan vijftientig jaar hebben onze aandelenspecialisten de meest lucratieve thema's geïdentificeerd, door langdurige megatrends zorgvuldig te scheiden van rages. Meer informatie op assetmanagement.pictet

 **PICTET**
Asset Management

Building Responsible Partnerships

COVERVERHAAL

12 Fiduciair beheer in Nederland: het worden drukke en uitdagende jaren, Interview met Karin Roeloffs, Aegon Asset Management

THEMA ESG IN EMERGING MARKETS

20 Ronde Tafel ESG in EMD

30 ESG-focus verbetert financiële prestaties bedrijven in opkomende markten

Ronde Tafel CIO's:
Beleggen
post-COVID-19

46

THEMA BELEGGEN POST-COVID-19

34 Paneldiscussie Family Offices: Beleggen post-COVID-19

46 Ronde Tafel CIO's: Beleggen post-COVID-19

THEMA DIVERSITEIT

74 Diversiteit is een must en geen last

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

8 Een beetje inflatie is een goede zaak, Interview met Prof. Paul de Grauwe, London School of Economics

16 Een nieuwe toekomst, Interview met Jeroen Steenvoorden

32 EMD leent zich goed voor een 'unconstrained total return' benadering, Interview met Damien Buchet, Finisterre

38 De duurzame energietransitie is een belangrijke en disruptieve kracht, Interview met Sebastiaan Masselink en Alexander Lubeck, ACTIAM

42 We moeten waken voor wildgroei in fintech, Anjali Bastianpillai, Pictet Asset Management

S Gesponsord

12



Fiduciair beheer in Nederland: het worden drukke en uitdagende jaren

8

Een beetje inflatie is een goede zaak



34



Paneldiscussie
Family Offices:
Beleggen
post-COVID-19

55 Asset allocatie onder het Nieuwe Pensioencontract

58 Klimaatverandering vraagt om een strategische benadering, Interview met Jacqueline Duiker, VBDO, en Reinout van Tuyll, Achmea Investment Management

62 SFDR leidt tot verwarring, AF Advisors

64 Trade Finance: een nieuwe institutionele beleggingscategorie, NN Investment Partners

66 EM Corporate Bonds - the new core fixed income staple, PineBridge Investments

68 High yield: the full spectrum, Janus Henderson Investments

70 Nieuwe regels voor fondsbeheerders in AIFMD 2.0?, Simmons & Simmons

20



Ronde Tafel
ESG in EMD

COLUMNS

11 IVBN: Dreigende regulering vrije sector huur

19 CFA Society VBA Netherlands: Een wederopstanding van het standaard allocatiemodel?

29 Han Dieperink: Beleggen met het sterkste team

41 Thijs Jochems: Regelt Nederland zichzelf tot stilstand?

45 Andy Langenkamp: Pandemie voorbode van politiek pandemonium?

61 Pim Rank: Gamestop: het eind van het spel?

RUBRIEKEN

6 Kort nieuws

72 Boeken

79 On the move special: **Wim de Ruijter**

80 On the move kort

62



SFDR leidt
tot verwarring

EVENTS KALENDER

Ronde Tafels komende periode:

24 juni: Future-proof beleggen in Vastgoed

30 juni: Klimaatverandering, Klimaatrisico en Transitierisico

15 september: Beleggen onder het Nieuwe Pensioencontract

Seminars komende periode:

23 juni: MVB in Real Assets onder het Nieuwe Pensioencontract

9 september: Beyond ESG and Impact Investing: from 'nice to have' to 'must have'

27 september: Integraal Balansbeheer en Vermogensbeheer voor Verzekeraars

Sustainability is key for value creation



Most investors can agree that environmental, social and governance (ESG) factors help determine a company's prospects for long-term value creation. But how should we quantify the valuation impact of sustainable investing?



READ MORE: Scan the QR code to read the full article by Dhananjay Phadnis, Portfolio Manager, and Flora Wang, Director of Sustainable Investing and Portfolio Manager.



Important Information: The value of investments can go down as well as up so you may get back less than you invest. Reference in this document to specific securities should not be interpreted as a recommendation to buy or sell these securities, but is included for the purposes of illustration only. Investors should also note that the views expressed may no longer be current and may have already been acted upon by Fidelity. The research and analysis used in this documentation is gathered by Fidelity for its use as an investment manager and may have already been acted upon for its own purposes. This material was created by Fidelity International. Past performance is not a reliable indicator of future results. This document may contain materials from third-parties which are supplied by companies that are not affiliated with any Fidelity entity (Third-Party Content). Fidelity has not been involved in the preparation, adoption or editing of such third-party materials and does not explicitly or implicitly endorse or approve such content. This information must not be reproduced or circulated without prior permission. Fidelity only offers information on products and services and does not provide investment advice based on individual circumstances, other than when specifically stipulated by an appropriately authorised firm, in a formal communication with the client. Fidelity International refers to the group of companies which form the global investment management organisation that provides information on products and services in designated jurisdictions outside of North America. This communication is not directed at, and must not be acted upon by persons inside the United States and is otherwise only directed at persons residing in jurisdictions where the relevant funds are authorised for distribution or where no such authorisation is required. Unless otherwise stated all products and services are provided by Fidelity International, and all views expressed are those of Fidelity International. Fidelity, Fidelity International, the Fidelity International logo and F symbol are registered trademarks of FIL Limited. Issued by FIL (Luxembourg) S.A., authorised and supervised by the CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier). ED21 - 029/ SSL 21NL0410

SCHRODERS

Concurrentie warmt op bij beleggen in klimaatverandering

De concurrentie in groene beleggingen neemt toe. Beleggers zullen selectief te werk moeten gaan om nog aantrekkelijke groeikansen in klimaatverandering te vinden, stelt Schroders.

Een breder besef van de energietransitie en groeimogelijkheden die in het verschiet liggen, zal onvermijdelijk ook leiden tot sterkere concurrentie. Deze concurrentie zal komen van nieuwkomers en van bestaande bedrijven in aangrenzende sectoren die hun strategie vergroenen.

Een voorbeeld zijn producenten van

kathode, een essentiële component in lithium-ion batterijen. Daar ligt een enorme groeimogelijkheid nu de wereldwijde penetratie van elektrische voertuigen van 5% naar bijna 100% gaat groeien. In deze subsector is er een golf aan nieuwkomers, veelal afkomstig uit China.

Producenten van elektrische auto's als Tesla en NIO krijgen gezelschap van een hele reeks nieuwkomers. Tal van start-ups hebben kapitaal opgehaald. Ook in het marktsegment voor duurzame energieopwekking is sprake van

fragmentatie. Start-ups, gevestigde nutsbedrijven die vergroenen en traditionele olie- en gasbedrijven die zich toeleggen op duurzame energie, verheugen de concurrentie.

In het huidige klimaat, waarin financieringsmogelijkheden overvloedig zijn en de concurrentie toeneemt, moeten beleggers hun beleggingen veel zorgvuldiger selecteren. Succesvolle bedrijven zijn bedrijven met een duidelijk en duurzaam concurrentievoordeel, omdat er hoge toetredingsdrempels zijn en mogelijkheden voor productdifferentiatie.

DE AGENDA VAN

Charlotte Kuiper

Prioriteiten zakelijk:

■ Deelnemers meenemen in de enorme veranderingen van het nieuwe pensioencontract. Niet via de techniek, maar door aan te sluiten bij hun belevingswereld. Dat is essentieel voor hun vertrouwen.

■ Deelnemers ondersteunen. De risico's liggen straks veel meer bij hen. Onze verantwoordelijkheid is om dat goed te begeleiden. Digitale innovaties die data integreren, gaan ons daarbij helpen.

■ Duurzame keuzes maken. Deelnemers van 'mijn' beide fondsen werken vaak vanuit een intrinsieke overtuiging en maatschappelijke betrokkenheid. Zij hechten aan duurzaamheid en verwachten dat hun pensioenfonds dat ook in alles meeweegt.

■ In contact blijven, dé uitdaging van deze tijd. Digitaal contact focust op het functionele. Verbinding en de menselijke maat zijn

zó belangrijk.

■ Blijven leren. De verbreding door mijn bestuursrol is interessant. Ik leer 'on-the-job' en van collega-bestuurders. Momenteel verdiep ik me in balansbeheer en financiële aspecten.

Ook prioriteit:

■ Mijn werk/privé-balans. Een uitdaging met drie kinderen in de basisschoolleeftijd. Ons gepuzzel toen de scholen sloten...!

Gelukkig verhuisden we net voor de eerste lockdown naar een ruimer huis.

■ Naar buiten! We houden van Engeland en gaan deze zomer hopenlijk naar Schotland. Geweldige natuur, vriendelijke mensen.

■ Mijn sociale leven. Het staat met alle restricties op een laag pitje. Zodra het verantwoord is, wil ik mijn vrienden weer vaker zien, uit eten gaan en leuke dingen ondernemen.



Deze economisch psycholoog, gespecialiseerd in consumentengedrag, is verantwoordelijk voor de communicatie en de dienstverlening 'financiële planning' bij het Huisartsenpensioenfonds. Ze is ook Bestuurder bij pensioenfonds Woningcorporaties. Stevige bodem onder dit alles is haar langjarige ervaring in het AFM-toezicht op pensioenfondsen.

CBRE

Meer beleggingen in logistiek vastgoed dan in woningen

Voor het eerst sinds 2014 is er in een kwartaal meer belegd in logistiek vastgoed dan in woningen. Logistiek vastgoed profiteert van de toegenomen vraag naar distributiecentra voor e-commerce. Zelfs in kantoren werd de afgelopen drie maanden meer belegd dan in woningen. Dat heeft CBRE bekendgemaakt.

Het totale volume aan transacties in het afgelopen kwartaal daalde evenwel significant ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar: er werd in totaal 44% minder belegd.



KPMG

Duizenden bedrijven moeten snel aan de slag met duurzaamheidsregels

Vanaf 2023 moeten bedrijven met meer dan 250 medewerkers rapporteren over de effecten van hun activiteiten op milieu en samenleving. Dat heeft de Europese Unie aangekondigd met de aanpassing van de zogeheten Non-Financial Reporting Directive (NFRD) tot de Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD). Tot nu toe waren de verplichtingen van de NFRD alleen van toepassing op beursgenoteerde ondernemingen. De aanpassing betekent een fundamentele verandering voor duizenden bedrijven in Nederland. De informatie moet getoetst worden door accountants. 'De nieuwe EU-regels zijn een grote stap richting be-



trouwbaar inzicht in de beweging naar een duurzame economie', meent Wim Bartels, Partner Corporate Reporting bij KPMG. 'Met de invoering van de nieuwe EU-regels wordt greenwashing flink ingedamd.'

LGIM

Voorlopig stijgende koersen, maar meer volatiliteit

Steunmaatregelen en normaliserende economieën zorgen voorlopig voor stijgende aandelenkoersen. Beleggers hebben veel goed nieuws echter al ingeprijsd, dus deze beweging zal gepaard gaan met behoorlijk wat volatiliteit, schrijft Head of Asset Allocation Emiel van den Heiligenberg van vermogensbeheerder Legal & General Investment Management (LGIM). Van den Heiligenberg stelt in zijn Outlook voor het tweede kwartaal van 2021 dat door recordhoeveelheden aan stimuleringsmaatregelen en een economische cyclus die zich in een relatief vroeg stadium bevindt, LGIM positief blijft over risicovolle

categorieën zoals aandelen. Van den Heiligenberg verwacht dat overheden voorlopig ondersteunend beleid blijven voeren als er geen druk wordt uitgeoefend door stijgende inflatieverwachtingen. Hij zegt daarentegen wel voorbereid te zijn op een draai van beleidsmakers. 'Mochten beleidsmakers bang worden voor de impact van alle stimuleringsmaatregelen die ze hebben ontketend, dan zijn we bereid om onze positieve houding aan te passen.' Voorlopig wordt de voorkeur gegeven aan aandelen boven kredietwaardige bedrijfsobligaties, waar krappe spreads een risico vormen voor beleggers.

T. ROWE PRICE

Vijf belangrijke trends in aandelen

Beleggers lijken vijf wereldwijde trends te onderschatten, meent Justin Thomson, CIO en Head of International Equities bij T. Rowe Price. Hij licht de aandachtsgebieden toe die kansen zouden kunnen bieden in de nasleep van de pandemie:

■ 1. Japan is 'terug'

Veel beleggers associëren de Japanse economie met aanhoudend lage groei en inflatie en een economie die gebukt gaat onder vergrijzing en bevolkingsafname. Toch was Japan de afgelopen 10 jaar de best presterende ontwikkelde aandelenmarkt buiten de VS. Mede door beleidsmatige structurele veranderingen in het bestuur van ondernemingen en het niveau van de buitenlandse investeringen, verbeterden de winstprofielen van bedrijven.

■ 2. De bekendheid van beleggers met China verloopt nog altijd traag

Beleggers zijn wellicht bekend met een handvol grote Chinese bedrijven, maar wie bereid is de beleggingsmogelijkheden daarachter te verkennen, heeft het potentieel de minder bekende aandelen van morgen te ontdekken.

■ 3. Technologie kent geen grenzen

Bij innovatie en ontwrichting denken beleggers vaak aan de grote Amerikaanse techbedrijven. Ontwrichtende technologiebedrijven vertegenwoordigen echter 50% van de MSCI China Index en 40% van de MSCI EM Index, wat een bron van mogelijkheden is voor beleggers die blootstelling aan deze trends zoeken.

■ 4. Waarde staat weer in de belangstelling - vooral in opkomende markten

Nu de markten hoog staan, is een beter klimaat ontstaan voor value stock pickers. Het blijft echter belangrijk om een onderscheid te maken tussen bedrijven die cyclisch onder druk staan en bedrijven die meer onderliggende structurele problemen op de lange termijn hebben. De opkomende markten bieden hier een bijzondere kans.

■ 5. Internationale markten zijn klaar om de overhand te krijgen

Verschillende factoren wijzen erop dat internationale aandelen klaar zijn om een lange periode van ondermaats presteren ten opzichte van de VS om te buigen en het overwicht te heroveren. Daarnaast kan een zwakkere Amerikaanse dollar het internationale rendement ten goede komen.

Een beetje inflatie is een goede zaak

Europese landen zouden er goed aan doen het Amerikaanse investeringsprogramma te volgen. Wachten op initiatieven vanuit de EU heeft geen zin. Overheden moeten zelf ingrijpen. En wel zo snel mogelijk.

Door Joost van Mierlo

De Belgische econoom Paul de Grauwe kijkt met bewondering toe hoe de Amerikaanse overheid de ene na de andere maatregel neemt om de impasse als gevolg van de coronapandemie te boven te komen. Hij is het absoluut niet eens met criticasters die vrezen dat dit op den duur tot hyperinflatie zal leiden. 'Dat impliceert dat de Verenigde Staten een bananenrepubliek zouden worden. Dat is volstreekte onzin.'

De Grauwe is van huis uit liberaal. Het marktmechanisme is in zijn ogen de beste manier om welvaart te genereren. Maar de laatste jaren vraagt hij daarnaast om een actieve rol van de overheid. In zijn laatste boek 'De limieten van de markt', waarvan eind vorig jaar vanwege de pandemie nog een herschreven versie verscheen, pleit De Grauwe voor een actief ingrijpende overheid, met name waar het gaat om sociale ongelijkheid en het milieuvraagstuk.

Met de pandemie lijken er geen grenzen te zijn aan de overheidsuitgaven. Volgens De Grauwe was er geen andere keuze. Nu gaat het erom niet te snel in dezelfde fouten uit het verleden te vervallen, zoals toen na de kredietcrisis van 2008 te snel werd gekozen voor het terugdringen van het begrotingstekort. De Grauwe: 'Laat overheden profiteren van de lage rente en lenen nu het kan. Dat geld moet natuurlijk goed worden besteed, maar wat dat betreft is er ook al geen gebrek aan mogelijkheden.'

Duizend miljard dollar hier, duizend miljard dollar daar, de Amerikaanse overheid lijkt geen grenzen te kennen als het gaat om het stimuleren van de economie. Is dat zorgelijk?

'Wat mij betreft niet. Kijk, dat de Amerikaanse overheid actief is, is niet helemaal nieuw. Ook onder de voormalige president Donald Trump werd al veel geld uitgegeven. Maar het is ontegenzeggelijk waar dat er nu sprake is van een stroomversnelling.'

Ik bekijk dat met een zekere bewondering. De huidige president Joe Biden kreeg in de verkiezingscampagne de bijnaam 'Sleepy Joe'. Nou, dat is iets wat hij in ieder geval niet waarmaakt. De man is eerder hyperactief. Ongelooflijk.'

Er bestaat ook kritiek op het programma. En niet alleen uit de hoek van de Republikeinen. Volgens de Democraat Lawrence Summers zal het tot inflatie en mogelijk zelfs tot hyperinflatie leiden. Wat denkt u daarvan?

'Dat is niet mijn grootste zorg. Natuurlijk gaat het om aanzienlijke bedragen, maar we hebben ook te maken met een serieuze situatie. Het is geen gewone crisis. Als gevolg van de pandemie is het systeem geïmploedeerd. Als overheden niet hadden ingegrepen, was de ellende niet te overzien geweest.'

'Voor sommige van de grote problemen van dit moment is het noodzakelijk dat de overheid het initiatief neemt.'

Paul de Grauwe

Paul de Grauwe werd in 1946 geboren in Ukkel. Hij studeerde Economie aan de Katholieke Universiteit in Leuven en haalde zijn PhD aan de Johns Hopkins University in Maryland. Vanaf 1973 werkte hij voor onder meer het Internationaal Monetair Fonds, de Katholieke Universiteit in Leuven en de London School of Economics. Tussen 1991 en 2003 was De Grauwe Lid van het Belgische parlement zat hij in de senaat voor de Vlaamse Liberalen. De Grauwe schreef meerdere boeken en ontving in 2013 de Arkprijs van het Vrije Woord.



Nu moet worden gewerkt aan het weer op gang brengen van de economie. In de Verenigde Staten gebeurt dat met een zekere energie. Misschien dat dit op den duur tot wat meer inflatie zal leiden, maar dat lijkt me eerlijk gezegd alleen maar een goede zaak. De inflatie is de afgelopen jaren te laag geweest en daarmee de oorzaak van tal van problemen.'

En hyperinflatie?

'Ja, dat lijkt me echt onzinnig. Dat veronderstelt dat de Verenigde Staten een soort bananenrepubliek zouden worden waar de geldpers voortdurend blijft draaien. Dat is natuurlijk niet aan de orde. Biden heeft nu al aangekondigd dat hij de belasting voor vermogenden zal gaan verhogen. En tal van ondernemingen betalen op dit moment helemaal geen belasting. Er is wat dat betreft nog aanzienlijke ruimte om de inkomsten voor de overheid te verhogen.'

Maar wordt het voorlopig niet allemaal nog geleend en voor een belangrijk deel monetair gefinancierd?

'De rente is extreem laag op dit moment. Dat maakt het aantrekkelijk om te lenen. De Federal Reserve heeft al laten weten dat het geen bezwaren ziet in de huidige uitgaven. Het kan op den duur leiden tot een wat hogere inflatie. De afgelopen jaren is de inflatie structureel onder de 2% gebleven, de komende jaren kan die er wat bovenuit komen. Ik heb er vertrouwen in dat, indien de inflatie echt de pan uit zou vliegen, de Federal Reserve zal optreden en de rentevoeten zal verhogen.'

Het ligt er natuurlijk aan wat er gedaan wordt met het geld. Zijn wat dat betreft investeringen in infrastructuur niet aantrekkelijker dan het uitdelen van cheques, waar ook Biden nu weer voor kiest?

'De Amerikanen doen het allebei. Het zorgt er in de eerste plaats voor dat er weer vertrouwen wordt geschapen. Maar inderdaad zijn met name de investeringen belangrijk, of

misschien zelfs cruciaal. De afgelopen decennia is er een sfeer ontstaan waarbij mensen geleidelijk het idee kregen dat de markt alle oplossingen heeft en alles wat de overheid doet, verkeerd is.

Je zag dat misschien wat meer in Angelsaksische landen dan in West-Europa, maar het idee is overal binnengeslopen.

Deze aanname is echter pertinent onjuist. Ik denk dat er een omslag in het denken heeft plaatsgevonden. Het afgelopen jaar is duidelijk geworden dat de overheid het marktsysteem heeft gered.

Voor sommige van de grote problemen van dit moment is het juist noodzakelijk dat de overheid het initiatief neemt. Dat geldt zeker voor het milieuvraagstuk. Het stimuleren van alternatieve vormen van energie is absoluut noodzakelijk. Het is ook een integraal onderdeel van de plannen van Biden. Maar ook de sociale ongelijkheid moet worden aangepakt. Dat kan met investeringen in onderwijs.'

U lijkt onderscheid te maken tussen overheidsuitgaven en overheidsinvesteringen. Is dat verschil verdwenen in de discussie over het indammen van begrotingstekorten?

'Het gaat inderdaad om een wezenlijk onderscheid. Ik denk dat er wel iets voor te zeggen valt dat de lopende overheidsuitgaven over de middellange termijn in evenwicht zijn en gedekt worden door belastinginkomsten. Maar het moet daarnaast voor de overheid mogelijk zijn om te lenen voor investeringen. Dat geldt wordt immers terugverdiend met een sterkere economische groei en hogere belastinginkomsten in een later stadium.

Ik denk dat de huidige Amerikaanse regering dit begrijpt. Er wordt nu ook veel geld uitgegeven voor de verbetering van infrastructuur. Dat is absoluut noodzakelijk. Het is een zeer uitgebreid en weldoordacht programma.'



En dan Europa. Hier wil het maar niet vlotten. Waarom niet?

'Aanvankelijk was er de gedachte dat dit zou moeten worden opgepakt door de EU. Dat zou ook het beste zijn, maar dan blijkt toch dat het om heel stroeve besluitvorming gaat. Het is natuurlijk een goede zaak dat er een investeringsfonds is gekomen, al is het met 750 miljoen euro wel wat aan de kleine kant.'

Er wordt in Nederland bijvoorbeeld nog altijd getwijfeld over de financiering van dat fonds. Door de uitgifte van EU-obligaties zou er geen enkele mogelijkheid meer zijn om de uitgaven-drift in zuidelijke EU-landen in te tomen. Hoe kijkt u daar tegenaan?

'Ja, dat hoor ik ook. Maar het is in mijn ogen volledig onterecht. Er wordt altijd met een beschuldigende vinger naar Italië gewezen, maar dat land heeft al meer dan tien jaar een overschot op de primaire begroting. Inderdaad, als de rente-inkomsten worden meegerekend, is er nog altijd sprake van een tekort, maar om dat excessief gedrag te noemen, is natuurlijk uit den boze.'

De hoge schuld is een erfenis uit het verleden. Die kun je natuurlijk niet negeren, maar het zou de landen in Noord- en West-Europa sieren als ze zouden inzien dat er wel degelijk grote inspanningen zijn geleverd om de uitgaven in te tomen.'

Meer respect voor zuidelijke landen dus?

'Ja, er bestaat een grens binnen Europa die wij als Belgen haarfijn aanvoelen. Hij begint namelijk bij de taalgrens in België. Er is een verandering van de geesten nodig. Er moet gezamenlijk worden gewerkt om de grote problemen, zoals die van het milieu, aan te pakken. Daar zijn gezamenlijke investeringen voor nodig. Die moeten we ook gezamenlijk financieren. Ik ben blij dat daar een begin mee is gemaakt.'

Het fonds is er, maar het uitkeren van het geld verloopt traag. Wat moet er worden gedaan?

'Het komt op dit moment inderdaad op nationale overhe-

den aan. Wat dat betreft kan er een voorbeeld worden genomen aan de plannen in de Verenigde Staten. Want ook in Europa zijn er tal van mogelijkheden.

Ik denk dan aan investeringen op het gebied van milieu en alternatieve vormen van energie. Niet dat dat allemaal zo gemakkelijk zal zijn. Leg vandaag de dag maar eens een spoorlijn aan. En in Nederland heb je op dit moment ook al problemen met het plaatsen van windmolens, geloof ik.

Maar de investeringen gaan verder. In woningbouw bijvoorbeeld. Veel mensen wonen nog altijd niet in een degelijke woning. Dat is op den duur niet goed voor de stabiliteit van de maatschappij.

En mensen moeten gaan beseffen dat er alternatieve mogelijkheden zijn om dit te financieren. Dat hoeft echt niet meteen gepaard te gaan met het verhogen van belastingen of het snijden in andere uitgaven. Zeker niet op dit moment, nu de rente zo laag is, waardoor de last van die schuld ook relatief laag is. Maar dat vraagt wel om een aanpassing van de ideeën over de rol van de overheid. Ik denk dat de tijd daar rijp voor is.'

Hoe ziet u de toekomstige rol van de EU?

'Die is belangrijk, maar wanneer het om publieke investeringen gaat, blijft die rol beperkt. Dat zie je ook

met het huidige investeringsfonds van 750 miljard dat over verschillende jaren wordt verspreid. Dat klinkt indrukwekkend, maar het gaat uiteindelijk om niet meer dan 1% van het BBP op jaarniveau. Er zal meer moeten worden gedaan door nationale overheden. In individuele landen is het eenvoudiger om de consensus te vinden die noodzakelijk is voor grotere investeringen.

Dat is wat we ook gezien hebben in de Verenigde Staten. Daar gaat het om investeringen die de komende jaren tot wel 4% van het BNP uitmaken. Dat tikt aan. Het zou mooi zijn als we hier binnenkort vergelijkbare initiatieven kunnen verwelkomen.' ■

'Het afgelopen jaar is duidelijk geworden dat de overheid het marktsysteem heeft gered.'

Dreigende regulering vrije sector huur

GroenLinks wil met een initiatiefwetsvoorstel de vrije sector huur afschaffen. De partij imiteert daarmee het linkse stadsbestuur van Berlijn. Dramatische effecten daar én hier!

De kop van een artikel in Bloomberg van 2 maart luidde: 'Berlijnse huurregulering blijkt een ramp'. Van alle huurwoningen van vóór 2014 werd de huur bevroren en huurders konden excessieve huren laten verlagen. Linkse partijen hadden elkaar in de campagne overboden met nog drastischer maatregelen, hopen op de kiezersgunst. Door een groot tekort aan nieuwbouw waren de huren sterk gestegen. De maatregelen zorgden ervoor dat de huren in het nu gereguleerde deel daalden, terwijl de huren in het overblijvende deel (van ná 2014) enorm stegen. De nieuwbouw van appartementen werd onbetaalbaar!

In de gereguleerde appartementen stakte de doorstroming direct: niemand verhuisde meer. En als er tóch een appartement vrijkwam, werd dat verkocht in plaats van opnieuw verhuurd. Het aanbod van nieuwe (niet-gereguleerde) appartementen steeg wel, maar omdat investeerders verdere ingrepen verwachtten, nam de geplande nieuwbouw af, waardoor prijzen weer verder omhooggingen. Intussen is het linkse stadsbestuur teruggefloten door de federale rechter, omdat ze de bevoegdheid niet hadden dergelijke maatregelen te nemen. Het kwaad is echter al geschied en het wantrouwen blijft nog wel even.

Ook in Nederland werd het debat over de woningmarkt tijdens de verkiezingen intensief gevoerd en helaas spraken ook hier middenpartijen zich uit over mogelijke regulering van de vrije sector huur. Intussen had PvdA-er Henk Nijboer in de Eerste Kamer zijn gloriemoment met de aanname van zijn (overigens door de coalitie gewijzigde) initiatiefwetsvoorstel om de reguliere jaarlijkse huurverhoging van de huren in de

vrije sector te beperken tot inflatie plus 1%. Dit was een voorstel dat oorspronkelijk van IVBN af kwam om te voorkomen dat er een noodknop zou komen, die de huren van nieuwbouw en na mutatie zou reguleren.

GroenLinks wil nu echter ook die huren koppelen aan een maximum dat aanzienlijk onder de markthuurniveaus ligt. Voorts wil GroenLinks de WOZ-waarde helemaal schrappen uit het systeem om die maximale huren te bepalen. Het gevolg zal echter zijn dat de zo broodnodige investeringen in nieuwbouw in de vrije sector zullen opdrogen. De huidige 10% van de jaarlijkse totale nieuwbouw door IVBN-leden zet GroenLinks op het spel. Een mogelijke verdubbeling van die nieuwbouw gaat dan niet door. Ook investeringen in bestaande vrije sector huurwoningen in verduurzaming en woningverbetering vallen weg. Huurwoningen zullen worden verkocht.

Deze initiatiefwet vloeit voort uit het beeld van GroenLinks dat verhuurders in de vrije sector huur (bijna) allemaal speculanten óf huisjesmelkers zijn. De verbeterde strijd van de linkse partijen begon tegen de particuliere 'buy-to-let'-belegger. Die kopen bestaande koopwoningen op en verhuren die volgens hen tegen veel te hoge huren. In die politieke strijd wordt dus nu ook rücksichtslos de professionele 'build-to-rent'-belegger afgeserveerd.

Wat te doen? Zo gauw mogelijk dit onzalige plan van tafel halen! Om de 'noodknop' te voorkomen heeft IVBN ook het aanbod gedaan om meer transparantie over de huurprijzen in de vrije sector aan te brengen, waardoor huurders excessieve huren kunnen herkennen. Duidelijkheid bieden over gestoffeerde en gemeubileerde huurwoningen, over de markt voor expats, over de werkelijke oppervlakte en vierkante meterprijzen en over aanwezige voorzieningen en ligging. En vooral: praat weer met langetermijn-investeerders die een natuurlijke bondgenoot zijn! ■



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

Fiduciair beheer in Nederland: het worden drukke en uitdagende jaren

In december vorig jaar werd Karin Roeloffs bij Aegon Asset Management benoemd tot Hoofd Fiduciair Management. Een half jaar later is het goed om de balans op te maken. Hoe is de overstap gegaan en aan welke ambities wil ze graag nog invulling geven? Ook twee belangrijke trends in fiduciair beheer kunnen niet onbesproken blijven: het nieuwe pensioenakkoord en duurzaam beleggen. Vooral het nieuwe akkoord gaat nog voor veel deining zorgen.

Door Harry Geels Fotografie Kees Rijken

U bent sinds 1 december vorig jaar Hoofd Fiduciair Management bij Aegon Asset Management. Waarom heeft u deze stap gezet?

‘Vanaf de opkomst van fiduciair beheer in 2005, toen het nieuwe FTK werd ingevoerd en pensioenfondsen zich afvroegen of ze alles nog wel zelf moesten doen, ben ik er betrokken bij geweest, eerst bij ABN AMRO en vervolgens bij APG, Mercer en Avida. Fiduciair beheer is dus de dikke rode draad in mijn loopbaan geweest in de afgelopen vijftien jaar. Ik heb ook in de Raad van Toezicht gezeten van de eerste APF van Nederland, Stap, waarvan Aegon AM altijd de uitbestedingspartner is geweest. Ik heb daardoor goed mee kunnen kijken hoe Aegon AM opereerde. Vooral de strategische adviezen en de managerselectie zijn altijd van hoog niveau geweest. Ook ontwikkelde Aegon AM zich razendsnel tot een expert op het gebied van duurzaamheid. Toen Aegon AM zich nadrukkelijker wilde positioneren als fiduciair beheerder, was de link snel gelegd. Nu ben ik bijna een half jaar in functie als Hoofd Fiduciair Management en kijk ik enorm uit naar de komende jaren.

Wat mij zo aanspreekt in het fiduciaire beheer, is dat het zo nauw met pensioenfondsen opereert. De hele balans wordt

gemanaged. De breedte van de onderwerpen, strategisch advies, vermogensbeheer, LDI, risicomangement, monitoring en reporting, maar ook maatschappelijke ontwikkelingen als duurzaamheid, spreken mij bijzonder aan. Ik ben een echte duizendpoot met veel liefde voor de klant.’

Fiduciair management is sinds de introductie flink veranderd. Welke veranderingen heeft u gezien en hoe ziet de markt er in Nederland momenteel uit?

‘Fiduciair beheer heeft zich de afgelopen vijftien jaar inderdaad flink doorontwikkeld. Aanvankelijk waren er wel twintig tot vijfentwintig aanbieders die een redelijk uiteenlopende dienstverlening aanboden. De kwaliteit verschilde ook. Daarbij boden sommige fiduciair beheerders de dienstverlening in het Engels aan en andere in het Nederlands. Belangrijke aanjagers voor de doorontwikkeling van het model zijn daarna het toezicht en de consolidatie geweest. De toezichthouder is steeds meer op het ‘in control’-principe gaan zitten. Pensioenfondsen konden niet zomaar meer alles uitbesteden. Zij zijn steeds beter gaan nadenken over de governance van de besluitvorming en de taakverdeling tussen fiduciair beheerder en pensioenfonds. >





CV

Karin Roeloffs

Karin Roeloffs is Hoofd Fiduciair Management bij Aegon Asset Management. Ze heeft meer dan 25 jaar ervaring in de financiële sector en werkte eerder onder meer bij ABN AMRO, APG, Mercer en Avida International. Roeloffs is afgestudeerd als econoom aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en het Europa College in Brugge.

De consolidatieslag heeft ervoor gezorgd dat de professionaliteit van pensioenfondsbesturen, bestuursbureaus en beleggingscommissies sterk is toegenomen, waardoor er steeds meer eisen werden gesteld aan de kwaliteit van de fiduciair beheerders. Het aantal aanbieders is mede daardoor sterk teruggelopen, waarbij vooral de buitenlandse partijen zich hebben teruggetrokken.

Tot slot zijn ook de vergoedingen voor fiduciair beheer, mede door het kostenbewustzijn dat DNB heeft aangewakkerd, in de loop der jaren flink naar beneden gegaan. Er zijn, naast de pensioenuitvoerders zoals APG en PGGM, nog maar zo'n zeven commerciële aanbieders over. Lagere vergoedingen en hogere kwaliteitseisen hebben voor een flinke uitdunning van het aantal fiduciair beheerders gezorgd. De kwaliteit en breedte van de dienstverlening van de diverse aanbieders ontloopt elkaar momenteel niet zoveel meer. Er zijn nog wel verschillen – de ene fiduciair beheerder zet bijvoorbeeld meer in op LDI, de andere op managersselectie – maar het zijn accenten.

Laten we een aantal belangrijke trends bij vermogensbeheer en hun invloed op fiduciair management bespreken, te beginnen met het nieuwe pensioenakkoord.

'Het nieuwe pensioenakkoord is cruciaal voor de pensioenfondsen. Er moeten, uiteraard samen met de sociale partners, keuzes worden gemaakt: zelfstandig verder gaan, aansluiten bij een APF, samenwerkingen opzetten met een fiduciair beheerder of juist overstappen naar een andere pensioenadministrateur of fiduciair beheerder die de accenten legt die het pensioenfonds voor ogen heeft. Er zitten wat

betreft vermogensbeheer best grote verschillen tussen de twee varianten van het nieuwe pensioenakkoord. Pensioenfondsen moeten zich daar nu al op oriënteren en zich goed laten informeren over de consequenties van hun keuze. Gesprekken met allerlei partijen, consultants en

fiduciair beheerders, ook die waar het pensioenfonds momenteel nu niet mee samenwerkt, helpen daarbij. Ik denk dat de markt voor fiduciair beheerders hierdoor opgeschud gaat worden. Het worden drukke jaren. Ik denk ook dat pensioenadministrateurs en fiduciair beheerders dichter op elkaar gaan zitten en nauwer gaan samenwerken, zodat pensioenfondsen de dienstverlening kunnen krijgen die ze voor ogen hebben.'

'Lagere vergoedingen en hogere kwaliteitseisen hebben voor een flinke uitdunning van het aantal fiduciair beheerders gezorgd.'

Dan de trend van meer Maatschappelijk Verantwoord Beleggen.

'Dit is een belangrijke trend, voortgestuwd door diverse maatschappelijke ontwikkelingen. Pensioenfondsen worden zich steeds meer bewust van hun maatschappelijke verantwoordelijkheid en de invloed die zij kunnen uitoefenen op bijvoorbeeld het klimaat en

de energietransitie. Nederland is een van de landen die hierin vooroploopt. De discussie bij Nederlandse pensioenfondsen is tegenwoordig van een dermate hoog niveau dat ze hierin eigen keuzes kunnen maken. Daarbij gaat het vooral om het formuleren van de 'investment beliefs' ten aanzien van Maatschappelijk Verantwoord Beleggen (MVB), of nog preciezer, om de rol die het fonds wil spelen in de maatschappij.

Het nieuwe pensioenakkoord is daarbij ook nog eens een uitdaging, omdat de deelnemers zelf meer sturing kunnen

‘Het worden drukke jaren. Ik denk dat pensioen-administrateurs en fiduciair beheerders dichter op elkaar gaan zitten en nauwer gaan samenwerken.’

geven aan hun pensioenpotje. Deelnemers zullen steeds meer en uiteenlopende eisen stellen ten aanzien van MVB. De vraag is hoe een pensioenfonds daar invulling aan kan geven, bijvoorbeeld met hun verantwoording en rapportages. De communicatie met de deelnemer wordt steeds belangrijker.

Wij zetten als Aegon AM zwaar in op duurzaamheid. Zo hebben we een team van maar liefst veertien fulltime ESG-specialisten. Binnen ons team Strategie werken twee medewerkers met een sterke focus op duurzaamheid, zodat zij in staat zijn om alle informatie met betrekking tot MVB efficiënt naar onze klanten te kanaliseren. Pensioenfonds KPN, een klant van het eerste uur, is een fonds met grote ambities op het gebied van MVB en staat als ondernemingspensioenfonds het hoogst in de VDBO-ranking. De samenwerking tussen ons als fiduciair en hen als pensioenfonds versterkt en versnelt de MVB-aanpak.’

En wat kunnen we zeggen over de rol van ALM?

‘We kunnen ALM als module van het fiduciaire pakket aanbieden. Maar het staat de klant ook vrij om, bijvoorbeeld om governance-redenen, een externe ALM-consultant in te schakelen. De reden dat wij zelf ALM-kennis in huis willen hebben, is dat een pensioenfonds op basis van een ALM-studie de belangrijkste besluiten neemt. Een heel actuele reden is dat we nu alle scenario’s doorrekenen voor het nieuwe pensioenakkoord. Het is voor ons een grote pre om experts te hebben op dit vlak en om hun kennis altijd ter beschikking te kunnen stellen aan onze klanten. De kennis van ALM geeft ons inzichten die bijvoorbeeld het Strategie-team kan delen met onze klanten. Wij kunnen door die kennis ook namens de klant goed sparren met een externe ALM-consultant.

Als we het intern doen, hoeven we ook niet altijd direct een rekening te sturen naar onze klanten als ze bijvoorbeeld ad hoc een bepaald scenario willen doorrekenen. ALM zit, als de klant het van ons wil afnemen natuurlijk, in de totaalvergoeding. ALM gaat overigens veranderen door het nieuwe

akkoord. Het wordt veel meer toegesneden op leeftijdscohorten en lifecycle-denken. Tot slot is het belangrijk te benadrukken dat het bij ALM-studies vooral om de aannames gaat. Soms lijkt de focus te

veel te liggen op de uitkomsten. We gaan met onze klanten vooral de discussie aan over de aannames. Als die scherp zijn, komt daar uiteindelijk ook een uitkomst uit die bij de klant past, waarbij het dan eigenlijk niet meer zoveel uitmaakt welke ALM-consultant die uitkomst uitrekt.’

Wat wilt u bereiken als Hoofd Fiduciair Beheer bij Aegon AM?

‘Zoals gezegd worden het drukke jaren voor de pensioenfondsen. Wij zijn er klaar voor hen te helpen, wat bijvoorbeeld ook naar voren komt uit het feit dat Aegon vorig jaar haar fiduciaire tak als strategische richting heeft aange-merkt, of we dat nu voor pensioenfondsen, verzekeraars, de PPI of Stap doen.

Mijn ambitie is nu de pensioenfondsen op een goede manier te begeleiden naar het nieuwe pensioenakkoord. Daar is vertrouwen en samenwerking voor nodig. Wij hebben veel kennis in huis en die bieden we graag aan onze klanten aan, om zo tot een goede keuze te kunnen komen. Het is verder goed om aan te geven dat wij veel verzekeringskennis in huis hebben. Middelgrote verzekeraars kunnen de vruchten plukken van de jarenlange ervaring die pensioenfondsen al hebben opgedaan met fiduciair management. Aegon is zelf natuurlijk ook verzekeraar en er is met de kleine en middelgrote verzekeraars dus veel kennis te delen.

Mijn persoonlijke missie is dat ik onze klanten graag wil begeleiden naar een passend en doordacht MVB-beleid, opgevolgd door een adequate implementatie. Daarnaast hebben wij managerselectie en monitoring hoog in het vaandel staan. Daarbij staat het de klanten vrij hun eigen keuzes te maken, via fondsen in een FGR-huls, of via mandaten, wat het beste bij hen past en waarin het MVB- of ESG-beleid dat ze voor ogen hebben, het best geïmplementeerd kan worden.’ ■

Een nieuwe toekomst

Een ding is zeker: ook na zijn afzwaaien bij de medisch specialisten blijven zijn kennis en kunde behouden voor de pensioensector. Hoe, wat en waar staat nog niet vast. Financial Investigator sprak met Jeroen Steenvoorden, scheidend Statutair Directeur Stichting Pensioenfonds Medisch Specialisten.

Door Lies van Rijssen

'Ik ben bekend met heel wat invalshoeken van het onderwerp pensioen. Mijn loopbaan begon bij Centraal Beheer Achmea, waar ik vooral vanuit de toeleveranciersrol werkte. Bij Mercer zat ik daarna vijf jaar mede in een adviserende rol, meer gericht op het werkgeversperspectief. Vervolgens heb ik als Directeur van de Stichting voor Ondernemingspensioenfondsen (OPF), de toenmalige koepel voor ondernemingspensioenfondsen, pensioen vanuit het macroplaatje leren kennen. De turbulente tijd voor pensioenfondsen begon in 2005, kort voor mijn aantreden daar, en is nooit meer opgehouden. Fondsen gingen over de hele linie van overschotten naar tekorten. Vanuit OPF heb ik helpen zorgen dat de lobby voor ondernemingspensioenfondsen in de richting van politici, ambtenaren, toezichthouders en sociale partners geprofessionaliseerd werd. Wet- en regelgeving wint enorm aan uitvoerbaarheid wanneer ambtenaren die een wet gaan schrijven eerst bij de branche hun oor te luister leggen.

OPF was een dynamische werkomgeving. Ik had te maken met heel veel stakeholders: pensioenfondsen, de andere pensioenkoepels, ministeries, de politiek, sociale partners, toezichthouders. Na verloop van tijd leek het me aantrekkelijk om ook eens vanuit een andere invalshoek aan de slag te gaan. Ik wilde graag kijken hoe het was om zelf dichterbij de knoppen te zitten. Door over te stappen van het macroperspectief bij OPF naar het microperspectief bij een pensioenfonds, kwam ik met mijn voeten in de klei en veel dichterbij de uitvoering en de deel-

nemers te staan. Bij het specialistenpensioenfonds, het beroepspensioenfonds voor zelfstandigen, kreeg ik ook met meerdere stakeholders van doen, maar het speelveld werd meer eenduidig. Het grootste verschil met de pensioenwereld waarmee ik bekend was, was het ontbreken van werkgevers-werknemersverhoudingen. Ik denk overigens dat die situatie bij alle fondsen meer en meer in beeld zal komen, omdat de risico's van pensioen steeds meer bij de deelnemers worden gelegd.

Ik kwam bij het specialistenfonds in een warm bad en vond het interessant om wat ik in koepelverband 'hoog over' tot stand had helpen brengen, in de praktijk van een pensioenfonds te kunnen toepassen. In het Haagse was ik bijvoorbeeld nauw betrokken bij de ontwikkeling van het FTK. Mijn kennis van deze regelgeving en de achtergronden bleken in de fondspraktijk ook heel waardevol. De lobby verdween voor mij nooit helemaal uit beeld, maar mijn

directe rol daarin werd wel veel kleiner. Via de koepelorganisatie Unie van Beroepspensioenfondsen (UvB) en later via de Pensioenfederatie ben ik zijdelings bij het Haagse speelveld betrokken gebleven, maar natuurlijk anders dan voorheen bij OPF. Dat de beroepsgroep medisch specialisten zoveel kennis heeft, maakte mijn werk voor hun fonds voor mij extra interessant. Je moet van goeden huize komen om met deze beroepsgroep de interactie en discussie aan te kunnen gaan, want medisch specialisten hebben een mening. Op een andere manier was dat bij OPF natuurlijk ook zo. Daar had ik een bestuur

'Pensioen is gewoon heel duur geworden.'

CV

Jeroen Steenvoorden

Jeroen Steenvoorden was sinds 2006 Statutair Directeur van Pensioenfonds Medisch Specialisten. Daarvoor was hij Directeur van de Stichting voor Ondernemingspensioenfondsen. Eerder was hij onder meer werkzaam bij Mercer en Centraal Beheer Achmea.



dat zich niet zomaar liet overtuigen. Daar moest je hard je best voor doen. Niets mis mee.

Pensioen is, meer dan ik ooit voor mogelijk had gehouden, in de belangstelling komen te staan toen ik me ermee ging bemoeien. Ik begon op mijn 25ste met werken en ben vanaf toen iedere ochtend het FD blijven lezen. De eerste jaren kwam ik misschien drie pensioenartikelen per week tegen. Nu minstens drie per dag. De sector is ook veel meer gereguleerd geraakt. De hoeveelheid regelgeving is zelfs overstelpend. DNB beziet pensioenfondsen als zelfstandige financiële instellingen. En alles bij elkaar heeft de sector mede daardoor ook een forse professionaliserings-slag doorgemaakt. De diversiteit binnen onze besturen is ook fors in de belangstelling komen te staan. Naar mijn idee wordt diversiteit soms wat beperkt benaderd. Het is natuurlijk meer dan de vertegenwoordiging van verschillende seksen en leeftijden in besturen. Diversiteit betekent ook dat je ervoor zorgt dat je mensen met uiteenlopende mindsets aan tafel hebt om vraagstukken van alle kanten te belichten, voor je met elkaar een besluit neemt.

Je kan diversiteit ook zoeken in de variëteit aan relevante kennis bij mensen. Kennis waar besturen, de sector en de deelnemer wat aan hebben. Ik vind wel dat deelnemers zich moeten kunnen blijven herkennen in hun bestuur. Dat moet een zekere afspiegeling van het deelnemersbestand bevatten. Ach, diversiteit is iets van lange adem. Je hebt dat niet van vandaag op morgen voor elkaar. Soms even forceren om het proces te versnellen, daar ben ik niet tegen. Ik neem op dit moment deel aan het 'INSEAD Executive Education Fintech Programme', samen met heel veel internationale deelnemers. Dit geeft zicht op zeer sterk verschillende lokale situaties en doelstellingen. Ik realiseer me dat in the end diversiteit misschien toch relatief is. Want hoewel we als deelnemers uit

alle windstreken afkomstig zijn, zijn we met hetzelfde bezig en proberen we in ons gedrag ook op elkaar te lijken.

Dé gamechanger in de pensioenen is de rente, die sinds de jaren tachtig tot de dag van vandaag vooral één beweging maakt: omlaag. In Nederland hebben we nog steeds veel defined

benefit-pensioenen. Dat systeem is in de jaren vijftig ontworpen zonder rekening te houden met de mogelijkheid van een zeer lage rente. Dat betekent nogal wat voor de houdbaarheid van het systeem. Gelukkig is de regeling van het specialistenfonds daar aardig tegen bestand gebleken door de relatief hoge renteafdekking over het nominale pensioen en de 3% vaste jaarlijkse indexatie. Het fonds staat er relatief goed voor. Maar het is een gegeven dat we richting de toekomst allemaal met hetzelfde probleem zitten: pensioen is gewoon heel duur geworden. Nog meer dan voorheen zullen we de verwachtingen van deelnemers moeten gaan managen. Daar ligt nog een hele uitdaging.

‘Het nieuwe pensioencontract is een communicatieve uitdaging.’

Het nieuwe pensioencontract brengt niet meer euro's in de pensioenpot, het creëert niet meer geld. Dat pensioen inzichtelijker wordt voor deelnemers omdat de pensioenen zichtbaar meer gaan mee-

ademen met de economie, vind ik wel een mooi aspect ervan. Ik denk ook dat het een noodzakelijke stap is, omdat de hele wereld al van DB naar DC is gegaan. Ik voorzie wel dat het een uitdaging wordt om naar dat nieuwe contract toe te komen. Het aanpassen van pensioenregelingen gebeurt al veel langer, maar tot dusverre steeds van 'A' naar 'A-plus'. Nu moeten we van 'A' naar 'B'. Naar een nieuwe situatie die beter bij deze tijd past.

Maar de organisatie van die transitie wordt nog een heel ding. Los van de juridische en technisch-actuariële aspect- >



ten is het ook een communicatieve uitdaging. We zullen deelnemers heel zorgvuldig in alle stappen moeten meenemen. The way out is deelnemers eerlijk voor te lichten en goed de verschillen uit te leggen tussen 'oud' en 'nieuw'. Waar de voordelen voor hen zitten, maar ook waar mogelijk nadelen zitten.

Als deelnemers zelf sparen, lopen ook zij tegen het fenomeen van de lage rente aan. Misschien weerhoudt hen dat van het idee om te gaan sparen. Dan blijkt direct hoe zinvol de gedachte van een collectief en verplicht pensioenstelsel is. Misschien gaan mensen positiever over pensioen denken als ze in het nieuwe stelsel makkelijker kunnen zien hoe groot hun persoonlijke pot met geld kan worden. Een saldo dat iemand normaal gesproken niet op de bank zal hebben staan.

Maar ook dan zullen we heel goed moeten uitleggen dat daaruit een pensioen moet worden gefinancierd voor alle jaren die iemand vanaf de leeftijd van 67 nog te gaan heeft. Ik vermoed wel dat technologie ons gaat helpen om dat uit te leggen. Mijnpensioenoverzicht toont alleen maar wat je aan pensioen en AOW kan verwachten. Maar als je mensen een tool geeft waarin ze alle componenten van hun persoonlijke financiële situatie kunnen invoeren, daarmee virtueel kunnen 'spelen' en zo een integraal beeld kunnen krijgen van hun inkomsten en uitgaven, als je ze op die manier zelf inzicht laat krijgen in het inkomen dat ze later nodig hebben, dan ben je volgens mij op de goede weg. Als mensen zien wat voor een grote waarde hun pensioen binnen dat totaal vertegenwoordigt, zou dat zelfs kunnen helpen het vertrouwen in de pensioenen terug te brengen.

‘Diversiteit wordt soms wat beperkt benaderd. Het betekent ook dat je ervoor zorgt dat je mensen met uiteenlopende mindsets aan tafel hebt.’

belangstelling voor bestuurs- en toezichtfuncties, maar ben ook niet bang om te onderzoeken of er niches in het brede pensioenveld zijn waar ik mijn specialistische kennis als adviseur beschikbaar kan stellen. Ik heb daarin nog geen keuzes gemaakt.

Mijn zoon verblijft in San Diego. Zodra het weer kan, gaan mijn vrouw en ik hem opzoeken. We houden van reizen. Vooral als we daarmee nieuwe dingen ervaren en leren.

Een paar jaar geleden ben ik in Shanghai en Hong Kong geweest. De snelheid waarmee China expandeert, de razendsnelle stedelijke ontwikkeling; het zijn hele boeiende ontwikkelingen. Als je IJsland in de winter bezoekt en het binnenland ingaat - op zichzelf al een avontuur - dan kom je een natuur tegen die zó verschilt van wat je kent. Ook dat vind ik fascinerend. Wij gaan dus niet in Frankrijk aan het strand liggen.

Ik lees ook graag en ben nu bezig met het luisterboek 'Dark Towers, Deutsche Bank, Donald Trump, and an Epic Trail of Destruction' en met een fysiek boek, namelijk 'De staatsbank'. Twee onderzoeksjournalisten, Ivo Böklerink en Pieter Couwenbergh, beschrijven daarin de relatie tussen de overheid en ABN AMRO. Ja, ook als ik vrij ben, blijven financiële onderwerpen mij boeien.' ■

Met de uitoefening van mijn hoofdfunctie ben ik onlangs gestopt, maar ik denk dat ik zo veel ervaring op dit vakgebied heb opgedaan en me nog zo fit en goed voel, dat het zonde zou zijn om mijn kennis en vaardigheden aan de wilgen te hangen. Ik wil die kennis en kunde dus nog graag blijven verzilveren. Ik heb

Een wederopstanding van het standaard allocatiemodel?

De moderne portefeuilletheorie (MPT), ook wel het mean-variance (MV-)model of het tekstboekmodel genoemd, is een natuurlijk startpunt in mijn lessen over asset allocatie. Deze theorie heeft al vijf Nobelprijswinnaars opgeleverd: Markowitz, Tobin, Sharpe, Samuelson en Merton. Niet de minsten zou je zeggen, maar toch is de kritiek op dit centrale theoretische allocatiemodel niet mals.

Recent is een interessant artikel in het Financial Analysts Journal verschenen dat het blazen van de MPT weer enigszins tracht op te poetsen¹. In deze column doe ik graag verslag.

Het centrale portefeuilleconstructie- of allocatiemodel uit de theorieboeken staat al lang onder druk. Er zijn theoretische bezwaren, bijvoorbeeld dat het model niet erg geschikt is voor portefeuilleconstructie op basis van vermogenstitels met scheve rendementen. Belangrijker zijn echter de praktische implementatieproblemen. Door de uitgebreide literatuur over de effecten van het schattingsrisico op de belangrijkste inputs van het MPT-model weten we dat deze methode kan leiden tot suboptimale en vaak niet-intuïtieve portefeuilles. Dege- nen die wel eens een exercitie met het model hebben gedaan, weten dat een portefeuille met 40% hedgefonds en 20% private equity tot de 'normale' optimalisatie-uitkomsten hoort. Geen institutionele belegger in Nederland die zich hieraan wil branden, al worden dit soort allocaties bij universiteitsfondsen in de Verenigde Staten en Canada wel als 'normaal' beschouwd.

Ook empirisch wordt van het MV-model in het algemeen gehakt gemaakt. Een van de meest invloedrijke artikelen op dit gebied² toont voor 14 verschillende datasets aan dat het MV-model veelal tot de slechtste uitkomsten leidt (in termen van Sharpe-ratio).

Een simpel allocatiemechanisme als $1/N$, waarbij N voor het aantal vermogenstitels staat, genereert de beste uitkomsten. Deze empirische onderzoeken hebben voeding gegeven aan de groeiende populariteit van allocatiestrategieën als $1/N$, risicopariteit (een gelijke risicobijdrage van iedere vermogenstitel in de portefeuille) en minimum variantie portefeuilles. Strategieën waarbij je in ieder geval geen schattingen van het verwachte rendement nodig hebt.

Een belangrijk kritiekpunt op deze empirische analyses is dat er meestal gebruik wordt gemaakt van schattingen voor verwachte rendementen en risico's op basis van historische data over korte perioden (5 jaar). De informatiecoëfficiënt (IC)³ van deze historische methode is vaak laag tot zeer laag. Ik heb zelf berekend wat bijvoorbeeld de IC is voor de aandelen MSCI World Index voor een historische datareeks (1986-2020). Bereken je het verwachte gemiddelde 1-jaars rendement over een 5-jaars historische periode en vergelijk je dit vervolgens met het gerealiseerde rendement over 1 jaar in de toekomst, dan is de IC negatief (-0,2). Negatieve waarden van de IC kunnen we waarschijnlijk ook vinden - hoewel zelden gerapporteerd - in de meeste empirische artikelen die allocatiestrategieën vergelijken. Het artikel van Allen e.a. betoogt nu dat wanneer er slechts een geringe voorspelbaarheid is (een IC tussen de 0 en de 0,1), het mean-variance model superieur is aan de $1/N$ allocatie van DeMiguel e.a. voor bijna alle datasets. Er gloort dus weer hoop voor het tekstboekmodel, mits we een betere manier van voorspellen hanteren dan het louter extrapoleren van rendementen uit het verleden. ■



Door **Tom Steenkamp**,
Voorzitter Bestuur
pensioenfonds Robeco
en Hoogleraar Beleg-
gingsleer aan de VU.
Verantwoordelijk voor
de *learn*-modules in
het RBA programma
van CFA Society
VBA Netherlands

1 D. Allen, C. Lizieri en S. Satchell, In defense of portfolio optimization: what if we can forecast? Financial Analysts Journal, Third Quarter 2019.
2 DeMiguel, V. L. Garlappi and R. Uppal, 2009, Optimal versus naive diversification: How inefficient is the 1/N Portfolio Strategy?, Review of Financial Studies 22.
3 De informatiecoëfficiënt (IC) meet de correlatie tussen de geschatte en de feitelijke uitkomst.

EMD levert extra rendement op

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius



Emerging Market Debt verdient een plaats in bijna elke beleggingsportefeuille. Het voegt alpha-potentieel en diversificatie toe. Maar om ESG in emerging markets te kunnen integreren, is een bredere toolkit nodig. Dat waren de belangrijkste bevindingen van de Ronde Tafel over ESG in EMD.

Waarom is het voor elke belegger gerechtvaardigd om in EMD te beleggen?

Carola Jansen: ‘EMD levert nog altijd wat extra rendement op in vergelijking met de reguliere vastrentende sectoren. Daarnaast is in emerging markets sprake van veel groeipotentieel. Wij gebruiken EMD ook als een manier om te diversifiëren.’

Maura Neely: ‘EMD wordt door meer dan tachtig landen en honderden bedrijven uitgegeven. Het is een minder goed geanalyseerde markt met veel mogelijkheden om alpha te genereren. Bij een specifieke allocatie is de kans groter dat van deze markt-breedte wordt geprofiteerd dan bij een kleine allocatie in een specifiek mandaat.’

Jaap Willems: ‘EMD voegt alpha-potentieel en diversificatie toe aan elke beleggingsportefeuille. Maar je moet wel land-specifiek zijn, want de verschillen tussen opkomende markten zijn aanzienlijk. Zo zakte Mexico vorig jaar vijftienvintig procent, terwijl de Filipijnen ongeveer vlak bleven liggen.’

Onursal Kiliç: ‘Emerging markets zijn goed voor meer dan de helft van het wereldwijde bruto binnenlands product en EMD staat over het algemeen in de sweet spot als je kijkt naar volatiliteit versus rendement. Ik denk dat EMD een plaats verdient in bijna elke institutionele of particuliere portefeuille, bij voorkeur actief gemanaged.’

Anton Dombrovsky: ‘Wij geloven sterk in een actieve beleggingsbenadering in emerging markets, maar erkennen dat er groepen beleggers kunnen zijn die alleen beta-exposure nodig hebben, een meer passieve benadering.’

Liam Spillane: ‘EMD is meer dan het homogene beleggingsuniversum dat het soms geacht wordt te zijn. Alpha kan op verschillende manieren worden gegeneerd, bijvoorbeeld door te alloceren tussen harde en lokale valuta, naast een gediversifieerde set van landen en bedrijven. Met een passende managementstijl is een strategische allocatie gerechtvaardigd.’

Jasper Sagoo: ‘De asset class is breed en groeit, met veel verschillende sub asset classes die staats-, bedrijfs- en semi-overheidsemissies omvatten, zowel in harde als in lokale valuta. Voor elke sub asset class is een rol weggelegd in de optimalisering van beleggingsportefeuilles.’

Jansen: ‘Wij krijgen verzoeken van klanten om een overstap van actief naar passief te onderzoeken. Zij vragen zich af of het risico van actief beheer echt beloond wordt met extra rendement. Langetermijnrendementen tonen dit niet altijd aan.’

Hoe definiëren we ESG-beleggen voor EMD? Als een best-in-class benadering, of zijn er andere benaderingen?

Dombrovsky: ‘Er is inmiddels een heel scala aan benaderingen. Dat kan van alles zijn: uitsluitingen van landen, sectoren, bedrijven. Het volgende niveau zou zijn om een of andere vorm van integratie van ESG-factoren in het totale beleggingsproces toe te passen, waaronder dan het beleggingsproces op basis van gegevens uit emerging markets. En helemaal tot volledige ESG-integratie, inclusief best-in-class actieve betrokkenheid.’

Willems: ‘We kijken naar een soort driehoeksverhoudingen in ESG-scores, met het inkomensniveau aan de ene en de kredietkwaliteit en obligatierendementen aan de andere kant. Als je puur op basis van ESG-scores een portefeuille samenstelt, beleg je in hoge inkomenslanden en krijg je vanzelfsprekend lagere volatiliteit, lager risico, lagere yields en hogere kredietkwaliteit. Als je een stapje verder gaat, moet je denken aan ESG-momentum, waarbij je een soort prognose maakt van wat bepaalde landen mogelijk gaan doen en dat vervolgens systematisch implementeert.’

Voorzitter:

Harry Geels, Auréus

Deelnemers:

Anton Dombrovsky, PIMCO
Carola Jansen, Altis Investment Management
Onursal Kiliç, NN Investment Partners
Maura Neely, Wellington Management
Jasper Sagoo, Goldman Sachs Asset Management
Liam Spillane, Aviva Investors
Jaap Willems, Franklin Templeton



VOORZITTER

Harry Geels

Harry Geels is Senior Investment Advisor bij Auréus. Eerder was hij Directeur en Chief Risk Manager bij Blauwtulp Wealth Management en Elite Fund Management, tot de fusie met Auréus in december 2019. Hij is daarnaast Freelance Redacteur bij Beleggers Belangen, Adjunct Hoofdredacteur bij Financial Investigator en parttime Docent bij het Actuariële Instituut. Geels behaalde in 1994 zijn Master Financiële Economie aan de VU Amsterdam.





Anton Dombrovsky

Anton Dombrovsky is Executive Vice President en Product Strategist bij PIMCO in München. Zijn focus ligt vooral bij opkomende markten. Voordat hij in 2007 bij PIMCO kwam, werkte hij voor Allianz Global Investors. Daarvoor werkte hij vijf jaar bij de centrale bank van Rusland. Dombrovsky behaalde een MBA aan de IESE Business School in Spanje.



Carola Jansen

Carola Jansen is werkzaam als Specialist LDI, Geldmarkt en Emerging Market Debt in het Fixed Income Team van Altis Investment Management. Zij heeft meer dan 20 jaar ervaring in Fixed Income en valutamarkten als Handelaar en Portfolio-manager Treasury. Jansen werkte eerder bij Kempen Capital Management en NN Investment Partners. Ze is afgestudeerd in Financiering aan de Universiteit van Amsterdam.



Onursal Kiliç

Onursal Kiliç is Co-Head EMD HC bij NN Investment Partners. Voorafgaand aan zijn huidige functie werkte hij voor MN in Den Haag, waar hij de EMD-desk leidde. Hij begon zijn carrière in 1995 en heeft verschillende handels-, treasury- en fondsbeheerposities bekleed bij onder andere ABN AMRO Asset Management en BNP Paribas / TEB. Kiliç heeft een BSc in Werktuigbouwkunde van de Bogazici Universiteit en een MBA in Financiën van de Universiteit van Texas in Austin.



Maura Neely

Maura Neely werkt als Investment Director in het Emerging Markets Debt Team van Wellington Management. Ze werkt daarbij nauw samen met Wellingtons vastrentende beleggers in opkomende markten. Neely spreekt regelmatig op congressen en seminars over de laatste ontwikkelingen op het gebied van EMD.



Jasper Sagoo

Jasper Sagoo is Portfolio Manager in het Global Fixed Income-team van Goldman Sachs Asset Management (GSAM). Sagoo kwam in 2010 bij GSAM. Daarvoor werkte hij twee jaar bij AON Consulting. Hij studeerde af aan het University College London met een first-class BEng (hons) in Mechanical Engineering & Business Finance.

‘Over het algemeen zijn de risico’s van de energietransitie in emerging markets groter dan in developed markets, zodat een langetermijnbenadering vereist is.’



Liam Spillane

Liam Spillane begon bij Aviva Investors als Senior Portfolio Manager voordat hij zijn huidige functie als Head of Emerging Market Debt and Portfolio Manager, EM Local Currency aanvaardde. Eerder werkte hij voor Overlay Asset Management, ABN AMRO Asset Management en Fortis Investments als Senior Currency Manager. Hij begon zijn carrière met een focus op aandelenmarkten bij James Capel Investment Management.



Jaap Willems

Jaap Willems werkt sinds 2015 als Quantitative Research Analyst bij het Templeton Global Macro Team van Franklin Templeton in Singapore. In Nederland werkte Willems in verschillende actuariële en ALM-rollen bij ING en PGGM. Hij heeft een BSc in International Economics en een MSc in Business Administration van de Rijksuniversiteit Groningen.

Spillane: ‘Wij zijn van mening dat integratie de optimale benadering is, die het mogelijk maakt de resultaten vorm te geven volgens je eigen overtuigingen en filosofieën. De resultaten zullen verschillen van manager tot manager, afhankelijk van die overtuigingen, de gebruikte gegevens en hoe specifiek je bent over sommige parameters.’

Kiliç: ‘Wij geloven in een benadering van ESG-integratie met inclusie en we willen graag samenwerken met overheden en bedrijven. Maar we hebben ook veel mandaten die gebaseerd zijn op uitsluiting. Volgens ons staat het vast dat je je proces verbetert door ESG-variabelen te integreren.’

Sagoo: ‘Het is belangrijk om een eigen interne ESG-visie en -score te hebben als onderdeel van het fundamentele beleggingsproces. Engagement is van cruciaal belang om de ESG-exposure van een emittent en zijn naar voren gerichte pad of ‘momentum’ te evalueren. Wij evalueren de scores van emittenten ten opzichte van een peer group van vergelijkbare landen. Er is niet één juiste aanpak en daarom hanteren wij een ‘bouwstenenbenadering’ voor het samenstellen van met ESG verrijkte portefeuilles, waarbij we elementen van interne scoring, opbrengstscreening en engagement combineren. We zijn ook van mening dat het stellen van doelen op portefeuilles, zoals CO₂-intensiteit, blijk geeft van intentie en kan dienen als een krachtig hulpmiddel voor ESG-beleggers.’

Blijven de universums waarin belegd kan worden voldoende groot als een zeer strikte ESG-benadering wordt toegepast?

Neely: ‘Het hangt ervan af hoe strikt de ESG-aanpak is. Als deze in hoge mate is gebaseerd op uitsluitingen of alleen gericht op best-in-class, bestaat het gevaar dat alleen naar de sterkste emittenten wordt gekeken en de zwakkere, maar verbeterende ESG-verhalen over het hoofd worden gezien. EM-obligatiemarkten bestrijken het volledige kredietkwaliteitspectrum en vertegenwoordigen een breed scala aan ESG-kenmerken. Daarom bieden ze aantrekkelijkere rendementen dan veel obligatiemogelijkheden in ontwikkelde markten.’

Spillane: ‘Er zal de komende jaren veel moeten gebeuren om de asset class EMD te

verdiepen en te verrijken in termen van duurzame financiering. Het lijkt me waarschijnlijk dat dit zal gebeuren, maar als belegger denk ik dat we ook moeten erkennen dat de emissie-instrumenten die tot nu toe zijn gebruikt, in dit stadium een aantal beperkingen hebben.’

Moeten ESG-integratiepraktijken verschillen voor EMD in vergelijking met ontwikkelde markten?

Neely: ‘Om ESG in EM te integreren, heb je een bredere toolkit nodig. Je kunt niet alleen uitsluitingen hanteren, of best-in-class, of integratie. In EM zal een sterke ESG-benadering een mix van die onderdelen vereisen. Bovendien mogen we niet vergeten dat in opkomende markten E-, S- en G-factoren met elkaar verweven zijn en dat een strenge beleggingsaanpak op het ene gebied onbedoelde negatieve gevolgen kan hebben op een ander gebied. Wij proberen een holistische benadering van ESG-integratie te hanteren als het om emerging markets gaat.’

Jansen: ‘Als je kijkt naar politiek beleid, vervuiling, ontbossing, klimaatverandering, mensenrechten, dan zijn dat factoren die in opkomende markten zwaarder wegen dan in ontwikkelde markten. Aan die factoren moet je dus een ander gewicht toekennen dan je in ontwikkelde markten zou doen.’

Dombrovsky: ‘Bij het bepalen van de ESG-scores voor staatsobligaties hebben wij ervoor gekozen om naar het hele universum voor staatsobligaties te kijken als één grote peer group, waarbij dus zowel emerging als developed markets worden vergeleken met dat volledige universum. Consistentie is belangrijk opdat je geen >

‘EMD levert nog steeds wat extra rendement op in vergelijking met de reguliere vastrentende sectoren.’

‘In opkomende markten zijn E-, S- en G-factoren met elkaar verweven. Een strenge beleggingsaanpak op één gebied kan onbedoelde negatieve gevolgen hebben op een ander gebied.’

verschillende standaarden in portefeuilles hebt die, laten we zeggen, gericht zijn op ontwikkelde markten, maar opkomende markten als tactische exposure hebben. Het doel is overheden en bedrijven in opkomende markten te vinden die hun ESG-beleid substantieel kunnen en willen verbeteren. Dan ontstaat een win-winsituatie: een land of een bedrijf krijgt meer kapitaal en aan de andere kant profiteren beleggers van lagere risicopremies naarmate dat land beter wordt op ESG-gebied en zijn kredietprofiel verbetert.’

Willems: ‘Alle ESG-factoren kunnen impact hebben en zijn van belang in zowel opkomende als ontwikkelde markten. Wat betreft governance kijk je in ontwikkelde

markten wellicht meer naar het fiscale en monetaire beleid van landen. Een verslechterende milieusituatie in Duitsland of verminderde sociale cohesie in Frankrijk weegt potentieel minder zwaar op de obligatiekoersen dan in een land als Indonesië, waar elke ESG-factor impact kan hebben.’

Kiliç: ‘Er is geen pasklare oplossing. De factoren die voor de EM-ruimte van belang zijn, maken in de ontwikkelde markten wellicht geen verschil. De kwetsbaarheden en reactiemogelijkheden van landen zijn verschillend.’

Spillane: ‘Over het algemeen zijn de risico’s van de energietransitie in emerging markets groter dan in developed markets, zodat een langetermijnbenadering vereist is. Bovendien zijn de meeste ‘groene’ staatsobligaties in opkomende landen, althans buiten China, uitgegeven in harde valuta, wat, in tegenstelling tot ontwikkelde landen, wijst op de tot dusver vrij beperkte belangstelling van binnenlandse beleggers voor de zogenoemde groene obligatie-omgeving. Er is werk aan de winkel om de binnenlandse vraag in opkomende landen de komende jaren te ontwikkelen.’

Leiden de verschillende ESG-benaderingen van EMD tot aantoonbaar betere beleggingsresultaten voor de asset class?

Kiliç: ‘Wij maken gebruik van een efficiënt model en gespecialiseerde ESG-analisten. Ons model was vroeger gebaseerd op governance (G), maar we hebben het uitgebreid met veel meer E- en S-gegevens dan voorheen. Het is voor ons zichtbaar dat de integratie van ESG in ons proces krachten laat zien die in principe terugleiden naar het rendement en een beter risicobeheer.’

Willems: ‘Wij hebben nogal wat tijd besteed aan het kwantificeren van ons ESG-onderzoek. We kijken welke landen hoge scores hebben, welke landen lage en welke landen op een bepaald moment een positief of negatief geprojecteerd momentum hebben. We zien dat in principe positief ESG-momentum op de langere termijn beter presteert dan alle andere vormen van ESG-beleggen. Maar we zien ook dat tijdens meer volatiele periodes, dus wanneer de markt daalt, landen met hoge ESG-scores beter presteren en een lagere volatiliteit vertonen, wat ook nut heeft in portefeuillecontext.’

Neely: ‘ESG heeft ervoor gezorgd dat beleggers anders zijn gaan denken over waar kapitaal naartoe zou moeten gaan. Je moet erover nadenken hoe die trends het rendementspotentieel in EMD-landen en -markten in de loop van de tijd kunnen doen verschuiven.’

Jansen: ‘De aandacht voor ESG neemt toe, wat kan inhouden dat de focus van beleggers zich gaat richten op landen en emittenten die een hogere ESG-score hebben. De toegenomen vraag zou dan waarschijnlijk niet leiden tot hoge rendementen voor de beleggingscategorie. We verwachten wel dat de verhoogde aandacht van investeerders voor ESG kan leiden tot een beter investeringsklimaat en een verbeterde transparantie.’

Sagoo: ‘Het in beschouwing nemen van ESG-factoren heeft het potentieel om het rendement te verhogen, maar het hangt af van wat je met de informatie doet. Van de drie factoren is de G tot nu toe het belangrijkste geweest binnen EMD, maar de aandacht is snel verschoven naar S- en vooral E-factoren. Uit ons onderzoek is gebleken

dat G-factoren van cruciaal belang zijn voor zwakkere credits, vooral wanneer zij met een schok worden geconfronteerd, omdat een beter waargenomen institutionele kwaliteit een wezenlijke bijdrage kan leveren aan het beperken van de spreadruimte. S-factoren, zoals ongelijkheid en jeugdwerkloosheid, zijn belangrijk om de neiging tot sociale onrust te beoordelen en kunnen ons helpen staartrisiko's in te schatten. E-factoren winnen snel aan belang door de klimaatverandering en zullen de toekomstige rendementen en kapitaalstromen tussen landen bepalen.'

Is engagement bij bedrijven en regeringen mogelijk en leidt dit tot betere resultaten?

Spillane: 'Engagement is zeker mogelijk, maar wij geloven dat het met zich meebrengt dat de belegger duidelijk en transparant is over de kwesties die voor hem het belangrijkste zijn. Het effect van engagement zal vooral op de langere termijn merkbaar zijn, met name voor staatsobligaties.'

Neely: 'Wij treden rechtstreeks in contact met overheden en bedrijven. Vooral voor staatsobligaties kan het echter nodig zijn dat wij, als vermogensbeheerders, ons engagement uitbreiden tot multilaterale instellingen zoals het IMF, de Wereldbank, ratingbureaus en andere organisaties, om op termijn tot een duurzamer resultaat te komen.'

Kiliç: 'Overheden zijn doorgaans ontvankelijker wanneer de financieringsbehoeften toenemen, maar engagement is een langdurig proces. In Argentinië bijvoorbeeld zijn betrouwbare gegevens pas aan het licht gekomen na de presidentswisseling. Engagement is doeltreffender als er sprake is van samenwerking tussen vermogensbeheerders. Wij hebben ook openbare gesprekken gevoerd met Brazilië en Indonesië over onder meer ontbossing.'

Dombrovsky: 'Engagement hoeft niet beperkt te blijven tot de ESG-agenda. Vermogensbeheerders kunnen met overheden samenwerken om de marktinfrastructuur en de liquiditeit te verbeteren. Dit kan ertoe leiden dat er meer geld naar de lokale markten vloeit in plaats van naar buitenlandse schuld, waardoor het schuldprofiel van het betreffende land duurzamer wordt.'

Kunnen we ESG-beleggen koppelen aan de SDG's in EMD?

Dombrovsky: 'Het antwoord is ja. Wij beoordelen alle groene, sociale, duurzame obligatie-emissies en koppelen ze aan specifieke SDG-doelstellingen, zoals 'Klimaatactie' en 'Betaalbare en schone energie.'

Sagoo: 'Het is heel goed mogelijk en eenvoudig om ESG-beleggen te koppelen aan SDG-concepten. De SDGs kunnen een nuttige leidraad vormen om mensen als het ware naar een consistent startpunt voor ESG te leiden. Beleggers zullen echter weloverwogen te werk moeten gaan om ervoor te zorgen dat kapitaal niet wegvloeit uit de landen met de zwakste rating, die het meest behoefte hebben aan kapitaal voor ontwikkelingsdoeleinden.'

Kiliç: 'Je kunt de SDGs natuurlijk aan elkaar koppelen, maar het definiëren en standaardiseren van de methodologie en het meetproces vormt de grootste uitdaging. Ik denk dat dat ook grote nadruk legt op het meetproces.'

Jansen: 'Wat ik regelmatig zie, is dat beleggers een soort scoresysteem hanteren. Ik denk dat het mogelijk is om de scores zo op te bouwen dat zowel de ESG- als de SDG-factoren worden meegenomen om vervolgens te zien hoe een land zich door de tijd heen ontwikkelt.'

Zijn de E-, S- en G-factoren in de opkomende markten even belangrijk als in de ontwikkelde?

Willems: 'In ons proces hebben we lange tijd de nadruk gelegd op sociale en governance-factoren, waardoor milieufactoren een lagere weging kregen. Zo'n twee jaar geleden zijn we van mening veranderd toen we zagen dat niet langer alleen in frontiermarkten als de Caraïben of de Hoorn van Afrika, maar ook in toenemende mate in grotere opkomende markten als Brazilië en India het milieu voor steeds grotere problemen kwam te staan. Nu wegen we de E, S en G in opkomende markten even zwaar en spelen ze allemaal een rol. In ontwikkelde markten doen ze er voor het opstellen van de ESG-score ook allemaal toe, maar realis->

'Wij zijn zeer selectief met betrekking tot de markten waarin we beleggen: als we geen positieve visie op een bepaald land hebben, mijden we dat land graag volledig.'

tisch gezien, denken we bijvoorbeeld niet dat een beetje beter milieu in een bepaald ontwikkeld land, zoals Noorwegen, een belangrijke aanjager van beleggingsrendement zal zijn.’

Spillane: ‘Onze ESG-scores zijn meer gericht op S en G, maar we hebben een speciaal team van ESG-analisten die alle factoren even zwaar laten meewegen in hun kwalitatieve beoordeling. Het evenwicht tussen de ESG-score en de kwalitatieve, toekomstgerichte beoordeling is voor ons echt belangrijk.’

Sagoo: ‘Bij de kredietanalyse van staatsobligaties hechten we het meeste belang aan de G. Voor bedrijven denken we dat de relevantie van E, S en G per sector verschilt, dus aan de bedrijfskant passen wij een sector-specifieke taxonomie toe die wij zelf hebben ontwikkeld. Wat de E betreft, hebben wij geconstateerd dat deze op historische basis weinig verklarend vermogen heeft, maar wij denken dat dit in de toekomst zal veranderen en daarom hebben we deze in onze score opgenomen.’

Neely: ‘De relatieve gewichten van E, S en G kunnen variëren en dus wil je weten waar E het meest relevant is, of S, of G. Je moet niet alleen naar de totale ESG-score kijken en hoe die wordt gewogen, maar ook naar de losse onderdelen en dit testen per land. Het gaat om een mix van kwantitatief en fundamenteel onderzoek om na te gaan welke factoren waarschijnlijk een grote impact zullen hebben op de afzonderlijke landen die we bestrijken.’

Dombrovsky: ‘Voor onze stand alone ESG-score wegen we de factoren E, S en G even zwaar. De reden daarvoor is dat we geloven dat ze alle drie belangrijk zijn voor ESG-bewuste beleggers, zodat we evenveel rekening houden met het milieu als met bestuur en sociale aspecten.’

Kiliç: ‘Het belangrijkste is differentiatie. Toegewijde analyse en kwalitatieve input van portefeuillemanagers zijn ook erg belangrijk. Bij het toekennen van een score heb je

te maken met veel gegevensgerelateerde valkuilen, waar je zorgvuldig naar moet kijken.’

Spillane: ‘Typische ESG-scores en de onderliggende gegevens zullen waarschijnlijk leiden tot een inkomens- of vermogensvoorkeur in je portefeuille. Om een meer afgerond beeld op te bouwen dat zowel het potentieel voor veranderingen als een historische score erkent, is een kwalitatieve beoordeling zeer belangrijk.’

Willems: ‘Lage ESG-scores voor landen kunnen zeer negatieve neveneffecten hebben. In feite zeg je: in landen met een lage ESG-score worden geen ESG-investeringen gedaan. Als je lage scores uitsluit, komt een land als Nigeria met 200 miljoen inwoners, dat 30 keer minder kan uitgeven aan zaken als gezondheidszorg, onderwijs en sociale voorzieningen dan Japan met 130 miljoen inwoners, niet in aanmerking voor wat voor soort ESG-investeringen dan ook. Dat kan een gevaarlijke trend zijn als die aanhoudt.’

Jansen: ‘Transparantie, samenwerking en intenties zijn belangrijk voor een land om te laten zien dat het op de goede weg is om te proberen zijn situatie te verbeteren. In die zin is het van belang om die kwalitatieve elementen toe te voegen aan de ESG-score.’

Zijn er problemen met data in de opkomende markten?

Kiliç: ‘Veel gegevens zijn achterwaarts gericht en worden erg laat verstrekt: in het beste geval heb je een tijdvertraging van een jaar, zo niet twee of zelfs drie jaar. De kwaliteit laat nogal eens te wensen over en ook de manier waarop de gegevens worden gemeten, is niet altijd correct. Een van de dingen die we proberen te doen om dit te verhelpen, vooral aan de kant van overheden, is het inzetten van speciale ESG-analisten. Ook de Wereldbank is zich bewust van de datakwestie in emerging markets en werkt aan verbeteringen. Er is de laatste twee, drie jaar veel verbeterd op dit gebied, maar er zijn nog steeds problemen met de kwaliteit en de tijdigheid. Daarom is het cruciaal om big data te gebruiken.’

Neely: ‘De ESG-gegevens die externe verkopers leveren, hebben een minder

‘Van de drie factoren is de G tot nu toe het belangrijkste geweest binnen EMD. Maar de aandacht is snel verschoven naar S- en vooral E-factoren.’

volledige EM-dekking dan wij zouden willen. Hun scoringsmethodologie kan ook complex zijn, waardoor het moeilijk is om de belangrijkste onderdelen van geaggregeerde scores te distilleren. Daardoor kan je op het verkeerde been worden gezet. Je moet dus ook je eigen fundamentele werk doen.'

Saago: 'Het is belangrijk om alle data grondig te beoordelen. Gebruikers van ESG-gegevens hebben te maken met de gebruikelijke problemen op het gebied van dekking, kwaliteit en actualiteit, die allemaal nog groter zijn voor emerging market corporates. Een belangrijke uitdaging bij ESG-gegevens is het groeiende volume van die gegevens. Het is echt belangrijk om signaal en ruis van elkaar te onderscheiden.'

Spillane: 'Naast de bekende problemen met gegevens ter ondersteuning van ESG-metriek ter ondersteuning van beleggingsbeslissingen en -processen, denk ik dat naarmate ESG-emissies in emerging markets blijven toenemen, ook de eisen die beleggers stellen aan de beschikbaarheid en tijdigheid van de gegevens van emittenten zullen toenemen.'

Willems: 'Het is inderdaad een probleem dat bijvoorbeeld de gegevens van de Wereldbank, die tot 2018 of 2019 gaan, worden gebruikt om de situatie na de pandemie in bepaalde opkomende markten te beoordelen. Wij hebben een ESG-index met 14 categorieën en als wij op basis van fundamentele inzichten denken dat het beter of slechter gaat, dan laten we dat in de score tot uiting komen. Of we het bij het rechte eind hebben of niet, zullen we dan over twee, drie jaar zien aan de hand van bijvoorbeeld de governance-indicatoren van de Wereldbank of overeenkomstige indices.'

Dombrovsky: 'De problemen met de gegevens tonen aan dat sprake is van een zeer uitdagend gebied en dat het om een inefficiënte markt gaat, met veel mogelijkheden voor actieve managers om ESG-gedreven alpha te genereren.'

Saago: 'Als sector moeten we ons richten op het in evenwicht brengen van het gebruik van ESG-gegevens van derden met onze eigen interne ESG-scores en -onderzoek. ESG-ratings van derden zijn in veel opzich-

ten vergelijkbaar met kredietratings: het is nuttig om een objectieve kijk te hebben, maar je zou niet willen beleggen bij een manager die geen eigen kijk heeft op een emittent.'

Spillane: 'Uiteindelijk zal er ook meer duidelijkheid komen over de manier waarop de ratingbureaus de ESG-gegevens interpreteren en gebruiken en natuurlijk ook over de manier waarop wij hun aanpak en rol bij ESG-analyses moeten interpreteren.'

Welke criteria zijn belangrijk bij de selectie van EMD-managers?

Jansen: 'In ons achterhoofd zit dat de toegevoegde waarde van een actieve manager niet altijd duidelijk is. Als je kijkt naar de geschiedenis van actief versus passief beheer in EMD, vooral op de langere termijn, zijn er niet zo veel actieve managers die voortdurend beter presteren dan de benchmark. We kijken natuurlijk naar de samenstelling van het team, de ideeëngeneratie en de macro-economische analysekracht, maar we beoordelen ook hoe de manager risicobeheer inzet om de volatiliteit van de relatieve performance te beperken. Tegenwoordig kijken we ook naar de manier waarop ESG wordt geïmplementeerd in het proces.'

Willems: 'De gemakkelijkste manier om beter te presteren, is denk ik door bepaalde landen te vermijden. Het is mogelijk, maar wel lastiger om beter te presteren door overwogen te zijn in specifieke opkomende markten/lokale valuta. Wij zijn zeer selectief met betrekking tot de markten waarin we beleggen: als we geen positieve visie op een bepaald land hebben, mijden we dat land graag volledig. We hebben historisch gezien over het algemeen een lagere volatiliteit en veel kleinere drawdowns laten zien.'

Dombrovsky: 'Wij denken dat het over het algemeen lonend is om actieve beslissingen te nemen, zowel in buitenlandse als in lokale schulden. Uiteindelijk gaat het erom wat het best bij de behoeften van een klant past. Het gaat niet alleen om outperformance. Andere factoren zoals ESG-integratie worden steeds belangrijker.'

Kiliç: 'Performance mag niet het enige criterium zijn, zoals in het geval van managers van lokale valuta waarbij het vanwege de aard van de index moeilijker is om de >

benchmark te verslaan. Maar als je passief bent in het EMD-universum, dan kun je er bijna zeker van zijn dat je onder de benchmark zult presteren. Ik geloof dat meedelen met de klant de sleutel is.’

Sagoo: ‘De beoordeling van actief beheer is zeer gevoelig voor het gekozen tijdsbestek. Ik denk dat dat suggereert dat het debat tussen actief en passief meer te maken heeft met de consistentie van excess returns door de tijd heen. De spreads van emerging markets zijn sinds begin dit jaar op hoofdniveau nauwelijks veranderd, maar op landsniveau is er onder de oppervlakte sprake van aanzienlijke differentiatie. Net zoals het effect van de crisis en de beleidsreacties van land tot land verschillen, zal het herstel waarschijnlijk ongelijk zijn. Landen die exporteren naar een herstellende ontwikkelde markt, met inbegrip van de grondstoffenproducenten, zullen in het huidige klimaat profiteren, terwijl landen die meer afhankelijk zijn van de binnenlandse vraag en het toerisme, waarschijnlijk gevoeliger zijn voor de ontwikkelingen van de conjunctuur. Voor mij, als voorstander van actief beheer, is dat een vruchtbare achtergrond voor het genereren van outperformance.’

Spillane: ‘Actief beheer blijft zeer belangrijk bij EMD gezien het brede en diverse beleggingsuniversum. Maar even belangrijk is de managementstijl, waarbij soms sprake kan zijn van een te grote afhankelijkheid van marktbeta en minder bewijs voor consistente en stabiele rendementen ter ondersteuning van een structurele allocatie naar de asset class op de lange termijn.’

Heeft de pandemie de ontwikkeling van ESG in EMD positief of negatief beïnvloed?

Jansen: ‘Ik denk dat de pandemie ESG geholpen heeft, want er wordt bijvoorbeeld aanzienlijk minder met de auto en het vliegtuig gereisd, wat invloed heeft op de ecologische voetafdruk. Ik ben benieuwd wat de andere deelnemers vinden.’

Kiliç: ‘Wat vaccinatie betreft, hebben de ontwikkelde landen een voorsprong op de opkomende landen en dat zal vermoedelijk de groeivoorzichten veranderen. Daarom kunnen sommige landen hun focus op structurele veranderingen verliezen omdat

ze met de pandemie bezig zijn. COVID-19 heeft ons laten zien hoe kwetsbaar onze wereld is en een uiteenlopend herstel kan arme landen nog meer onder druk zetten. Er is nog veel onbekend over hoe we uit deze pandemie zullen groeien, maar ik denk dat de ongelijkheid zal toenemen door een gebrek aan onderwijs in de kindertijd, werkloosheid en basistoegang tot publieke diensten. Er is wereldwijde coördinatie nodig bij het uitstippelen van een alomvattend beleid en ESG moet bovenaan de agenda staan nu het besef van urgentie toeneemt.’

Spillane: ‘Als gevolg van de pandemie zijn zowel emittent als belegger meer gefocust op ESG. ESG-beleggen is de laatste paar jaar door vrijwel iedereen omarmd. Aan de verdieping en rijpheid van het beleggingsuniversum is echter nog wel het een en ander te doen.’

Neely: ‘COVID-19 heeft de aandacht van beleggers voor klimaatkwesaties, maar ook voor sociale ongelijkheden, vergroot. Wij beginnen meer interesse te zien voor obligaties met een sociale of duurzaamheidscomponent. Persoonlijk denk ik dat beleggers in de toekomst veel meer aandacht zullen besteden aan sociale factoren. Op de lange termijn zou dat positieve veranderingen in de opkomende markten moeten stimuleren.’

Willems: ‘De pandemie heeft ons geholpen ons ESG-proces te verfijnen. Wat betreft de trends zien we dat we zo’n twee jaar geleden twintig grotendeels opkomende landen konden identificeren waar we momentum zagen. Dat aantal begon halverwege vorig jaar behoorlijk te dalen. Inmiddels zijn er weer een paar landen bijgekomen die positieve veranderingen doorvoeren en is er dus weer plaats voor wat voorzichtig optimisme.’

Jansen: ‘Het zijn vreemde tijden. Hoe de ontwikkeling van ESG voor de opkomende markten eruit zal zien, is nog afwachten. Dat er veel staat te gebeuren, staat buiten kijf. Ik denk wel dat de pandemie ons iets heeft geleerd, namelijk dat we ons meer bewust moeten zijn van onszelf en van het bedrijf waar we voor werken. We zien dat nu al terug in de aangescherpte eisen met betrekking tot de monitoring van beleggers en fondsen.’ ■

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Aviva Investors, Franklin Templeton, Goldman Sachs Asset Management, NN Investment Partners, PIMCO en Wellington Management.

IN HET KORT

EMD voegt alphanpotentieel en diversificatie toe. Daarom verdient EMD een plaats in bijna elke institutionele of particuliere portefeuille.

Om ESG in EM te integreren, kun je niet alleen uitsluitingen, best-in-class of integratie hanteren. Een sterke ESG-benadering vereist een mix hiervan.

Engagement hoeft niet beperkt te blijven tot de ESG-agenda. Vermogensbeheerders kunnen met overheden samenwerken om bijvoorbeeld de marktinfrastructuur en de liquiditeit te verbeteren.

Het is belangrijk om kwalitatieve elementen toe te voegen aan de ESG-score.

De ESG-gegevens die externe bureaus leveren, hebben een minder volledige EM-dekking dan veel asset managers zouden willen. Eigen fundamenteel onderzoek is nodig.

Als gevolg van de pandemie zijn zowel emittent als belegger meer gefocust op ESG. COVID-19 heeft de aandacht van beleggers voor klimaatkwesaties, maar ook voor sociale ongelijkheden, vergroot.

Beleggen met het sterkste team

Biodiversiteit, letterlijk ‘verscheidenheid van leven’, zorgt voor een krachtig ecosysteem. Een goede belegger streeft dan ook naar maximale diversiteit, in het team en in de portefeuille.

Een ecosysteem is een complex systeem van interacties tussen levende groepen planten, dieren en mensen en de omgeving waarin ze leven. De tegenhanger van een ecosysteem is een monocultuur, bijvoorbeeld een groot maisveld of een sojaplantage. Door gebrek aan variatie zijn monoculturen kwetsbaar voor ziektes en aantasting door micro-organismen. Zodra er een plaag uitbreekt, verspreidt deze zich snel over alle gewassen met dezelfde eigenschappen. Als gewassen ook nog eens genetisch identiek zijn, zijn deze allemaal op dezelfde manier kwetsbaar voor de plaag.

Goed functionerende ecosystemen zijn dynamisch en veranderen met de tijd. Ze hebben een veel groter aanpassingsvermogen en kunnen omgaan met onbekende of nieuwe situaties. De hoge biodiversiteit binnen zo'n ecosysteem werkt als een verzekering. Als het ene niet werkt, dan zijn er nog voldoende andere mogelijkheden. Een afname van de biodiversiteit maakt ecosystemen kwetsbaar. Het vernietigen van de habitat, het gebruik van pesticiden, vervuiling, de introductie van exoten en klimaatverandering moeten daarom worden bestreden.

Een goed functionerend bedrijf mag ook worden gezien als een ecosysteem. Helaas hebben veel bedrijven de neiging om uniform volgens vaste processen te werken. Creativiteit wordt gezien als risico en buiten de lijntjes kleuren als een doodzonde. Als er wat fout gaat, moeten de fouten worden

bestreden met wet- en regelgeving. Dat zijn dan wetten die voor iedereen gelden. Als er een fout zit in zo'n wet, dan zijn al die bedrijven in zo'n systeem opeens ook kwetsbaar. Er is sprake van een systeemfout, iets wat maar moeilijk gerepareerd kan worden door het gebrek aan diversiteit.

Toevallig blinkt de financiële wereld uit in wet- en regelgeving. Een gemiddelde ambtenaar hoeft zich aan minder regels te houden dan een medewerker van een financiële instelling. Al die regels maken het systeem inherent zwakker, het aanpassingsvermogen wordt geminimaliseerd. Niets is zo traag als het aanpassen of implementeren van wet- en regelgeving.

Toch is het mogelijk om te voldoen aan de wet- en regelgeving en tegelijkertijd te bouwen aan een krachtig bedrijf. Dat kan door bewust te sturen op diversiteit. Dat is namelijk niet verboden. Sterker nog, er zijn landen waar diversiteit via de wet wordt afgedwongen. Succesvolle bedrijven houden er al jaren rekening mee. Ik liep eens door een lange due diligence questionnaire van een grote Zwitserse bank en één vraag viel mij op, namelijk de vraag welk deel van het personeel een CFA-opleiding had voltooid. Ik ging ervan uit dat die score niet hoog genoeg kon zijn, maar het bleek dat een te hoge score meteen een 'red flag' opleverde. De reden was een gebrek aan diversiteit. Al die CFAs denken hetzelfde, zien elkaar in het weekeinde, de kinderen zitten bij elkaar op school et cetera en dat werd gezien als een risico, een indicatie van 'group think'. Beleggingsteams horen divers te zijn, want juist die moeten zich kunnen aanpassen aan nieuwe situaties. Net als natuurlijk een beleggingsportefeuille, waar diversificatie wel algemeen is geaccepteerd. Nu de rest nog. ■



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



ESG-focus verbetert financiële prestaties bedrijven in opkomende markten

De goede prestaties van op ESG hoog scorende aandelen in opkomende markten trekken de aandacht van veel beleggers. Wetenschappelijk onderzoek toont aan dat bedrijven met een focus op duurzaamheid financieel beter presteren. Ook wat betreft beursprestaties lijken de zogenaamde 'ESG leaders' hogere rendementen te leveren tegen vergelijkbare volatiliteit, al zijn hier nog wel de nodige kanttekeningen bij te plaatsen.

Door Harry Geels

U

Uit een grote metastudie waarin meer dan 2.000 wetenschappelijke onderzoeken werden meegenomen, bleek dat vooral bedrijven in opkomende markten wat betreft financiële prestaties baat hebben bij een focus op ESG. In Figuur 1 is te zien dat maar liefst 70,8% van de wetenschappelijke studies een positief significante relatie aantoonde tussen de ESG-score en de zogeheten Corporate Financial Performance.

Het voordeel van een focus op duurzaamheid betreft niet alleen de financiële prestaties, ook de risico's worden lager. Opkomende markten vertonen doorgaans een grotere volatiliteit dan ontwikkelde markten. Minder strenge regelgeving, snel veranderende demografische ontwikkelingen en veranderende beleidsomgevingen kunnen de onzekerheid voor beleggers in opkomende landen vergroten. Deze kwesties zullen waarschijnlijk minder gevolgen hebben voor beter en duurzamer geleide bedrijven. Zo zullen ondernemingen met strengere duurzaamheidsnormen minder snel te maken krijgen met de financiële en reputatiegevolgen van controverses of boetes. Ondernemingen met een focus op duurzaamheid nemen ook eerder preventieve maatregelen om risico's van potentieel kostbare gebeurtenissen, zoals natuurrampen of rechtszaken, te beperken. ESG-analyse kan beleggers extra inzicht verschaffen in (onder meer) de materiële risico's waarmee een onderneming wordt geconfronteerd, de kwaliteit van het management en de strategische positionering. De integratie van een ESG-analyse kan derhalve leiden tot beter geïnformeerde beleggingsbeslissingen en een potentieel hoger niveau van bescherming tegen onzekerheden bieden.

Verder bleek uit een studie van het European Centre for Corporate Engagement in samenwerking met NN Investment Partners dat naast hoge absolute ESG-ratings ook positieve relatieve veranderingen in de ratings resulteren in betere prestaties van bedrijven uit opkomende markten. De ESG-scores zijn in opkomende markten doorgaans lager en bieden daarom meer ruimte voor een positieve verandering. In de afgelopen jaren werden de verbeteringen in de wereldwijde ESG-scores meestal aangevoerd door opkomende markten. Volgens onderzoek van HSBC getiteld '10 Reasons ESG Matters' uit september 2017

vertoonden Maleisië, Taiwan en Thailand de grootste positieve veranderingen in ESG-scores tussen 2010 en 2015.

Beursprestaties

Zoals bekend is er geen een-op-een relatie tussen de financiële prestaties en de rendementen op de beurs, althans niet op de korte termijn. Maar ook voor beursprestaties lijkt er in toenemende mate bewijs voor betere resultaten van bedrijven die een hoge ESG-score hebben. Het grote probleem is echter het definiëren van een goede ESG-benchmark. Alleen al indexprovider MSCI heeft tal van verschillende benaderingen, zoals ESG Screened, ESG Universal, ESG Focus, ESG Leaders en SRI, en dan ook nog eens in verschillende varianten, bijvoorbeeld met wel of niet een bepaalde maximale indexweging per bedrijf. De MSCI EM ESG Leaders Index, die alleen de top-50% van de hoogst scorende ESG-bedrijven opneemt, bestaat het langst. Deze index liet een flinke outperformance zien vergeleken met de 'gewone' MSCI Emerging Markets Index. De voor-sprong is vooral vergroot sinds de start van de coronacrisis. Het is niet zo dat de ESG-leaders Index ook minder risico heeft. De volatiliteit (gebaseerd op het zestig-maands-rendement) is vergelijkbaar. De drawdown, ofwel procentuele teruggang, was voor de ESG Leaders Index in maart 2020 een half procentpunt groter dan voor de gewone MSCI Emerging Markets Index. Ruim veertien jaar 'live' koersdata is volgens wetenschappers overigens nog niet voldoende om significante conclusies te kunnen trekken.

Backtesting

Een andere manier om een wetenschappelijke onderbouwing te krijgen over het gebruik van ESG-scores is backtesting. Veel vermogensbeheerders geven backtestresultaten van de door hen gehanteerde ESG-benadering, die weer kan afwijken van die van de bekende datavendors als Sustainalytics en MSCI (die onderling ook weer erg verschillen). J.P. Morgan AM toont met een eigen onderzoek aan dat hun ESG-benadering outperformance levert voor de top-20% hoogst scorende bedrijven. Er is ook een flinke underperformance van het onderste kwintiel. Maar ook dit soort backtests gaat meestal niet lang terug.

Je kunt je afvragen of een backtest van een bepaalde ESG-methodiek veel nut heeft bij het inschatten van toekomstige prestaties. Consumentenvoorkeuren en regelgevings- en beleidsinitiatieven ten aanzien van milieu-, sociale en bestuurskwesties evolue-

ren zo snel, dat beleggers die op de verandering vooruitlopen naar verwachting portefeuillevoordelen zullen zien.

Er zijn echter nog drie andere wetenschappelijke kanttekeningen te plaatsen bij de backtests van ESG-methodieken.

Ten eerste kan de methodologie ondoorzichtig en subjectief zijn. Verschillende aanbieders geven vaak tegenstrijdige scores. Een bekend voorbeeld is een producent van elektrische auto's die door het ene ratingbureau hoog wordt ingeschat op zijn groene geloofsbrieven en door het andere laag op basis van de beoordeling van het bestuur van het bedrijf.

Ten tweede is de dekking van bedrijven niet altijd volledig. Deze is vooral schetsmatig voor kleinere bedrijven en in vastrentende markten. In opkomende markten kunnen taalproblemen ook een belemmering vormen voor het verzamelen van accurate gegevens.

Ten derde is het zo dat, hoe verder we teruggaan in de tijd, hoe waarschijnlijker het is dat de scoringsgegevens de huidige ESG-uitdagingen niet adequaat weergeven. De gegevens waren toen misschien nog niet beschikbaar of openbaar gemaakt. En, wat nog belangrijker is, de gegevens die werkelijk relevant zijn voor de prijsbepaling van activa zijn in de loop der tijd waarschijnlijk veranderd. Twintig jaar geleden was governance wellicht de belangrijkste niet-financiële maatstaf voor de beoordeling van de duurzaamheid van bedrijfsprestaties. Vandaag de dag komen milieukwesties steeds scherper in beeld, net als de diversiteit van het personeelsbestand. ■

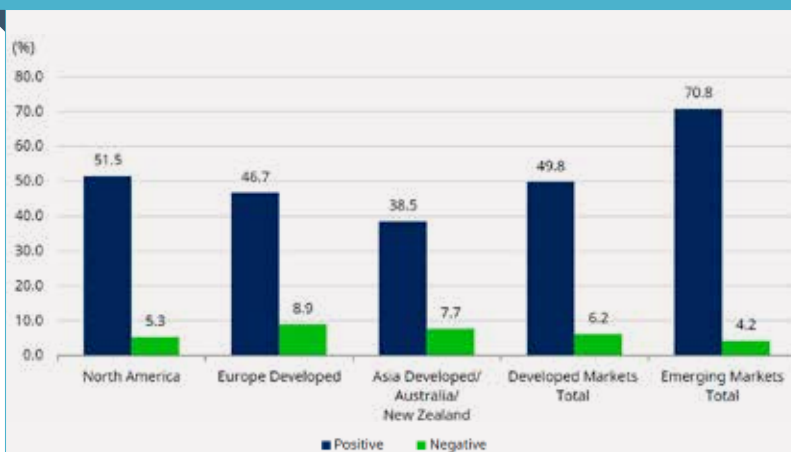
IN HET KORT

Er is meer werk nodig om onomstotelijk aan te tonen in welke mate ESG de beursprestaties in het verleden heeft beïnvloed. Maar zelfs wanneer die analyse voltooid is, zouden wij voorzichtig moeten zijn met het gebruik van historische resultaten als leidraad voor de toekomst.

Door verschuivingen in overheidsbeleid, regelgeving en consumentenvoorkeuren kunnen beleggers andere voorkeuren gaan ontwikkelen met betrekking tot allerlei bedrijven.

Bedrijven die zich richten op duurzaamheid blijken wetenschappelijk gezien financieel beter te presteren. De focus op duurzaamheid lijkt al voldoende en de precieze ESG-score van ondergeschikt belang.

FIGUUR 1 ESG-CFP*-RELATIE IN VERSCHILLENDE REGIO'S



Bron: Gunnar Friede, Timo Busch and Alexander Bassen (2015) ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 5:4, 210-233
*Corporate Financial Performance (CFP)

EMD leent zich goed voor een ‘unconstrained total return’ benadering

Institutionele beleggers hebben lange tijd een gecompliceerde relatie gehad met Emerging Market Debt, maar inmiddels beschouwen de meeste beleggers het als een must-have in een wereldwijde portefeuille. Financial Investigator sprak met Damien Buchet, Partner en CIO bij Finisterre.

Door Harry Geels

Wat maakt EMD bijzonder?

‘Naast het feit dat EMD-beleggingen nu goed zijn voor 17% van de wereldwijd uitgegeven financiële effecten, is EMD een belangrijke bron van hoge yields (momenteel ongeveer 6-7%), inkomsten en diversificatie ten opzichte van meer traditionele aandelen- en obligatiemarkten. De beleggingscategorie wordt ook volwassen, met een grotere reikwijdte wat betreft rating, diepte en liquiditeit.

Toch wordt EMD nog steeds gezien als een enigszins complexe, onvoorspelbare beleggingscategorie, gevoelig voor hoge wanbetalingspercentages, met macro- en politieke risico's, met een hoge volatiliteit en onderhevig aan ernstige liquiditeitscrises. De meest memorabele crises waren die van 1998, 2008, het Taper Tantrum van 2013 en natuurlijk de beursval na de uitbraak van COVID-19 vorig jaar. De relatief lage correlatie ten opzichte van andere beleggingscategorieën is een feit, maar die komt bijna altijd tot uiting in de bekende indices voor staatsobligaties in harde valuta, voor bedrijfsobligaties en voor obligaties in lokale valuta.

De diversificatievoordelen van EMD gaan echter veel verder dan alleen benchmarkbeleggen, gezien de grotere spreiding van het rendement onder indexcomponenten, welke de afgelopen paar jaar de norm is geworden. De voordelen van diversificatie kunnen verder worden vergroot door benchmark agnostisch te beleggen. De diversificatiemogelijkheden komen uit tal van bronnen, zoals valutabewegingen, macrogebeurtenissen, grote ratingverschillen en de uiteen-

lopende economische dynamiek in de diverse opkomende regio's in de wereld.’

Wat zijn de grootste uitdagingen bij EMD?

‘Harde valuta is de meest efficiënte markt, met de hoogste Sharpe-ratio. De meeste EMD-beleggers zijn begonnen met EMD in harde valuta. Corporates bieden tegenwoordig ook een interessante Sharpe-ratio, met lagere yields en volatiliteit. Overigens vertonen veel bedrijfsobligaties een relatief laag volatiliteitsprofiel, omdat de handel erin grotendeels wordt gedreven door ‘buy and hold’-beleggers. Als gevolg daarvan zijn EMD-bedrijfsobligaties meestal een ‘verweerde’ beleggingscategorie geworden, met minder onderzoek en structurele kapitaalinstromen. Bijgevolg zijn ze minder liquide, wat hun ‘buy and hold’-profiel versterkt.

EMD in lokale valuta is een veel moeilijkere, minder efficiënte subcategorie in termen van risico-rendementsprofiel, vanwege de relatief hoge structurele volatiliteit van opkomende valuta's. Deze categorie moet actief worden beheerd. Goede tactische calls kunnen hier veel waarde toevoegen. Door mijn contacten met veel wereldwijde beleggers heb ik de indruk gekregen dat veel van hen de afgelopen 10 tot 12 jaar vaak verkeerd hebben getimed met betrekking tot deze obligaties. Goede timing is hier belangrijk. Wij hebben laten zien dat dit mogelijk is, zeker in een gemengd mandaat. De benchmark voor lokale valuta's is geen goede indicator. Er zijn vijf landen die bijna 50% van deze index bepalen: China (10%), Indonesië, Mexico, Brazilië en Zuid-Afrika (8,5%). Wij willen niet altijd evenveel, of zelfs helemaal niet, in deze valuta's beleggen.’



Damien Buchet

Partner en CIO, Finisterre

Wat zijn de uitdagingen voor traditioneel passief beleggen in EMD?

'Als we gegevens van J.P. Morgan of EPFR vergelijken, schatten we dat ruwweg 85% van de wereldwijde beleggingen in EMD-beleggingsfondsen of institutionele mandaten nog steeds gebaseerd is op benchmarks, waarbij ongeveer 50% op de EMBIG-familie (USD EM Sovereign Credits) volgt, 20% op de CEMBI-familie (USD EM Corporate Credits) en ongeveer 30% op de GBI-EM-familie (obligaties in lokale valuta). Passief beleggen gebeurt via ETFs of indexfondsen of actieve fondsen die dicht bij de benchmark blijven, de 'index huggers'. Passieve beleggers staan soms echter bloot aan grote drawdowns en een hoge volatiliteit.

Passief beleggen gaat voorbij aan de verregaande nuances en de diversiteit van het EMD-universum. Veel indexknuffelaars met matig overwogen of onderwogen posities leveren geen significante outperformance, al was het maar vanwege de vaak forse transactie- en spreadkosten. Passieve beleggers kunnen betrokken raken bij verslechterende situaties, zoals het geval was met Argentinië, Libanon of Ecuador in 2019, of Turkije, Argentinië, Bahrein of Brazilië in 2018. Een laatste tekortkoming is dat een passieve of benchmarkbenadering vereist dat de eindbelegger de allocatiebeslissing tussen de verschillende EMD-subsegmenten zelf uitvoert, wat moeilijk kan zijn voor een niet-gespecialiseerde EMD-belegger.'

Dus u pleit voor een actieve, 'unconstrained' benadering?

'Ja. Om preciezer te zijn, wij zijn voorstander van een 'unconstrained total return'-benadering, waarbij we proberen 90% van de marktopbrengsten te realiseren met een volatiliteit en een drawdown die slechts half zo groot zijn als die van vergelijkbare benchmarks. Dit wordt bereikt door een grotere diversificatie ten aanzien van landen en sectoren, een tactische asset allocatie en soms een actieve afdekking, bijvoorbeeld door te beleggen in cash-achtige producten, door shortposities in valuta's in te nemen of door derivaten te gebruiken om ons te beschermen tegen een toename van de spread of een stijging van de US dollar of de lokale rente. Ons totaalrendementsvoorstel bestaat dus uit een combinatie van drie belangrijke 'performance drivers', namelijk inkomsten, alfabronnen en betatiming, waaraan wij cash toevoegen omdat dit in crisissituaties soms de beste tijdelijke optie is. Wij verdelen het universum in vier

subsegmenten, die representatief zijn voor die performance drivers:

- (1) kasalternatieven,
- (2) inkomstenbeleggingen,
- (3) waardegedreven activa en
- (4) momentumbeleggingen.

De inkomstenbeleggingen worden gekenmerkt door een lage volatiliteit en een hoge carry. Wij zien deze als prestatieankers in de portefeulle.

Afhankelijk van de verschillende fasen in de cyclus kunnen de allocaties naar deze segmenten verschillen. Tijdens een crisis, die vaak relatief kort duurt maar veel volatiliteit met zich meebrengt, is de strategie vooral gericht op kasalternatieven en marktdekkingen. In een marktrally overheersen inkomstenbeleggingen. Tijdens een correctie zijn wij minder actief in momentumbeleggen, maar tijdens het prille herstel krijgt dit segment weer de hoogste weging in de portefeulle. Op de lange termijn verwachten wij dat inkomsten 60% van het rendement zullen opleveren. Waarde- en momentumbeleggingen voegen elk ongeveer 20% toe. Kasalternatieven worden vooral gebruikt om het risico en de downside te beperken tijdens correcties.'

Wat is EMD-beleggen 2.0?

'Deze term is bedoeld om uit te leggen hoe wij hebben geprobeerd een nieuwe impuls te geven aan het begrip van beleggers van EMD, om de realiteit van de markttrendementen, maar ook van de werkelijke doelstellingen van veel soorten beleggers te begrijpen. Onze historische prestaties tonen aan dat een 'total return'-benadering, gericht op 90% van de 'upside' en 50% van de 'downside', binnen een gemengd mandaat de neiging heeft zijn beloften waar te maken. De sleutel ligt dan in de 'ideale' mix van cash-achtige, defensieve inkomsten, high carry-inkomsten, alpha- en momentumgedreven activa, voor de huidige fase van de marktcyclus.

Verder speelt risicobeheer een belangrijke rol. Dit gebeurt op verschillende niveaus. Op dagelijkse basis vertrouwt ons team verder op ons real-time portefeullebeheersysteem, dat ervoor zorgt dat de complianceregels en risicorichtlijnen voortdurend worden nageleefd, met inbegrip van pre-trade controles. Vervolgens vindt de risicobewaking op het tweede niveau plaats via een risicobeheerteam dat uitgebreide risicorapporten publiceert en VAR-analyses en stresstests uitvoert.' ■

Neem voor meer informatie over Finisterre graag contact op met VanRooij.Jeroen@principal.com.

Family offices klaar voor maatschappelijke en financiële uitdagingen



Drie centrale stellingen vormden het heldere raamwerk voor de paneldiscussie tijdens de onlangs gehouden Live Uitzending voor family offices die ging over de vraag ‘Hoe speel je optimaal in op beleggingskansen post-COVID-19?’ Aangevuld met enkele publieksvragen leverde dat een levendig gesprek op dat de uniciteit van family offices binnen het bredere beleggerslandschap onderschreef.

Door Baart Koster Fotografie Mark van den Brink

Dagvoorzitter Fons Lute, Investment Consultant en oprichter van Asset Ideas, opende met de stelling ‘Blijf lekker passief’. Gevraagd naar de wenselijkheid om vooral passief te blijven beleggen, antwoordde Rob van Oostveen, Director en CIO van Janivo, dat, hoewel het tegenstrijdig zou mogen klinken, hij het er ‘heel erg mee eens is’. De stelling refereerde uiteraard aan indexfondsen. ‘Daarmee’, zo benadrukte hij, ‘deel je in de winsttaart van een land of geografische regio die normaliter meegroeit met het bruto nationaal product. Zoom je echter verder in, dan zie je dat in die winsttaart voor elke Kodak wel een Apple zit. Je koopt dus zowel winnaars als verliezers, maar op de lange termijn ontwikkelt zich dat meestal positief. Bovendien beleg je automatisch al vroeg in de winnaars en groeien die door succes tot grote posities, zoals Amazon en Alphabet in de Amerikaanse index. Dus juist door passief te zijn, word je automatisch beschermd tegen disruptie. Je zit immers óók in de winnaars’, aldus Van Oostveen.

‘Kijk je daarnaast naar Amerikaanse onderzoeksstatistieken, dan zie je dat op een termijn van vijftien jaar de index 90 procent van de actieve managers verslaat. Daar komen in Nederland dan nog de gunstige belastingafspraken bij, die maken dat wanneer je als fonds een FGR (Fonds voor Gemene Rekening)-structuur hebt, je ook nog eens de brutodividenden netto binnen krijgt. Dan heb je dus een meetlat die ongelooflijk lastig te verslaan is. Wij zeggen dan ook altijd ‘spring dáár als actieve belegger maar eens overheen’. Dus wij beginnen met de index als uitgangspunt. Vervolgens kijken we of private equity, een participatiemaatschappij of een heel goed fonds een alternatief zou kunnen zijn om in portefeuille te nemen.’

Volatiliteit: geen groot issue

Lute roert de vaak aantrekkelijk bevonden eigenschap van private equity-achtige

producten aan, dat de volatiliteit daarbij vaak veel lager is dan bij indexbeleggingen. ‘Het gegeven dat je bij indexbeleggen de volle volatiliteit voor de kiezen krijgt, heeft inderdaad een sterk psychologisch effect’, constateert Van Oostveen. ‘Je ziet namelijk bij alternatieve beleggingen dat vooral de boekwaarden zich ontwikkelen en dat die ook enigszins aangepast worden aan de markt, wat soms met wat vertraging gebeurt. Private equity lijkt zich op papier dus wat langzamer te bewegen.’ Daarin beleggen werkt volgens Van Oostveen dan ook heel prettig, want het geeft veel meer rust. ‘Maar’, waarschuwt hij, ‘die rust is uiteindelijk maar schijn, want als je vorig jaar bijvoorbeeld probeerde je private equity-beleggingen te verkopen en je dus in een secundaire markt terecht kwam, dan kreeg je met flinke afslagen te maken. Dus onderliggend is private equity wel degelijk heel volatiel. Tóch geeft het inderdaad een rustiger gevoel en is het daarom prettig om ook alternatieve beleggingen in portefeuille te hebben.’

Lute trekt vervolgens de vergelijking tussen institutionele beleggers en family offices. Waar pensioenfondsen en zeker verzekeraars last hebben van volatiliteit, lijken family offices zich niet van de wijs te laten brengen door koersontwikkelingen, stelt hij. ‘Dat is inderdaad de spijker op zijn kop’, reageert Van Oostveen. Het enige risico vanuit zijn perspectief is dat een belegging stukgaat. Maar of beleggingen tussentijds hard op en neer gaan, maakt volgens hem niets uit als je belegt voor de volgende generatie, met 30 jaar beleggingshorizon. ‘Uiteindelijk moet het gewoon een goede belegging zijn met een goede return die mijn vermogen vermeerdert. Ik kom zelf uit de institutionele wereld en heb gemerkt dat hier het grote verschil zit met family offices. Zeker als families waarvoor je belegt je het vertrouwen geven en zelf ook met een hele lange horizon kijken, geeft dat veel extra mogelijkheden. Dan kun je bij >



VOORZITTER

Fons Lute

Fons Lute is onafhankelijk Investment Management Consultant bij Asset Ideas en Partner bij KKL Partners.

wijze van spreken gerust in private equity stappen, waar je vervolgens dertien jaar niet aan kunt komen.’

Een andere mindset

Edward Niehoff, CEO bij Anthos Private Wealth Management, haakt in op de bijzondere relatie die er inderdaad is met de klant. ‘Juist met familieleden is er een zeer intensieve dialoog, waardoor automatisch rust ontstaat. Je zit ook dicht bij elkaar.

De lijnen zijn heel kort.

Ook zit het langetermijndenken veel meer in het DNA van onze klanten. Maar je krijgt door die geringe afstand óók te maken met vragen en diepere zorgen. Juist omdat bij familieleden vaak een groot verantwoordelijkheidsgevoel zit voor het prudent beheren van opgebouwd vermogen.’ Doordat families bezig zijn het vermogen minimaal intact en liefst iets gegroeid naar een volgende generatie over te brengen, kunnen vermogensbeheerders voor family offices met een heel lange horizon werken. Maar ofschoon klanten niet door elk wissel van de beurs van slag raken, kan een

onderuitgaande aandelenmarkt toch voor zenuwen zorgen. Daar kunnen family offices mee te maken krijgen omdat ze vaak veel meer in aandelen beleggen dan pensioenfondsen of verzekeringsmaatschappijen, meent Van Oostveen. ‘Bij die lange beleggingshorizon werken wij vanuit onze doelstelling om familievermogens zo goed mogelijk naar de volgende generatie te brengen.’

Daarbij rekenen Van Oostveen en zijn collega's terug naar de concrete portefeuille die de grootste zekerheid biedt om dat doel te realiseren. ‘En dan krijg je te maken met vrij veel vastgoed, aandelen en private equity. Fixed income en spaargeld passen eigenlijk niet of nauwelijks in dat type portefeuille, want die categorieën zijn puur voor een reservering of een behoefte op korte termijn.’ Maar ligt het verhaal voor fixed income niet genuanceerder, wil Lute vervolgens weten. Als er een eventuele verslechtering in portefeuille plaatsvindt, dan doe je daar toch ook in mee als je passief in fixed income belegt? Van Oostveen beaamt dat. In een fixed income index

koop je immers altijd de grootste schuldenaar. ‘Dus daarin beleggen wij grotendeels actief. Ten diepste ben ik een beetje een aandelenbelegger en het heeft mij altijd verbaasd hoe moeilijk het is om de markt te verslaan. Bij fixed income lijkt dat veel makkelijker te zijn. Er is daar makkelijker outperformance te vinden, je hebt de IPO-premies en dat soort zaken. Fees verschillen passief en actief ook minder dan bij aandelen, dus wij neigen bij fixed income sterker naar actief.’

Passief, maar wél selectief

Liquide markten blijken dus redelijk efficiënt te zijn en voor langetermijnbeleggers zodoende een belangrijke rol te spelen in de beleggingsstrategie van family offices, concludeert Lute. Beleggen in die markten nodigt extra uit tot actieve keuzes en dat ligt de betrokken vermogensbeheerders ook goed. Van Oostveen waarschuwt nog wel voor de verleiding van afromen. ‘We zijn vaak goed in onze aankoopstrategie, verkopen is al iets meer een uitdaging, maar vast blijven houden aan iets wat het goed doet, is een van de lastigste dingen in ons vak. Een positieve waardeontwikkeling nodigt heel sterk uit om af te romen en te verkopen. Juist tegen die verleiding beschermt indexbeleggen je.’ Paul van Hastenberg, Partner bij Clavis, merkt tot slot nog op dat zijn beleggingsbeleid gevarieerd moet zijn, omdat hij voor een groot aantal families werkt die alle weer andere achtergronden en wensen hebben. One size doesn't fit all en zeker ondernemende klanten zijn volgens hem gewend om grip op hun zaken te houden. Die worden soms onrustig van beursgrillen en voelen zich beter thuis bij private equity. Van Hastenberg: ‘Wij neigen juist veel meer naar actief beleid en zijn daarnaast selectief passief. Dat betekent dat we actieve keuzes maken voor bijvoorbeeld individuele aandelen en bepaalde beleggingsfondsen waarvan we denken dat ze meerwaarde kunnen leveren. Zo bepalen we in welke asset classes we wel of niet actief willen zijn. We merken wel dat veel klanten het prettig vinden als we er kort op zitten en ook actief met hun vermogen bezig zijn.’

De tweede stelling luidt dat investeringen in private markten in iedere family office-portefeuille thuishoren. Van Hastenberg hintte daar al een beetje op en Lute wil weten hoe dat er in de beleggingsmix uitziet. Houdt Van Hastenberg een Barbell-portefeuille aan van passief belegde large caps met daarnaast een privaat belegde portefeuille van small- en midcaps? ‘Aan de ene kant van de Barbell-portefeuille zitten

‘Wij beginnen met de index als uitgangspunt. Vervolgens kijken we of private equity, een participatiemaatschappij of een heel goed fonds een alternatief zou kunnen zijn om in portefeuille te nemen.’

de vastrentende waarden. Daarvan zeggen we hier dat die eigenlijk niet zo interessant zijn, maar onze klanten genereren met hun private marktinvesteringen een zodanig rendement, dat zij hun liquide portefeuille doorgaans niet meer of in ieder geval minder nodig hebben om van te leven of om rendement mee te maken. Dus we zitten gemiddeld meer in aandelen, maar hebben ook klanten die behoorlijk in vastrentende waarden zitten als een tegenhanger van hun private marktinvesteringen. Want ze weten dat ze daar hun rendement toch wel maken.’

Private equity is in opkomst en venture capital geliefd

Een verrassing noemt hij de gefnuikte verwachting die hij vanuit zijn institutionele achtergrond had, namelijk dat elke family office-portefeuille private equity zou bevatten. Vanuit Van Hastenbergs achtergrond voelt dat immers dicht bij huis. Maar de praktijk bleek een heel andere, vertelt hij. ‘Tot mijn verbazing zaten ze maar heel beperkt in private equity, hoewel je de laatste tien jaar wel merkt dat private equity binnen portefeuilles van family offices sterk in opkomst is, wat nog extra wordt aangeslingerd door de lage rente. Dus ook families beginnen nu warm te lopen voor alles wat niet liquide is.’ Een andere interessante constatering is volgens hem dat klanten open staan voor innovaties en trends. En meer nog: dat ze daarin vaak zelfs afgeremd moeten worden. ‘Zou je families de vrije hand geven, dan zouden ze, ondernemend als ze vaak zijn, gerust groot in venture capital stappen. Want dat is spannend en dáár gebeurt het. Als vermogensbeheerder moet je dus wel de rem weten te vinden’, vertelt Van Hastenberg. Het resultaat van de balans die zo ontstaat, is nog altijd een aanzienlijke portefeuille-allocatie van gemiddeld 30 procent naar venture capital. Gas geven waar het kan, wat bijremmen waar dat moet, hier liquide, daar illiquide: samengevat is dat de complexe puzzel waar de gespreksdeelnemers dagelijks aan werken.

Lute vertolkt vervolgens een binnengekomen publieksvraag over asset allocatie. Is dat nog wel het juiste paradigma wanneer we praten over het beleggen door family offices? Moet je met andere woorden wel op zo’n geclassificeerde wijze naar je portefeuille kijken, of zou je gewoon naar opportuniteiten moeten kijken en die bij elkaar moeten brengen? Niehoff ziet inderdaad een trend naar meer opportunity-gedreven beleggen. Daarbij blijft de traditionele ALM wel een

basis voor het vermogensbeheer, juist omdat Niehoff een breed scala aan cliënten bedient. Maar daarbinnen gaat wel steeds meer de vraag spelen of je niet ‘pockets’ moet definiëren waarbinnen vrijer en dus meer opportunity-gedreven kan worden belegd. Van Oostveen brengt in dat het voor je risico-rendementsverhouding nog altijd beter is om in een aantal asset classes te beleggen. Wel merkt hij dat je voor family offices asset classes kunt weglaten of bepaalde portefeuille-accnten scherper kunt aanzetten. Als je die keuze motiveert, dan vindt de klant dat niet vreemd en gaat die daarin mee, is zijn ervaring.

Family offices: klaar voor de toekomst

De slotstelling heeft betrekking op de vergelijking tussen multi en single family offices en op de vraag of meer kennis tot betere beslissingen leidt. Hoewel grotere teams vaak wat meer kennis in huis hebben, kun je de vergelijking toch niet zo rechtlijnig trekken, zo blijkt uit het gesprek. Niehoff wijst op het bijzondere profiel van beleggers in zijn team. ‘Dat zijn mensen die bewust voor een niet-commerciële omgeving hebben gekozen en gek zijn van hun vak. Zij brengen naast kennis ook een sterk netwerk in.’ Veel kennis komt ook uit dat netwerk en dus van buiten de muren van het family office, wat volgens Niehoff betekent dat een groter beleggingsteam niet noodzakelijkerwijs betere beslissingen neemt. Daarnaast leveren deze beleggers wat de maatschappij vraagt, namelijk betrokkenheid op thema’s zoals duurzaamheid. ‘Dat, tezamen met de lange adem die we hebben, maakt het family office tot een ideale opzet en bij uitstek geschikt voor onder andere de grote maatschappelijke uitdagingen die voor ons liggen’, besluit Niehoff.

Tot slot volgt nog een kleine lofzang op smaller size. Zo zijn single family offices lean and mean en dus wendbaarder dan grotere beleggingseenheden. Ze kennen qua besluitvorming een kortere doorlooptijd en gaan niet gebukt onder ‘group think’. Veel seinen voor succesvol beleggingsbeleid staan wat dat betreft dus op groen. Van Hastenberg reikt tot besluit nog een nuchter inzicht aan. Uiteindelijk maakt size op zich niet veel uit, merkt hij op. Ook gaat het niet puur om wat je weet. Het gaat om wat je doet met wat je weet. Family offices die in het proces van conversie van data naar informatie naar besluit de juiste dingen doen, zitten wat hem betreft altijd goed. Hoe groot of klein ze ook zijn. ■



Paul van Hastenberg

Partner, Clavis



Rob van Oostveen

Managing Director
en CIO, Janivo



Edward Niehoff

CEO, Anthos Private
Wealth Management

De duurzame energietransitie is een belangrijke en disruptieve kracht

De duurzame energietransitie is een megatrend waar beleggers niet omheen kunnen. Beleggen in private debt vormt een belangrijke schakel om te profiteren van deze belangrijke en disruptieve kracht, zo stelt ACTIAM. Financial Investigator ging hierover in gesprek met Sebastiaan Masselink en Alexander Lubeck, beiden Senior Impact Investment Managers Energy Transition.

Door Wim Groeneveld Fotografie Mark van den Brink

Waarom is een megatrend zoals de duurzame energietransitie nu zo belangrijk voor beleggers?

Sebastiaan Masselink: 'Daar zijn drie belangrijke redenen voor. Allereerst zien beleggers en beleggingsorganisaties de enorme groeikansen op verschillende terreinen van de duurzame energietransitie. Ze willen profiteren van die economische groeitrend. Daarnaast wil een nieuwe generatie beleggers geen geld meer beschikbaar stellen aan bedrijven en industrieën met een negatieve CO₂-footprint, omdat klimaatverandering en luchtvervuiling tastbare bedreigingen zijn voor ieders welzijn. Bovendien willen regelgevers en toezichthouders in de EU en op nationaal niveau dat professionele beleggers steeds meer rapporteren over hoeveel CO₂-emissie gepaard gaat met hun beleggingen.'

Alexander Lubeck: 'Je ziet dat zonne- en windenergie hard groeien. En de verwachting is dat deze groei zelfs zal versnellen. De prijzen van hernieuwbare energie dalen steeds verder door opschaling en efficiëntievergroting. Onze overtuiging is dat er nu sprake is van een soort kantelpunt in de brede economie als gevolg van alle technieken die in de afgelopen twintig jaar zijn ontwikkeld. Zo is hernieuwbare energie een goed alternatief voor fossiele energie geworden. De groeibeweging gaat nu sneller dan verwacht. Er is sprake van een momentum op technisch gebied, maar ook wat betreft regelgeving en kapitaalbehoefte. Alle seinen staan op groen. Dit is een hele positieve

ontwikkeling, omdat er ook veel werkgelegenheid mee is gemoeid. Je bouwt met het inspelen op de duurzame energietransitie echt aan andere structuren van de economie, in eigenlijk alle sectoren.'

Hoe groot is de disruptieve kracht van de duurzame energietransitie?

Masselink: 'E-mail heeft het postverkeer verdrongen, mobiele telefonie heeft de vaste telefonie de das om gedaan en smartphones hebben onze totale levens omgegooid. Nieuwe technologieën, ook die welke gericht zijn op de energietransitie, worden sneller, efficiënter en steeds goedkoper. Daardoor winnen ze aan marktaandeel en zijn ze zelfs in staat bestaande technologieën uit de markt te drukken. Zonne-energie plus opslag is in grote delen van de wereld al goedkoper dan alleen al de distributie van elektriciteit van een kolencentrale of een kerncentrale. Elektrische auto's worden snel beter en goedkoper dan wagens die op benzine of diesel rijden. LED-verlichting groeide in enkele jaren van een marktaandeel van 10% naar 90%. Hetzelfde gaan we binnenkort zien bij bio-based materialen zoals biologisch afbreekbare plastics, bij duurzame bouwmaterialen, bij plantaardige proteïnen en voedingsstoffen, bij technologische toepassingen voor zelfrijdende auto's en bij plakbare zonnecellen op ruiten. Kortom, de disruptieve kracht is breed en erg groot.'

CV

Sebastiaan Masselink

Sebastiaan Masselink is Senior Impact Investment Manager Energy Transition bij ACTIAM. Voordat hij in 2017 bij ACTIAM kwam, was hij strategisch adviseur bij verschillende duurzame technologiebedrijven en vanaf 2011 Manager van de Global Cleantech-activiteiten van Kempen & Co.



Welke impact kun je met het beleggen in de duurzame energietransitie realiseren?

Masselink: 'Dat hangt sterk af van de asset class. Op het gebied van private debt financieren wij bedrijven die gestart zijn als duurzame ondernemingen, opgericht zijn om 100% duurzaam en ultra low carbon te zijn en in staat zijn op te schalen. Alleen doen we dat in een flink latere fase dan venture capital. Voor ons is een belangrijk criterium dat bewezen is dat er genoeg klanten zijn en dat er met de technologie een uitbreidings-slag kan worden gemaakt. Met meer liquide beursgenoteerde aandelen of green bonds kun je weliswaar veel grotere bedragen investeren in de energietransitie, maar is het moeilijker om beleggingsmogelijkheden te vinden die echt 100% duurzaam of ultra low carbon zijn. Vaak betreft het namelijk grote bedrijven met veel nevenactiviteiten die soms minder duurzaam zijn. In enkele gevallen wordt het ook minder nauw genomen met duurzaamheidscriteria en is er zelfs sprake van regelrechte greenwashing. Naar onze mening is de beste combinatie van hoge duurzaamheids-impact en goede risico-rendementsverhoudingen in het middensegment van de markt te vinden, in de vorm van private debt en private equity.'

Lubeck: 'Een ander aspect van impact is dat in het middensegment de behoefte aan groeikapitaal groot is, juist omdat die bedrijven in een tussenfase zitten. Je kunt een heel interessant risico-rendementsprofiel verwachten als je heel goed je huiswerk doet en kritisch kijkt naar de ondernemingen en de financierbaarheid van de activiteiten. Het faciliteren van kapitaal voor bedrijven die goed bezig zijn, is op grond van deze definitie van impact ook een impactbijdrage. En als je het hebt over de duurzame ontwikkelingsdoelen (de SDGs), dan is het duurzame energievoorziening (SDG 7) waar je met het inspelen op de duurzame energietransitie in voorziet. Het is goed voor de verbetering van het klimaat en de luchtkwaliteit. Je zou er zelfs de biodiversiteit onder kunnen scharen, hoewel dat niet een direct effect is. Tegelijkertijd draag je enorm bij aan de werkgelegenheid. Als je in staat bent nieuwe technologieën dichterbij huis te ontwikkelen, zorg je ook voor een betere kwaliteit van banen en innovaties. En dat is ook weer een belangrijk ontwikkelingsdoel.'

Impactbeleggen staat de laatste jaren meer en meer in de belangstelling, maar toch is de allocatie nog

relatief gering. Hoe komt dat en hoe kan dit worden gestimuleerd?

Masselink: 'Het kost institutionele beleggers tijd om strategische allocaties aan te passen, om zodoende de hele beleggingsstrategie meer impactvol te laten zijn. Vaak is een gedeeltelijke verlegging van strategische beleggingscategorieën nodig, bijvoorbeeld van beursgenoteerde bedrijven naar private bedrijven en van traditionele waarden naar nieuwere waarden. Daar komt nog bij dat de wereldwijde economie wordt gedomineerd door multinationale, gevestigde bedrijven waar innovatieve, schonere toepassingen nog niet massaal hun intrede hebben gedaan. Denk aan traditionele olie- en gasbedrijven, mijnbouwbedrijven en zware industrie. Maar we staan op een keerpunt. De mogelijkheden voor impactbeleggingen en voor CO₂-reductie nemen toe. Wij zien die mogelijkheden op dit moment voorlopig met name in private markten en minder in beursgenoteerde liquide markten.'

Welke rol is er weggelegd voor private debt als het gaat om de duurzame energietransitie?

Masselink: 'Bij private debt is er over het algemeen sprake van een grotere impact als het gaat om het verminderen van de uitstoot van CO₂, omdat de meeste bedrijven vanaf het begin zeer duurzaam neergezet zijn, met strikte ESG-doelstellingen. De bedrijven zijn vaak opgestart om de CO₂-emissie te reduceren tot een absoluut minimum. Beursgenoteerde bedrijven, die aandelen of (green) bonds uitgeven, hebben veelal ook minder duurzame activiteiten onder hun vleugels.'

Lubeck: 'Je hebt ook een grote mate van invloed. Als je in private debt belegt, zit je een stap dichterbij de bedrijven die ertoe doen. Daar heb je bijna een directe relatie mee. Je kunt bedrijven gemakkelijker aanspreken op hun gedrag. Wij zitten als het ware met de directie aan tafel om een transactie te bespreken, terwijl je als investeerder in een beursgenoteerde onderneming meestal alleen tijdens een roadshow mag aanschuiven.'



CV

Alexander Lubeck

Alexander Lubeck is Senior Impact Investment Manager Energy Transition bij ACTIAM. Eerder was hij er Senior Investment Manager Impact Investing en Senior Portfoliomanager Fixed Income Structured Credit. Voordat hij in 2003 bij ACTIAM kwam, werkte Lubeck onder meer bij NIB Capital Asset Management, Philips Pensioenfondsen en Aegon Asset Management.

In welke segmenten valt het meeste rendement te halen?

Masselink: 'Private debt heeft niet alleen als voordeel

ten opzichte van listed bonds en credits dat er sprake is van een sterkere CO₂-impact, maar ook dat de yields hoger zijn. Als je deze asset class daarnaast vergelijkt met venture debt, is private debt ook minder risicovol. Theoretisch gezien valt het hoogste rendement te halen in venture capital, maar daar kunnen de verliezen ook navenant zijn. De laagste risico's zitten in de meer volwassen en beursgenoteerde liquide markten, maar daar zijn de yields vaak relatief een stuk lager. Private debt is weliswaar over het brede front minder liquide, maar dat gaat wel samen met een gemiddelde premie van zo'n 550 basispunten boven staatspapier. Verwachte verliezen zijn gemiddeld maximaal 50 basispunten.'

Op wat voor manier kunnen family offices en pensioenfondsen inspelen op de duurzame energietransitie?

Masselink: 'Bepaal eerst je risico-rendementsprofiel en of een strategische allocatie naar de duurzame energietransitie echt gewenst is. Kijk naar het hele spectrum. Wat past beter? Venture capital, private middle markets of listed mass markets? Zoek je het liever in equity of juist in debt? Na dit bepaald te hebben, moeten family offices en andere asset owners zich afvragen wie de beleggingsmogelijkheden gaat identificeren, alsmede waar en hoe ze dat doen. Ze moeten weten waar de winnaars in de markt zitten, ook de winnaars van de toekomst. Tenzij asset owners eigen specialisten aan boord hebben, is het verstandig in een mandaat of fonds van een specialistisch team te stappen, zeker naarmate de illiquiditeit en verwachte rendementen toenemen. Die experts moeten toegang hebben tot kwalitatief gezonde investeringen. Bovenal is het belangrijk dat die gespecialiseerd kunnen bepalen of bedrijven echt groen bezig zijn. De duurzame energietransitie moet echt in het DNA van bedrijven zitten. Bedrijven moeten zo hoog mogelijk scoren op ESG.'

Hoe zouden asset owners zich moeten positioneren?

Masselink: 'Het is denkbaar dat je begint met een strategische allocatie die niet eens zo groot is, maar die wel een hele grote impact kan hebben en zo een positieve bijdrage

kan leveren die voor de huidige stand van de economie voldoende is. Stel dat alle institutionele portfolies 5% zouden alloceren naar deze strategieën. Dat is een enorme hoeveelheid geld. Een structurele allocatie kan dus relatief laag zijn, maar kan wel veel impact hebben in je beleggingsportefeuille. Ik denk dat je daarmee als langetermijnbelegger kunt laten zien dat je oog hebt voor duurzaamheid en de duurzame energietransitie, dat je ook echt zo'n positie wilt hebben en dat je er positief aan bijdraagt. Zo geef je invulling aan de mogelijkheden die er zijn.'

Welke tips hebben jullie voor family offices, pensioenfondsen en andere asset owners die willen beleggen in de duurzame energietransitie?

Masselink: 'Voor 100% impact moeten beleggers kijken naar private markten. Daar slaag je sneller dan bij beursgenoteerde ondernemingen. Daar is ook de aantrekkelijkste groei vindbaar. Beleggers kunnen op de private markten kiezen voor private equity en private debt. Het voordeel van private debt is de aanzienlijk grotere marge dan bij staatsobligaties. Je weet waar je aan toe bent wat betreft yields. De verwachte verliezen zijn laag en de onderliggende assetwaarden zijn stabiel en sterk. Door de financiering wordt een impactvol bedrijf ook daadwerkelijk snel vooruitgeholpen qua groei. Waar beleggers wel op moeten letten, is dat de duurzame energietransitie een specialistisch marktveld is. Het is verstandig een specialist te selecteren die de hele breedte en diepte van de markt kent. Timing van de markt is ook belangrijk. Er komen nieuwe ontwikkelingen. Om daar op in te spelen, moet je echt in zee gaan met ervaren portefeuillemanagers die in de markt staan.'

Lubeck: 'Neem de duurzame energietransitie serieus. Er staan echt grote veranderingen op stapel. De energietransitie wordt daarbij de dragende kracht. Dat heeft ook voor de andere beleggingscategorieën consequenties. Er zijn veel kansen in de private markten, maar denk goed na waar en hoeveel risico je loopt in je portefeuille. De trend naar een duurzame energietransitie is meer dan een regelgevend iets. Het is een draai naar een nieuwe economie. Zo groot is het.' ■

Regelt Nederland zichzelf tot stilstand?

Regels sorteren niet altijd het beoogde effect en aanpassingen leiden nooit tot minder, maar eerder tot meer regels. Wordt het nu erger met het ‘regeloerwoud’ en kunnen we er wat aan doen?

Elke gemeenschap heeft regels en de voor het ontwerpen daarvan vereiste kennis nodig. En dan nóg hebben regels vaak onbedoelde neveneffecten. De oorzaken daarvan en de antwoorden op de vraag hoe we daarmee moeten omgaan, zijn divers. Dat ligt aan zaken als een gebrek aan deskundigheid bij het ontwerpen, onvoldoende diepgaande analyse van de vraag waarom een regel niet werkt, de belanghebbenden bij de bestaande regelstructuur, de uitvoeringscultuur en dergelijke. De gevolgen van de steeds verstikkender ‘regelbouwwerken’ voor de Nederlandse samenleving zijn niet gering. Ter illustratie enkele voorbeelden uit niet-financiële maar evenzeer sterk gereguleerde sectoren als het onderwijs en de gezondheidszorg.

Al sedert de invoering van de Mammoetwet in 1968 wordt er door het ministerie van Onderwijs gesleuteld aan de onderwijsstructuur. Eén gevolg hiervan is in ieder geval dat leerkrachten nu zo’n 30% van hun tijd kwijt zijn aan administratieve taken. Externe deskundigen vragen zich af of er bij de voortdurende stortvloed aan nieuwe regels in het onderwijs wel goed is geanalyseerd waarom bepaalde structuren niet werkten. Zo is allang bekend dat het slagingspercentage als belangrijk criterium voor de financiering van scholen in ieder geval niet voor gelijke kansen zorgt. Waarom wordt die structuur niet aangepakt in plaats van te experimenteren met allerlei nieuwe ‘jasjes’ die nog steeds de lessituatie voor docenten en leerlingen niet verbeteren?

Met de coronapandemie is de gezondheidszorg meer in het nieuws. Wij, het publiek, nemen nu kennis van zaken die in de farmaceutische sector allang bekend zijn. De afdronk is dat er veel geld wordt verspild

door een gebrek aan kennis, belangenverstrengeling en de lobby van de farmaceutische sector die de regelgeving sterk beïnvloedt. Volgens ingewijden zit er in de top van VWS, het ministerie dat verantwoordelijk is voor onder andere de gezondheidszorg, geen enkele ambtenaar met een medische achtergrond. Dit maakt VWS vatbaarder voor de lobby van de farma-sector. Tijdens de Mexicaanse griep zijn er dure uitglijders gemaakt bij de aanschaf van medicijnen en ook tijdens de coronapandemie klinken er weer geluiden uit medische kringen over een gebrek aan kennis bij de top van VWS.

In de financiële sector, een van onze meest gereguleerde sectoren, zijn de voorbeelden van onbedoelde regelimpact alom aanwezig. Zo zijn we al vele jaren bezig om ons belastingstelsel te vereenvoudigen en zijn bijvoorbeeld de toezichthouders sterk gegroeid in bemensing. Dit én de wens om meer controle te hebben, hebben geleid tot een explosie van regelgeving en toezicht. Het heeft niet gezorgd voor minder debacles in de sector, maar wel voor een sterke toename van de kosten van het toezicht op de bedrijven. Met als gevolg dat nieuwe, kleinere bedrijven en ook bestaande middelgrote bedrijven die kosten niet of nauwelijks meer kunnen dragen. Dit is niet goed voor de innovatiekracht van de sector, maar wel voor de grote financiële bedrijven.

Waarom is ons regelbouwwerk nu een groter wordend issue? Niet alleen omdat de kosten van regelgeving de pan uit rijzen, maar vooral omdat we in een maatschappij leven die versneld verandert. Een steeds rigider wordend bouwwerk aan regels en een ‘procescultuur’ leidt tot verstarring, wat niet wenselijk is in een tijd dat ‘agility’ van groter belang wordt. Om alle hiervoor genoemde redenen lijkt het lastig om ons bestaande regelbouwwerk effectiever te maken om zijn doel, een beter werkende samenleving, te bereiken. Hoogste tijd voor de politiek om ‘creative destruction’ op de regelbouwwerken los te laten. ■



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

We moeten waken voor wildgroei in fintech

Fintechbedrijven zijn een rage. Om de haverklap gaat een nieuwe start-up naar de beurs. Maar het is van belang om het kaf van het koren te scheiden. Slimme groei, daar komt het op aan. Dat zegt Anjali Bastianpillai, Senior Client Portfolio Manager binnen het Thematics Team van de Zwitserse vermogensbeheerder Pictet Asset Management.

Door Joost van Mierlo

Anjali Bastianpillai richt zich op de onderwerpen Digital, Security en Robotics en is daarmee een van de specialisten op het gebied van fintech. Ze werkt nauw samen met de beheerders van de diverse themafondsen van Pictet rond deze strategieën.

De fintechsector heeft een hoge vlucht genomen in de afgelopen jaren. Talloze nieuwe bedrijven hebben technologie ontwikkeld waarmee ze zich op bepaalde onderdelen van de financiële sector hebben gericht die voor traditionele banken minder aantrekkelijk zijn, of waar ze, vanwege verouderde computersystemen, minder op zijn berekend.

Fintechbedrijven hebben een snelle groei doorgemaakt, maar het blijft, zo benadrukt Bastianpillai, een relatief kleine groep binnen de hele financiële sector. 'Ze krijgen nu veel aandacht, maar het gaat nog altijd om niet meer dan 15% van de totale omzet in de sector. Het is goed om dat in het achterhoofd te houden.' Met al het geld dat nu richting fintechbedrijven stroomt, is het belangrijk te waken voor wildgroei.

Er zijn momenten dat Bastianpillai het gevoel heeft dat het begin 2000 is. Toen groeiden de bomen tot in de hemel voor internetbedrijven. De bubbel stortte daarna in. Het is volgens haar daarom cruciaal op zoek te gaan naar die fintech-ondernemingen die in staat zijn om hun investeringen in winstgevende groei om te zetten. Dat lukt lang niet bij alle zo hippe fintechbedrijven.

Hoe komt het dat de aandacht voor fintech zo'n hoge vlucht heeft genomen?

'Het fenomeen is nieuw, maar natuurlijk niet helemaal nieuw. Veel fintechbedrijven bestaan al een jaar of tien. Ze zijn veelal ontstaan na de kredietcrisis. Banken moesten schoon schip maken, kregen te maken met veel meer toezicht en hadden bovendien last van verouderde computersystemen. Dat zorgde ervoor dat tal van start-ups nieuwe technologie gingen omarmen om diensten te leveren die voor traditionele banken minder aantrekkelijk waren. Je ziet dat vooral rond betalingssystemen en rond robo advisor-achtige vormen van vermogensbeheer. De pandemie heeft daarbij geholpen. Jongeren, en dan vooral millennials, waren al eerder overgeschakeld op de talloze beschikbare digitale betalingssystemen. Maar met het uitgaansverbod en de sluiting van winkels is ook de belangrijke groep van vijftigplussers

overstag gegaan. De rol van contant geld is dramatisch gereduceerd in de financiële wereld. Alles is feitelijk digitaal. Iedereen is er nu vertrouwd mee.’

Maar aan de pandemie komt een eind met alle vaccinaties. Komen de oude vertrouwde betalingssystemen daardoor niet gewoon terug?

‘Er zal wel iets van terugkeren, maar de geest is uit de fles en die krijg je er ook niet meer in. Mensen zijn vertrouwd geraakt met nieuwe digitale betalingssystemen. Het werkt snel en efficiënt. Het gaat er bij de acceptatie van nieuwe technologie om dat zowel vragers als aanbieders de ontwikkelingen accepteren. Dat is een ontwikkeling die al jaren aan de gang was en nu in een stroomversnelling terecht is gekomen. Het tempo van verandering zal afzakken, maar de trend blijft doorgaan.’

Waardoor laten traditionele banken de komst van deze nieuwe concurrenten toe?

‘Voor een deel gaat het om dienstverlening die door banken vaak gratis werd aangeboden aan klanten. Er waren natuurlijk wel kosten aan verbonden, maar die verdienden banken op andere manieren terug. Ik denk bijvoorbeeld aan betalingsverkeer. Bankieren vinden het helemaal niet zo erg dat dit door anderen wordt overgenomen. Zo kunnen zij zich meer gaan richten op lucratievere onderdelen als zakenbankieren of private banking. Dat zijn activiteiten waarbij technologie en dus ook fintech een veel minder belangrijke rol speelt. Het zorgt er natuurlijk wel voor dat het banklandschap radicaal verandert. Het traditionele bankfiliaal waar geld werd opgehaald en waar leningen werden afgesloten, verdwijnt geleidelijk aan uit het landschap.’

En de traditionele beleggingsadviseur verandert in een ‘influencer’ op YouTube?

‘Ja, wat dat betreft zie je interessante ontwikkelingen. De handel in aandelen was traditioneel een aantrekkelijke inkomstenbron voor banken. Nu bijna twintig jaar geleden zag je dat er bedrijven als Freetrade opkwamen die de handel in aandelen veel goedkoper aanboden. Sindsdien zijn er tal van ontwikkelingen geweest die ervoor hebben gezorgd dat de marges in de aandelenhandel kleiner zijn geworden. Maar wat je recent zag, is dat er schokken op de beurs plaatsvonden door activiteiten via Robinhood, Reddit en Clubhouse. De



CV

Anjali Bastianpillai

Anjali Bastianpillai werkt sinds 2016 bij Pictet Asset Management en is als Senior Product Specialist in het team Thematische Beleggingen verantwoordelijk voor de strategieën Robotics, Security en Digital. Eerder werkte ze bij Tide Pool Capital, Vitol Services Limited, The Carlyle Group en Standard & Poor's. Bastianpillai begon haar carrière als Financieel Analyst bij Capital Markets Assurance Corporation (inmiddels MBIA Inc). Bastianpillai heeft een BSc in Business Administration behaald aan de Universiteit van Georgetown.

combinatie van Robinhood en Reddit zorgde recent voor grote volatiliteit op markten. Dat creëert onrust. Het is de grote vraag hoe daarop wordt gereageerd.’

Is het niet wachten op het eerste grote schandaal rondom fintechbedrijven?

‘Een deel van de huiver bestaat rond bitcoin en andere digitale valuta's. Maar fintech is natuurlijk veel breder dan dat. Wij beleggen zelf niet direct in bitcoin, maar merken wel dat er steeds meer bedrijven gebruik van maken. En de technologie achter bitcoin, de blockchain, is waarschijnlijk het meest waardevolle onderdeel. Die wordt op talloze andere manieren gebruikt. Het is ook niet terecht om te denken dat fintechbedrijven in een ongereguleerde omgeving opereren. Als er leningen worden verstrekt, gaat dit nog altijd via gereguleerde banken. De bedrijven die zich bezighouden met beleggingen, moeten aan tal van regels voldoen. Dat is niet anders dan bij traditionele banken.

Ik denk dat we ons meer zorgen moeten maken over criminaliteit via internet, ofwel cyber attacks. Ook fraude, zoals in het geval van Wirecard, is een bron van aanhoudende zorg. De integriteit van het systeem is cruciaal voor ieder online platform. Ik denk dat de gevaren daarvan worden onderschat en niet voldoende zijn terug te vinden in de waarderingen.’

Maar de regelgeving loopt altijd achter bij bestaande ontwikkelingen. Wat betekenen de nieuwe regels die in China gelden en die de beursgang van Ant Group tegenhielden?

‘Nieuwe regelgeving is zonder twijfel een van de meest relevante vraagstukken in de fintechsector. De ontwikkelingen in China zijn niet los te zien van vergelijkbare druk op de grote Amerikaanse technologiebedrijven als Google, Facebook en Amazon. Het gaat allemaal om de omvang van deze bedrijven en om de greep die ze hebben gekregen op consumenten.

Het grote verschil in China is dat het land in zekere zin voorloopt. Bedrijven als Tencent en Alibaba stellen zogenoemde super-apps ter beschikking die gebruikt worden voor chatting, gaming en ook financiële transacties. Het is allemaal onderdeel van hetzelfde ecosysteem. De Chinese overheid is duidelijk aan het kijken hoe het de ontwikkelingen in de hand kan houden. Dat is niet nieuw. Enkele jaren geleden werd hard ingegrepen toen de kredietverlening via talloze apps ineens omhoog schoot. Ik denk dat nu sprake is van een vergelijkbare ontwikkeling. Er wordt gekeken in hoeverre het mogelijk is de super-apps in te tomen. Dat wordt met belangstelling gevolgd door de Amerikaanse ondernemingen. Daar zijn ze minder ver met de ontwikkeling van super-apps. Maar het is wel iets waar bedrijven als Google, Apple en Amazon naartoe willen gaan.’

Zal de druk om ze op te knippen nog heftiger worden?

‘Misschien wel, maar het opknippen van bedrijven gebeurt niet heel vaak op grote schaal. Het is niet iets wat van de ene dag op de andere dag gebeurt. Het is een proces van jaren. In de Amerikaanse geschiedenis waren er in de afgelopen eeuw twee van dergelijke voorbeelden, rond Standard Oil en rond AT&T. Dat waren monopolies, waar nu geen sprake van is. Maar het blijft een onderwerp dat onze aandacht heeft. Het is ook iets waar we voortdurend met de betrokken ondernemingen over praten.

Voor aandeelhouders is de discussie over het opknippen van deze ondernemingen misschien best interessant. Het is vrijwel zeker dat onderdelen, zoals Instagram van Facebook en YouTube van Google, als zelfstandige eenheden een veelvoud waard zijn van hun huidige waardering. Dat kan dus best interessant zijn.’

Wat ziet u naast de regelgeving als de belangrijkste uitdagingen voor fintechbedrijven?

‘Er worden nu massale bedragen geïnvesteerd door ondernemingen, voor een deel omdat er geld in overvloed beschikbaar blijkt te zijn. Het gaat erom dat bedrijven kunnen bewijzen dat die investeringen kunnen worden omgezet in winstgevend groei. Dat ontbreekt in veel gevallen. We noemen dat smart growth. We zijn op zoek naar ondernemingen die beschikken over technologie die vrij eenvoudig op te schalen is, terwijl tegelijkertijd geldt dat deze niet eenvoudig te kopiëren is. Goedkoop, schaalbaar, unieke technologie, dat zijn de drie kernbegrippen waar we bedrijven op beoordelen.

Winstgevendheid is daarbij een belangrijke factor. Je ziet veel bedrijven die veel geld uitgeven aan het binnenhalen van nieuwe klanten, zonder dat dit tot een aanwijsbare verbetering van de winstgevendheid leidt. Het is alsof sommige mensen niet geleerd hebben van de ervaringen met internetbedrijven voordat de internetbubbel uiteenspatte. We zijn op zoek naar ondernemingen die zich niet teveel in de schulden steken. Het gaat niet om het signaleren van een trend die over vijf jaar eventueel tot omzetgroei kan leiden. Het gaat om de omzet per gebruiker. Dat is lastig genoeg in een omgeving waarin de marges kleiner worden. Het gaat om het vinden van een groeiend aantal actieve gebruikers die ervoor zorgen dat er winst gemaakt kan worden. Dat is iets dat ik niet genoeg kan benadrukken. De winstgevendheid is cruciaal.’

Waar moet de winst vandaan komen?

‘Voor veel Amerikaanse bedrijven zal de groei in landen als China en India moeten worden gezocht. Dat zorgt voor problemen. Neem Netflix, weliswaar geen fintech-onderneming, maar typerend voor het probleem. Het aantal abonnementen stijgt niet meer in de Verenigde Staten. Dat kan voor een deel worden opgelost door de prijzen te verhogen. De echte groei moet uit andere landen komen, maar in landen als India en China kunnen absoluut niet dezelfde prijzen worden berekend als in de VS. Dat zal ten koste gaan van de groei. Bedrijven als Tencent en Alibaba richten zich voornamelijk voor het grootste deel op China zelf. En de rek is er daar nog niet uit. Dat maakt het in feite eenvoudiger voor die bedrijven. We blijven bijvoorbeeld Alibaba daarom aantrekkelijk vinden.’ ■

‘Mensen zijn vertrouwd geraakt met nieuwe digitale betalings-systemen.’

IN HET KORT

Nieuwe regelgeving is een van de meest relevante onderwerpen voor fintech.

De opkomst van fintech is niet alleen negatief voor traditionele banken.

Fraude en cyberaanvallen kunnen het vertrouwen in online platforms schaden.

Pandemie voorbode van politiek pandemonium?

In het verleden gingen epidemieën hand in hand met grote sociale onrust. Zal de nasleep van de coronacrisis dit beeld bevestigen?

Inmiddels worstelt het Westen ruim een jaar met de coronacrisis. Alle aandacht voor de aanpak van de gezondheids crisis ontnemt gedeeltelijk het zicht op de geopolitieke ontwikkelingen die eveneens een grote impact kunnen hebben op de verwachte economische groei en de vooruitzichten voor de financiële markten. Overigens herbergt de coronabestrijding zelf natuurlijk ook de nodige geopolitieke componenten. Denk daarbij aan de zeer actieve wijze waarop Rusland het eigen Spojnik-vaccin promoot en andere vaccins zwart probeert te maken, of aan de vaccin-onmin tussen het VK en de EU.

Onderzoek van het IMF naar het verband tussen pandemieën en politieke instabiliteit gedurende de afgelopen twee decennia, biedt weinig aanleiding tot een gerust gemoed. De geschiedenis laat zien dat opstanden gemeengoed zijn in de nasleep van een epidemie. Die instabiliteit ontstond in het verleden doordat een pandemie een vicieuze cirkel van lagere economische groei, toenemende ongelijkheid, wanhoop en sociale onrust teweegbracht. Bij de onderzochte cases werd het veertien maanden na een pandemie onrustig en werd het kookpunt bereikt vierentwintig maanden na de gezondheids crisis.

Dat belooft weinig goeds voor de politieke stabiliteit in de komende paar jaar. Zeker ook omdat vrijheid en democratie al zo'n vijftien jaar in een wereldwijde recessie verkeren en opstanden en dergelijke al sinds 2009 in een opwaartse trend zitten. Dat jaartal is geen toeval. Toen vond immers de grote financiële crisis plaats. Sindsdien is de economische ongelijkheid verder toegenomen. Door de pandemie is het economische groeipad van veel economieën lager komen te liggen en is de kloof tussen arm en rijk

nog groter geworden, onder andere doordat de hardst getroffen mensen al tot de groepen behoren die vaak het kwetsbaarst zijn, zoals werknemers met tijdelijke of nulurencontracten in de horeca. Tegelijkertijd hebben het al jarenlang extreem ruime monetaire beleid en het fiscale beleid, dat beleggen beduidend minder belast dan inkomen uit loon, er onder meer voor gezorgd dat mensen met flinke beleggingsportefeuilles enorm geprofiteerd hebben van de recordhoogtes die de aandelenkoersen tijdens de coronacrisis hebben bereikt.

De negatieve invloed van de pandemie op de gelijkheid zal nog jaren aanhouden als de geschiedenis zich herhaalt. In elk geval hebben we de afgelopen jaren op menig continent al de nodige onrust gezien: van protesten in Frankrijk en andere Europese landen tot Hong Kong en India in Azië, en van de VS, Chili, Venezuela en Brazilië op het Amerikaanse continent tot Iran en Irak in het Midden-Oosten. Politici (en beleggers) kunnen hun borst dus nat maken voor wat nog kan komen.

Vooralsnog is het meest waarschijnlijke scenario dat de VS voorop blijft lopen in het economisch herstel en dat Europa enkele kwartalen achterloopt. De Amerikanen blijven massaal fiscaal en monetair stimuleren, hebben de vaccinatie grotendeels goed op orde en huisvesten de twee bedrijven met de vooralsnog meest succesvolle vaccins. Veel opkomende landen zullen verder achterop raken, omdat zij veelal groot ingezet hebben op AstraZeneca en Johnson & Johnson, het Westen verreweg de meeste vaccins heeft opgekocht én omdat in menige opkomende markt grote scepsis heerst over de vaccins (ook om historische redenen).

De coronacrisis heeft dus alles in zich om de ongelijkheid binnen en tussen landen te vergroten, resulterend in toenemende binnenlandse en internationale politieke spanningen. ■



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



Diversificatie heeft haar nut bewezen tijdens de COVID-19-crisis



De COVID-19-pandemie bracht een schok teweeg op de financiële markten, al bleek het op beleggingsniveau een kortstondige rimpeling in het water. Hoe hebben CIO's deze tijd ervaren? Hebben ze voor een structurele koerswending moeten kiezen en voor een andere invulling van hun beleggingsportefeuilles? En hoe kijken ze naar de ontwikkeling van de rente en de inflatie? Vijf CIO's delen hun ervaringen en visies.

Door Wim Groeneveld Fotografie Cor Salverius

Wat waren de effecten van de COVID-19-pandemie op jullie werkwijze in het afgelopen jaar? Waren eerdere ervaringen een steun in de rug?

Karin Merkus: 'Ik ben heel snel in gesprek gegaan met andere experts om mijn gedachten te kunnen vormen, want ik kon niet terugvallen op eerdere ervaringen met een crisis als deze. Het is overigens wel goed gegaan. Als belegger weet je dat dit soort dingen kan gebeuren, maar met de uitbraak van de COVID-19-pandemie vroeg iedereen zich wel af wat het effect hiervan op de economie zou kunnen zijn. De oorzaak lag hier namelijk niet in de financiële economie, maar in een gezondheidsissue. In het begin werden de gevolgen van COVID-19 over het algemeen verkeerd ingeschat. De gedachte was: we zetten de economie even zes weken op slot. Maar dat pakte anders uit.'

Bob Homan: 'Elke crisis is weer anders. Andere crises waren echter abstracter van aard. Ze speelden zich af in de beleggerswereld en niet in de echte wereld. De COVID-19-pandemie heeft ondernemers, consumenten en werknemers meer geraakt. De manier van werken en het nemen van beleggingsbeslissingen zijn bovendien sterk veranderd. De reactie bij ons was hetzelfde als bij andere crises, namelijk: niet in paniek raken.'

Jack Jonk: 'Wat me opvalt, is dat het thuiswerken heel goed gaat en dat de technologische infrastructuur er goed op is ingesteld. De processen en procedures om zaken te borgen, werken ook goed, zo hebben we gemerkt. Logisch, want thuiswerken gebeurde al, alleen in andere mate. Maar thuiswerken op zo'n grote schaal is wel nieuw. We zagen ons genoodzaakt de nodige aandacht aan het welzijn van collega's te besteden. Het langdurig thuiswerken doet echt iets met mensen. Het gebrek aan live interactie hakt erin. Daarom hebben we speciale programma's opgezet om collega's gemotiveerd te houden en de bedrijfsvoering op peil te houden.'

Wouter Weijand: 'Het welzijnsaspect is na een jaar anders dan aan het begin van de crisis. Bij het startpunt van een crisis is het ontzettend belangrijk om te schakelen en intensief te overleggen gedurende markt-

volatiliteit. Je moet een inschatting maken of de crisis tijdelijk is of langdurig wordt. Tijdens deze crisis heeft het tamelijk prettig uitpakken qua werken. We konden snel overleggen hoe we zaken gingen aanpakken. En wat ik zelf heb opgestoken van het afgelopen jaar, is dat het enorm belangrijk is om in deze omstandigheden liquide instrumenten te hebben om snel te kunnen schakelen.'

Jack Julicher: 'Mij deed het begin van de COVID-19-pandemie erg denken aan de kredietcrisis, toen zich ook zulke koersuitlagen voordeden. Wat we toen hebben geleerd, was het belang van goede communicatie te onderkennen, om zodoende de onrust te beperken. Natuurlijk houden we bij onze strategische asset allocatie rekening met allerlei scenario's. We brachten vorig jaar de feiten in kaart, met name geënt op scenario's van het CPB en het IMF. We keken weliswaar naar wat de worst case-scenario's waren, maar zagen ook heel snel kansen. Je zag dat de spreads enorm uitliepen en dat bood weer mogelijkheden waar je op in kon spelen.'

Is het besluitvormingsproces met betrekking tot beleggen veranderd doordat er meer op afstand wordt gewerkt?

Homan: 'Het besluitvormingsproces vond en vind ik nog steeds lastig. Bij ons denken veel mensen mee. Normaal gesproken zitten we in een kamer en dan hoor ik wat iedereen zegt en zie ik hoe fanatiek mensen standpunten innemen. Op basis daarvan neem ik dan een beslissing. Dat vind ik met een videocall veel moeilijker. Je moet expliciet vragen wie ergens voor is en wie ergens tegen. Zo wordt het een soort beslissing die tot stand komt door een meerderheid van stemmen. Dat is bij asset allocatie volgens mij nooit een goed concept. Anderzijds is voor operationele beslissingen de gang van zaken eigenlijk verbeterd. Juist door het werken op afstand, met een goede verbinding via videobellen, kan er sneller worden besloten tot een en ander. Maar goed, ik kijk uit naar een hybride vorm waarin ik mensen ook weer live zie.'

Jonk: 'Ik denk dat in de basis de processen niet zijn veranderd. Maar waar eerst op papier veel moest worden vastgelegd, is >

Voorzitter:

Paul van Gent

Deelnemers:

Bob Homan, ING Investment Office

Jack Jonk, Blue Sky Group

Jack Julicher, a.s.r. vermogensbeheer

Karin Merkus, Rabobank Pensioenfondsen

Wouter Weijand, Providence Capital



VOORZITTER

Paul van Gent

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



Bob
Homan

Bob Homan is sinds 2008 Hoofd van het ING Investment Office. In deze functie is hij eindverantwoordelijk voor het beleggingsbeleid van ING. Onder zijn hoede worden visies en analyses gemaakt, worden de ING beleggingsfondsen beheerd, wordt vermogensbeheer gedaan en wordt communicatie over beleggen verzorgd.



Jack
Jonk

Jack Jonk is sinds 2017 Directeur Vermogensbeheer bij Blue Sky Group. Hij begon zijn carrière in 1991 bij Achmea Global Investors en werkte hierna bij UBS en Delta Lloyd Asset Management. Jonk heeft Bedrijfseconomie gestudeerd aan de Hogeschool voor Economische Studies en heeft een VBA-opleiding afgerond.



Jack
Julicher

Jack Julicher is Chief Investment Officer en Directievoorzitter van a.s.r. Voordat hij in 2003 zijn huidige functie ging vervullen, was hij achtereenvolgens werkzaam bij het Ministerie van Financiën, de Nationale Investeringsbank, Stad Rotterdam Verzekeringen en ASR Bank. Julicher studeerde Macro-Economie en Finance aan Tilburg University en het IMF Institute. Hij is voorzitter van de Commissie (Duurzaam) Financien en Beleggen van het Verbond van Verzekeraars.



Karin
Merkus

Karin Merkus is sinds 2020 CIO bij Rabobank Pensioenfondsen. Eerder was zij Bestuurder en Voorzitter van de beleggingscommissie van PMT en bestuurder en beleggingscommissielid bij Pf. Wonen. Merkus begon haar loopbaan als vermogensbeheerder bij Van Lanschot Bankiers en werkte hierna onder meer bij PGGM, Watson Wyatt, een aantal jaar als zelfstandig ondernemer en bij Sprenkels & Verschuren. Zij is van huis uit Algemeen Econoom.



Wouter
Weijland

Wouter Weijland studeerde Algemene Economie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en leerde het beleggingsvak bij Pierson Capital Management. Daarna werd hij Strateeg en Portfolio Manager bij ABN AMRO Asset Management. Van 1996-2000 was hij Head of Euro Fixed Income, van 2000-2005 Global Head of Property en van 2003-2015 leidde hij het wereldwijde Dividend Aandelen Team, dat via Fortis overging naar BNP Paribas. Sinds 2016 is Weijland CIO van Providence Capital, een multi-family office in Bussum.

dat nu gedigitaliseerd, ook qua autorisaties. Nu gaat alles met docusign. De grote zwarte map, die ik een paar keer per week op mijn bureau kreeg om stukken te ondertekenen, is verleden tijd.'

Hoe gingen jullie als CIO om met de communicatie? Hoe werden de stakeholders op de hoogte gehouden?

Merkus: 'We hebben in het begin besloten om twee crisisteam te vormen: een financieel crisisteam en een niet-financieel crisisteam. Het niet-financiële crisisteam bekijkt hoe de operaties doorgang vinden en hoe het staat met onze uitbestedingspartijen. Het financiële crisisteam kijkt naar de markten en de economie. De communicatie valt onder het niet-financiële crisisteam. We hebben in het begin elke week een e-mail gestuurd met een update over wat we aan het doen zijn en hoe we

aankijken tegen de ontwikkelingen van de financiële markten en de economie. Die ging naar al onze stakeholders: de Rabobank zelf, de deelnemers, het verantwoordingsorgaan en het bestuur. Eerst gebeurde dat elke week, daarna hebben we het verstoren afgeschaald naar één keer in de twee weken en later naar één keer in de maand. We merkten dat dit goed werkte en goed werd ontvangen. Met de getroffen maatregelen en werkwijzen waren we in control om weloverwogen besluiten te nemen en konden we pensioenen blijven uitkeren en beschermen.'

Weijland: 'Ik ben meer nieuwsbrieven gaan schrijven. Normaal is dat één keer in de maand, maar in maart verschenen er wel drie en in de maanden daarna ben ik geleidelijk weer teruggegaan naar het oude volume. Die nieuwsbrieven waren cruciaal om uit te leggen wat je doet, waarom je wat

meer risico neemt en welke veranderingen je in de portefeuille doorvoert. Dat wilden de klanten weten, maar ook de niet-beleggende collega's die direct met cliënten contact hadden. Online meetings met cliënten zijn in de plaats gekomen van fysieke meetings. Daar moesten ze eerst erg aan wennen, maar het blijkt een enorme verbetering voor ze te zijn, omdat ze meer tijd hebben gekregen om vragen te stellen en minder hoeven te reizen. Maar waar dat niet voor werkt, is voor nieuwe klanten. Die wil je in de ogen kunnen kijken en fysiek kunnen ontmoeten.'

Homan: 'We hebben onze beleggingsadviseurs, die door het hele land heen vanuit onze kantoren het contact onderhouden met onze retailklanten, getracht beter te informeren en te vertellen hoe we tegen zaken aankeken. Daarbij deden we ze ook wat tools en gesprekstechnieken aan de hand om te voorkomen dat klanten in paniek zouden raken en op het dieptepunt hun beleggingen van de hand zouden doen. Daarnaast gaven we de adviseurs toegang tot onze morning meetings en hebben we webinars opgezet voor onze klanten. Dat was een schot in de roos. De belangstelling voor onze visies op de economie en de markten bleek enorm.'

China is relatief goed door de COVID-19-pandemie heen gekomen. In hoeverre kunnen we de conclusie trekken dat China en Azië versneld het zwaartepunt zullen worden van de wereldeconomie?

Julicher: 'De pandemie heeft dit versterkt, maar de trend was al zichtbaar. Ik denk dat China en Azië belangrijker worden en dat de VS langzaam maar zeker als belangrijkste economie wordt verdrongen. Maar je ziet ook dat in China de economie onder invloed van de bevolkingssamenstelling en het consumentengedrag behoorlijk verandert.'

Vergeet daarnaast India en de opkomende ASEAN-landen niet. De economische veerkracht en crisisbestendigheid van het eurogebied is beduidend minder dan die van Azië en ook de VS. Weliswaar heb je in de eurozone een gemeenschappelijk monetair beleid, maar er is geen politieke eenheid. Dat speelt Europa parten. De duidelijke

koers op economisch gebied werkt echt in het voordeel van Aziatische landen.'

Weijand: 'Het economisch zwaartepunt was al aan het verschuiven naar het Oosten. Een overlegeconomie en -cultuur zoals in Europa helpt niet om een gezondheids-crisis te bedwingen. Een centraal geleid autoritair systeem werkt beter voor het nemen van beslissingen tijdens een crisis, zo blijkt maar weer.'

Homan: 'Ik denk dat de COVID-19-pandemie een aantal ontwikkelingen heeft versneld en daartoe behoort ook de verdere opkomst van China. Tegelijkertijd denk ik ook dat China zich meer heeft afgezonderd van de rest van de wereld. Het land kiest bewuster voor een gespannen verhouding met andere landen en vaart zijn eigen koers als het gaat om zijn bedrijfsleven. Kijk maar hoe de regering beperkingen oplegt aan Alibaba en Tencent. We hebben China daarom dit jaar voor het eerst als aparte asset class in de asset allocatie opgenomen, los van de andere opkomende markten.'

Hoe lieten jullie je als CIO inspireren in je beeldvorming rondom de economische effecten van de crisis?

Merkus: 'We hebben in de eerste weken onze eigen ideeën gevormd en zijn daarna breder gaan kijken. Na een aantal weken kwam het IMF uiteindelijk met ramingen. Ik heb ook mijn oor te luisteren gelegd bij economen en overleg gehad met andere CIO's.'

Julicher: 'Bij ons lag de focus op het gedrag van centrale banken. We probeerden te begrijpen hoe zij in de wedstrijd zaten, niet alleen wat betreft het inzetten van hun instrumentarium, maar ook over hoe er gedacht werd over rente en inflatie.'

Jonk: 'De discussie ging er al snel over of het een U-vormig of een W-vormig economisch herstel zou worden, en als het een U-vormig herstel zou zijn, hoe lang de dip dan zou duren. Er waren tamelijk >

'China heeft zich meer afgezonderd van de rest van de wereld. Het land kiest bewuster voor een gespannen verhouding met andere landen en vaart zijn eigen koers als het gaat om zijn bedrijfsleven.'



verschillende visies van economen. Maar tijdens die discussie voltrok zich een V-vormig herstel op de aandelenbeurzen, iets wat we in onze analyses hadden meegenomen. Wat je tijdens veel crises namelijk ziet, is dat er binnen niet al te lange tijd herstel optreedt. En dat ging nu wel heel snel. Voor ons was het ook niet zo zinvol om iets te voorspellen over de brede economische beweging. Veel belangrijker was of de onderliggende uitgangspunten die ons beleid hebben bepaald, veranderd waren. Natuurlijk zijn prognoses over de economische groei van invloed, maar je ziet ook binnen de economie verschuivingen die van belang kunnen zijn voor de asset allocatie.

‘De maatschappelijke ongelijkheid, zichtbaar in bijvoorbeeld de kloof tussen hoog- en laagopgeleiden, is aangewakkerd door de pandemie.’

Weijand: ‘Volgens ons was er eigenlijk sprake van een medisch probleem. We hebben niet gefocust op de opnames in ziekenhuizen of op de IC’s, maar keken naar het aantal besmettingen. Wanneer het aantal besmettingen in groei zou afnemen, dan zou er op medisch gebied licht aan het eind van de tunnel zijn. Maar ook de economische en monetaire steun was essentieel. Toen die twee dingen samenvielen, kwam voor ons het sein op groen te staan om op die fors gedaalde niveaus bedrijfsobligaties en aandelen bij te kopen.’

Heeft de COVID-19-pandemie op de lange termijn gevolgen voor de economie en de financiële markten?

Homan: ‘Wat je economen heel vaak ziet doen na een dip, is zeggen dat we nooit meer naar het oude niveau terugkeren. Het nieuwe niveau zou dan opeens structureel zijn. Volgens mij heeft geen enkele crisis effect op het groeipad op de lange termijn. We hadden een groeipad dat voor de meeste economieën vrij laag was. Nu heb je een dip gehad en er zal na de COVID-19-crisis een opleving komen, maar die zal van weinig invloed zijn op de situatie op de lange termijn. In 2023 of 2024 keren we weer terug op het normale pad, zo verwacht ik. Wat je wel kunt zeggen, is dat COVID-19 de langetermijnverwachtingen

voor zowel aandelen als obligaties iets heeft getemperd.'

Julicher: 'Als gevolg van de lage rentes bestaat het gevaar dat er zeepbellen bij bepaalde asset classes zijn ontstaan, maar dat je niet weet waar. Het risico dat on-evenwichtigheden tot een uitbarsting komen, is wel degelijk aanwezig. Centrale banken en overheden moeten echt oppassen met het onbeperkt stimuleren van economieën.'

Weijand: 'Het komische is dat iedereen denkt dat het gratis geld is, maar dat is het niet. We moeten wennen aan het volgende taboe: belasting verhogen is onvermijdelijk. Mensen kregen er in alle westerse landen geld bij. Macro-economisch bekeken spaarden mensen zich suf. Ik denk dat overheden het geld straks gaan terughalen. Dat wordt een spannende ontwikkeling.'

Julicher: De maatschappelijke ongelijkheid, zichtbaar in bijvoorbeeld de kloof tussen hoog- en laagopgeleiden, is aangewakkerd door de pandemie. Daarnaast constateer ik dat bedrijven erg bezig zijn de bedrijfsketen veilig stellen. Dat kan op de lange termijn niet goed zijn, want dit gaat ten koste van de globalisering van de economie en leidt daardoor tot minder efficiëntie. Positief is wel dat de digitalisering een enorme boost heeft gekregen.'

Merkus: 'Ik zie die toegenomen ongelijkheid ook, maar wat goed is, is dat die nu zichtbaarder is geworden. Vanuit verschillende hoeken is er meer oog voor. Ook vanuit de ECB wordt gekeken naar de verschillende effecten van het beleid.'

Hoe zien jullie de centrale banken omgaan met het geleidelijk doorprikken van bubbels en het beteugelen van inflatie en inflatieangst? Is er een spanningsveld?

Weijand: 'We weten dat de Amerikaanse regering en de Federal Reserve een andere doelstelling hebben dan hier in Europa. De Amerikanen willen inclusive growth bereiken. Er wordt alles op alles gezet om de werkgelegenheid, ook voor minderheden, weer helemaal op peil te krijgen. En als dat betekent dat de inflatie oploopt naar 2 à

'Diversificatie is altijd van groot belang, maar je moet er niet te ver in gaan. Ik ben in de afgelopen jaren druk bezig geweest om overdiversificatie tegen te gaan.'

3%, dan wordt dat geaccepteerd. Het vervelende is dat je inflatie niet zo snel weer terugduwt als die eenmaal is ontstaan.'

Julicher: 'Op de korte en middellange termijn maak ik mij nog niet zoveel zorgen over de inflatie in Europa. Dat heeft ook te maken met de relatieve sterkte van de euro. Bovendien heeft de vergrijzing nog steeds een deflatoire impact. Je zult zien dat er een inflatiegolfje ontstaat als de economie ineens heel sterk herstelt. Het is een heel ander beeld dan in de VS, waar de stimulering met zulk grof geweld samengaat dat daar best wel inflatoire tendensen kunnen optreden. Maar bij inflatie moet je vooral kijken naar de lange termijn. Zijn beleidsmakers, overheden en centrale banken in staat om heel langzaam naar normale verhoudingen terug te keren als het gaat om overheidstekorten en monetaire financiering? Als dat niet evenwichtig gebeurt, kunnen zaken ontsporen, ofwel via asset inflatie met zeepbellen, ofwel op andere manieren.'

Homan: 'Volgens veel economen komt er op korte termijn inflatie, maar die zal tijdelijk zijn en op lange termijn hebben ze het over een beetje inflatie. Waar ik toch een beetje bang voor ben, is dat die inflatie op de korte termijn toch echt fors zal zijn. Ik sluit ook niet uit dat die inflatie op de korte termijn en de lange termijn wat meer naar elkaar toe zullen groeien. Dat is wel iets om beducht voor te zijn. Inflatie is toch iets wat in de hoofden van mensen leeft en mensen gaan zich daarnaar gedragen.' >

‘Volgens mij heeft geen enkele crisis effect op het groeipad op de lange termijn.’



Biedt actief management op dit moment meer potentieel dan vóór de COVID-19-pandemie?

Merkus: 'Wat is actief en wat is passief? Wij voeren niet per definitie een actief beleid om outperformance te genereren. Toch noem ik ons beleid wel actief, omdat wij heel erg kijken naar de economische ontwikkelingen en de economische verwachtingen. Daarbij worden ook de inflatie en de rente in de gaten gehouden. Waarom zou je tijdens een crisis wel geloven dat je in efficiënte markten een outperformance kunt behalen, terwijl je dat anders niet doet? Waarom kies je dan door COVID-19 meer voor actief beheer? Volgens mij is het belangrijker om naar de effecten op de middellange termijn en de lange termijn van een crisis als deze te kijken.'

Jonk: 'Ik vind dat heel moeilijk in zijn algemeenheid te beantwoorden als je het hele spectrum aan assetcategorieën in ogenschouw neemt. We werken met een raamwerk voor onze klanten dat, mede afhankelijk van hun investment beliefs, aangeeft waar je per assetcategorie op uitkomt, oftewel of het beste voor actief of passief kan worden gekozen. Ik beschouw dispersie in de markten als een belangrijke variabele, dus in hoeverre rendementen van elkaar afwijken. In dit soort periodes zie je een veel grotere dispersie. Dat wil niet zeggen dat je slagingskans groter is, maar je 'set of opportunities' is in de basis groter omdat de verschillen groter zijn.'

Heeft de COVID-19-pandemie een impuls gegeven aan duurzaam beleggen?

Homan: 'Duurzaamheid was al een trend en lijkt in het COVID-19-tijdperk in een versnelling te zijn geraakt. Of het nou veel met elkaar te maken heeft gehad, weet ik niet. Ik denk dat duurzaam beleggen vooral door de regelgeving die toch al op stapel stond een flinke push heeft gekregen. Daarnaast hebben Angelsaksische asset managers duurzaamheid in elk geval marketingtechnisch omarmd, waardoor een groot deel van de moneyflow die kant op is gegaan. Daarbovenop werden als gevolg van de COVID-19-crisis de rentes omlaag gedrukt. Duurzame beleggingen hebben toch vaak een lange duration. Pas in de toekomst zullen winsten worden gerealiseerd. De pandemie is een perfect

storm gebleken voor duurzaamheid en duurzame beleggingen, waarbij ik wel vind dat in sommige buckets wat overwaardering is ontstaan.'

Jonk: 'Ik merk dat er sprake is van een intrinsieke beweging richting duurzaam beleggen. Dat is het geval bij beleggingsorganisaties en zeker ook bij onze klanten. Ik denk dat de correlatie met de COVID-19-crisis niet causaal is. Deze beweging valt toevallig samen met de pandemie.'

Heeft diversificatie geholpen om betere beleggingsresultaten te behalen in de recente periode?

Julicher: Diversificatie is natuurlijk essentieel gebleken. Dat is ook waar onze beleggingsportefeuilles voor de lange termijn op gebouwd zijn. Je moet rekening houden met componenten zoals kredietrisico en liquiditeitsrisico. Dat geldt ook wat betreft complexiteitsrisico, omdat er een tendens is naar wat meer complexe structuren. Directe leningen verstrekken betekent ook dat documentatie, convenanten en zekerheden belangrijker worden. En dan is er nog het risico op een oplopende inflatie. Je moet, afhankelijk van je risicobereidheid, al deze elementen afdekken in je beleggingsportefeuille.'

Jonk: 'Diversificatie is altijd van groot belang en heeft ook nu haar nut bewezen. Maar je moet er niet te ver in gaan. Ik ben in de afgelopen jaren druk bezig geweest om overdiversificatie tegen te gaan. Onder het mom van diversificatie zie je ook veel versnippering in portefeuilles optreden. Het is goed om altijd de balans te blijven zoeken tussen die twee.'

Zijn er nog dingen die jullie sterker aan de beleggingsportefeuilles zijn gaan toevoegen, bijvoorbeeld om een mogelijk oplopende inflatie af te dekken?

Merkus: 'Ik denk dat pensioenfondsen met het oog op het nieuwe pensioenstelsel wel >

'We moeten wennen aan het volgende taboe. Belasting verhogen is onvermijdelijk.'

meer gaan doen op het gebied van inflatie-afdekking. Inflatie-gerelateerde asset classes, zoals commodities en infrastructuur, hebben al vrij lang een rol in de beleggingsportefeuilles van verschillende pensioenfondsen. Er wordt heel erg gelet op wat de risicobronnen zijn en die proberen pensioenfondsen evenwichtig te verdeelen over de portefeuilles. Afdekken van inflatierisico speelt momenteel bij pensioenfondsen een minder grote rol, al zien pensioenfondsen wel een wat licht inflatoire druk. Maar er zijn ook drukkende effecten op de inflatie, zoals de huidige staat van de arbeidsmarkt.

Weijand: 'Denk je dat die nieuwe inflatievrees en de nieuwe wetgeving voor pensioenfondsen zal leiden tot het 'unwinden' van de hele lange renteswaps?'

Merkus: 'Die verwachting is er in het algemeen wel bij pensioenfondsen. Ik denk dat in het nieuwe pensioenstelsel het renterisico nog steeds aanwezig is. Het wordt afhankelijk van verschillende leeftijdscohorten. Je gaat kijken naar het risicoprofiel per cohort. Het ligt voor de hand om meer te gaan hedgen voor oudere cohorten.'

Jonk: 'Ik verwacht dat in het nieuwe pensioenstelsel een aantal beklemmende regels voor pensioenfondsen zullen verdwijnen. Er zal meer ruimte komen voor sommige asset classes dan nu het geval is, bijvoorbeeld voor infrastructuur.'

Julicher: 'Wat ik zie, is de hele lage rente en de search naar yield. Wij maken niet zozeer tactische bewegingen op de korte termijn. Wat we wel doen, is in toenemende mate in minder liquide assets beleggen. Denk aan kredieten aan middelgrote bedrijven. Maar ook geven we de meer gestructureerde asset backed categorieën en woninghypotheek meer plek in de portefeuilles. Los nog van beleggen in assets die meer inflatiebestendig zijn, dus real assets.'

Weijand: 'We zijn ook duidelijk meer gaan uitbreiden richting private debt en ook voor het inflatiestukje richting infrastructuur. Dat zijn ook private assets. Die zijn relatief hoog renderend, maar zorgen niet voor veel groei aan sich. Maar met de huidige rentedroogte moet je toch wat doen, liefst met enige inflatiebescherming. Actief wil ook zeggen dat je het illiquide stuk kunt opzoeken. Dat kan niet iedereen, het

heeft ook te maken met de omvang van de operatie. We hebben geen honderdduizend retailklanten, dus we kunnen dat gemakkelijker doen, al is het uitrollen best wel een klus. Je weet niet wanneer de rentes weer enigszins genormaliseerd zullen zijn. Dat kan best even duren.'

Houdt de COVID-19-pandemie de kapitaalmarktrente langer op een laag pad dan voor de pandemie-uitbraak werd verondersteld?

Julicher: 'Een gamechanger is dat er ongekende overheidstekorten zijn en dat er op de crisis is gereageerd met ongekende monetaire maatregelen. In de eurozone zag je het tekort oplopen naar 8,8% van het bbp en je zag dat er voor een vergelijkbaar bedrag aan assets opgekocht werd. De vraag is wat er op de lange termijn gaat gebeuren. De weg naar het normale is onontkoombaar. De situatie van dusdanig lage rentes is niet normaal. Je zult een patroon gaan zien van oplopende rentes, hoewel die wel laag zullen blijven.'

Jonk: 'Daar sluit ik me bij aan. De weg naar het normale is een balanceer-act. Na de kredietcrisis werden de wereldwijde schulden langzaam wat afgebouwd. Dat is door de COVID-19-crisis in feite onderbroken. Het is weer helemaal de andere kant opgegaan. Het roer zal uiteindelijk weer om moeten. Mijn ervaring met centrale banken is dat ze over het algemeen op de rem kunnen trappen zonder onaangename schokeffecten.'

Homan: 'We zullen wel wat hogere rentes dan nu zien. Het tempo van het opkopen van obligaties door centrale banken moet na dit jaar echt fors omlaag. Op een gegeven moment moet het ophouden. En dan zou je mogen verwachten dat de rentes wat stijgen.'

Weijand: 'Op de lange termijn is het gewoonweg niet houdbaar. Ik denk dat centrale banken wel slim genoeg zullen zijn om het rustig aan te doen, al hebben de Amerikanen andere doelstellingen dan de Europeanen. Inflatie wordt in Amerika nu gewenst. Dat is heel lang niet zo geweest. De fiscale kranen staan ook wereldwijd open. Dat is geen ideale situatie en wellicht ook niet meer nodig. En met zoveel overspannen huizenmarkten willen veel centrale bankiers die ultra lage rente ook niet meer.' ■

IN HET KORT

De COVID-19-pandemie is een crisis gebleken waar CIO's adequaat genoeg voor toegerust waren. De communicatie werd opgevoerd om meer contact te hebben en te houden met de stakeholders.

Diversificatie toonde haar waarde in de beleggingsportefeuilles. En ook waren er kansen waar de CIO's op in konden spelen.

De COVID-19-pandemie heeft de verdere opkomst van China en van andere Aziatische landen versterkt.

Het zicht op de ontwikkeling van de rente blijft mistig. Er wordt rekening gehouden met een opwaartse druk als gevolg van mogelijke inflatie en een neerwaartse druk door vergrijzing en de verdere langzame economische groei.



Asset allocatie onder het Nieuwe Pensioen- contract

Het Nieuwe Pensioencontract (NPC) zal de nodige consequenties hebben voor het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Financial Investigator vroeg vier experts naar hun mening over de verwachte ruimere mogelijkheden voor hun asset allocatie.

Door Wim Groeneveld

De pensioensector moet wendbaarder worden onder het NPC, ook op het gebied van asset allocatie. Een gedachte daarachter is dat de mogelijkheden daartoe momenteel tekortschieten en dat met name de jongere generaties worden gedupeerd. Jack Jonk, CIO van Blue Sky Group, denkt echter dat de asset allocatie in het huidige stelsel niet tot grote tekortkomingen leidt voor verschillende generaties, althans als ervan uit wordt gegaan dat de asset allocatie van de portefeuille als geheel passend is voor de deelnemerspopulatie. Hij vindt dat portefeuilles nu te offensief zijn voor de oudere generaties en te defensief voor de jongere generaties. Het effect is echter beperkt, omdat door de verplichte buffers en wachtregels van het FTK zowel goede als slechte rendementen met een enorme vertraging in de aanspraken van de deelnemers terecht komen. 'Een belangrijk voordeel van het nieuwe stelsel is dat de voorkeuren van deelnemers expliciet worden opgevraagd en dat daarmee een portefeuille kan worden samengesteld die past bij het collectief en die leidt tot een passende toerekening aan de verschillende generaties.'

De impact op leeftijdscohorten

De grote vraag is of onder het NPC de assetmix per leeftijdscohort fors gaat verschillen. 'De toerekening van de rendementen van de assetmix zal naar verwachting wel gaan verschillen tussen de leeftijdscohorten, waarbij de jongere generaties gezien hun langere horizon en het benodigde rendement naar verwachting meer overrendement zullen krijgen en dus risicovoller zullen beleggen dan oudere generaties,' aldus Jonk. Hij geeft aan dat de renteafdekking van groter belang wordt als je dichterbij de pensioendatum komt, omdat die bijdraagt aan de stabiliteit van de pensioenuitkering die dan in zicht is. 'Dus ook daar zal verschil gaan optreden. Uiteraard is hier niet iets eenduidigs over te zeggen, want de risico-uitvraag bij deelnemers zal grote invloed hebben.' Maar het kan ook best zo uitpakken dat binnen een bepaalde populatie jongere generaties, om welke reden dan ook, defensiever zijn dan oudere generaties. 'Daarom is het van groot belang dat de juiste vragen worden gesteld en de antwoorden betrouwbaar en bruikbaar zijn.' Jonk spreekt >

van een nog grotendeels onontgonnen gebied waar hard aan wordt gewerkt.

Loranne van Lieshout, Senior Investment and Risk Consultant bij Ortec Finance, verwacht niet dat de assetmix op grote schaal zal wijzigen onder het NPC, maar wellicht wel in specifieke situaties. Allereerst noemt zij pensioenfondsen die eigenlijk hun risicoprofiel nu al hadden willen verhogen, maar hiertoe worden belemmerd door VEV-restricties. Daarnaast ziet Van Lieshout een belangrijke mogelijke verandering voor hele jonge pensioenfondsen. 'Deze pensioenfondsen hebben in het huidige stelsel vanwege de hoge duration van de verplichtingen te maken met een volatiele dekkingsgraad en een hoog VEV. Om die reden beleggen ze vaak minder in aandelen dan zou passen bij de leeftijdsopbouw. In het nieuwe pensioencontract is het renterisico voor jongeren juist laag, wat de mogelijkheid biedt voor meer risico in de assetmix.'

Zij ziet ook veranderingen komen in de assetmix van hele oude pensioenfondsen met een relatief hoog risicoprofiel. 'Om op dezelfde assetmix uit te komen als die ze nu hanteren, zouden deze pensioenfondsen een life cycle moeten kiezen waarbij voor jongeren - via leverage - meer dan 100% in aandelen wordt belegd. Dat komt dus neer op het loslaten van de zogenaamde leenrestrictie.' Hoewel theoretisch optimaal, verwacht Van Lieshout dat veel pensioenfondsen vanwege de uitlegbaarheid niet meer dan 100% in aandelen willen beleggen. Het gevolg is dat deze pensioenfondsen juist minder risicovol gaan beleggen onder het NPC, zo is haar conclusie.

Jonk denkt dat het opheffen van de VEV-restricties geen verschillen in de asset mix per leeftijdscohort in de hand gaat werken. Het zal zijns inziens wel kunnen leiden tot hogere weggingen in beleggingscategorieën die wat betreft risico, rendement en diversificatie goed passen in de portefeuille van pensioenfondsen, maar in het huidige stelsel bovenmatig worden geraakt door VEV-restricties. 'Een voorbeeld hiervan is een asset class zoals infrastructuur. Maar een grote impact van het opheffen van deze restricties op de assetmix per leeftijdscohort zie ik dus niet.'

Meer ruimte voor illiquide beleggingen

Het nu geldende FTK wordt door veel pensioenfondsen als beknellend ervaren als het gaat om de allocatie naar illiquide



Rik Albrecht

Professioneel Bestuurder, Voorzitter beleggingscommissie en Toezichthouder, diverse pensioenfondsen



Jack Jonk

CIO, Blue Sky Group



Loranne van Lieshout

Senior Investment and Risk Consultant, Ortec Finance



Anton Wouters

Head of Solutions & Client Advisory, Multi Asset, Quantitative & Solutions Investment Group, BNP Paribas Asset Management

beleggingen. Maar er lijkt onder het NPC meer ruimte te komen voor illiquiditeit. 'Onder het huidige FTK zijn de VEV-eisen voor illiquide beleggingen inderdaad relatief zwaar', reageert Van Lieshout. Zij illustreert dit aan de hand van hoe het er nu in de praktijk aan toe gaat. 'De voorgescreven waardedaling voor beursgenoteerde aandelen is in het standaardmodel 30%, maar voor niet-beursgenoteerde aandelen is dat 40%. Binnen vastrentende waarden worden beleggingen zonder rating - wat relatief vaak het geval is bij illiquide beleggingen - ingedeeld in de laagste ratingklasse, ook als het kredietrisico in feite veel lager is. Onder het NPC is er geen VEV, waardoor een belangrijke horde is weggenomen voor illiquide beleggingen.'

Er zijn echter nog andere redenen waardoor pensioenfondsen onder het NPC niet massaal hun allocatie naar illiquide beleggingen zullen verhogen, denkt Van Lieshout. 'De complexiteit, de hoge kosten en het gebrek aan transparantie zijn voor veel pensioenfondsen redenen om niet te veel in illiquide beleggingen te investeren.' Ook de waardering vormt een issue, zo stelt zij. 'Deze komt vaak met vertraging beschikbaar en is met onzekerheid omgeven. Dat is onhandig in een contract waarin persoonlijke pensioenpotten bestaan en correcties achteraf niet eenvoudig zijn.' Verder benadrukt Van Lieshout dat een zekere mate van liquiditeit juist gewenst is, omdat de assetmix meebeweegt met het leeftijdsprofiel van de deelnemers. Zij denkt echter dat dit aspect wel op te lossen is met door-dachte constructies in de beleggingsuitvoering.

Volgens professioneel Pensioenfondsbestuurder Rik Albrecht zijn illiquide beleggingen interessant voor pensioenfondsen, omdat pensioenfondsen zich richten op langetermijnbeleggingen waarvoor illiquiditeit geen bezwaar hoeft te zijn. 'Daarnaast passen illiquide beleggingen goed bij het collectieve karakter van pensioenfondsen en zijn de rendementen van beleggingen zoals vastgoed en infrastructuur inflatiegerelateerd. Bovendien zorgt de innige band tussen belegger en zijn illiquide belegging ervoor dat de belegger meer invloed op en inzicht in het ESG-gehalte van de belegging heeft.' En dat laatste past goed in het duurzaamheidsstreven van pensioenfondsen.

Valkuilen om op te letten

Volgens Albrecht verandert het NPC niets

aan de aantrekkelijkheid van illiquide beleggingen voor pensioenfondsen. ‘Wat wel verandert, is dat de rem op illiquide beleggingen deels wordt losgelaten. Er is geen sprake meer van buffervereisten in het vereiste eigen vermogen.’ Maar Albrecht wijst ook op valkuilen als er wordt gekozen voor een ruimere allocatie naar illiquide beleggingen. ‘Pensioenfondsen lopen het risico dat ze niet voldoen aan de kwalificatie van prudent person. Illiquide en andere innovatieve beleggingen vergen een verhoogde mate van risicobeheer, meer dan bij een passief fonds gericht op wereldwijde aandelen het geval is. Niet snappen, is niet doen. Je moet voldoende kennis hebben om risico’s in te kunnen schatten en adequaat te kunnen beheersen. De prudent person regel blijft onder het NPC gewoon een open norm voor zorgvuldig beheer van een collectief vermogen.’

Een andere valkuil waar pensioenfondsen in zouden kunnen trappen, is de verdeling van rendementen door de tijd heen. Albrecht: ‘Rendement van beleggingen waarvan eerst verliezen te verwachten zijn en later pas winsten, worden via het overrendement verdeeld. Er moet goed worden gekeken of dat goed gaat. Het mag niet zo zijn dat een cohort eerst de negatieve rendementen krijgt en later niet de vruchten kan plukken.’

Albrecht raadt aan illiquide beleggingen sowieso te vermijden bij het contract op basis van de Wet verbeterde premieregeling (WVP+), waarbij deelnemers zelf kunnen kiezen. ‘Primair omdat deelnemers niet moeten beleggen in wat ze niet snappen. Veel deelnemers snappen al nauwelijks het verschil tussen aandelen en obligaties. Secundair omdat het collectieve karakter van het pensioenfonds ontbreekt.’

Anton Wouters, Head of Solutions & Client Advisory bij BNP Paribas Asset Management, staat op het standpunt dat er feitelijk veel voor zou pleiten om een behoorlijke allocatie naar illiquide beleggingen toe te staan. ‘Deze beleggingen zorgen voor additioneel rendement, diversificatie en minder volatiliteit in de portefeuille, terwijl er binnen het nieuwe stelsel geen sprake meer is van het aanhouden van een extra buffer indien je belegt in private markets, zoals binnen het FTK.’ Het knelpunt zit hem naar zijn mening in de wijze waarop de waardering van private assets tot stand komt. ‘Deze is niet dagelijks, vaak niet gebaseerd op een openbare marktprijs en door de lage frequentie

van de waardering wordt vaak een te rooskleurig beeld geschetst van de volatiliteit. Daardoor lijken private assets niet direct inpasbaar in een systeem dat is opgebouwd rondom flexibiliteit en individuele opbouw van pensioenen, met name onder de WVP+.’ Wouters vraagt zich af of die flexibiliteit voor de hele populatie nodig is. ‘Ik denk dat de voordelen uiteindelijk zwaarder wegen dan de nadelen en dat illiquide beleggingen zowel onder het NPC als onder de WVP+ kunnen worden ingepast. Dit geldt zeker voor private debt, dat immers de stabiele kasstromen kan verzorgen die je graag ziet binnen een fonds. Wel dient dit te gebeuren in combinatie met een goede liquiditeitsanalyse.’

De invulling van de solidariteitsreserve

Tot slot, hoe zal de beleggingsinvulling van de solidariteitsreserve eruit komen te zien? Wouters zegt daarover: ‘De solidariteitsreserve zal in eerste instantie gebruikt kunnen worden voor risicodeling en solidariteit over de generaties en eventueel voor koopkrachtbehoud. Wat je dan wilt voorkomen, is dat de reserve in dezelfde mate wordt geraakt door tegenvallende marktomstandigheden als de beleggingen in het fonds.’ Hij denkt dat dit ervoor pleit om de solidariteitsreserve niet als integraal onderdeel van (of op dezelfde wijze als) de totale portefeuille te beheren. ‘De reserve moet voor stabiliteit kunnen zorgen, met een relatief lagere volatiliteit. Dit betekent een wat defensievere invulling, met minder risicovolle assets met idealiter een beperkte correlatie met de overige beleggingen. Doordat de solidariteitsreserve voor demping van de volatiliteit in uitkeringen kan zorgen, kan de invulling voor de leeftijdscohorten zelfs wat offensiever zijn.’ Een tweede punt is dat er bij gebruik van de reserve de mogelijkheid moet bestaan om deze om te zetten in andere assets dan in de solidariteitsreserve zelf. Wouters: ‘Dus een zekere vorm van liquiditeit is gewenst.’ Daarmee wordt de reserve een liquide, goed gediversifieerde portefeuille met relatief minder risicovolle assetcategorieën. ‘De uiteindelijke invulling zal mede afhangen van de door het pensioenfonds geformuleerde doelstelling, de afspraken over hoe de reserve moet worden ingezet en daarna verdeeld over de leeftijdscohorten en de wijze waarop de reserve wordt gevuld’, zo besluit Wouters. ■

‘De prudent person regel blijft onder het NPC gewoon een open norm voor zorgvuldig beheer.’

IN HET KORT

Een belangrijk voordeel van het nieuwe stelsel is dat de voorkeuren van deelnemers expliciet worden opgevraagd.

Onder het NPC zijn er geen VEV-restricties, waardoor een belangrijke horde is weggenomen voor illiquide beleggingen.

Illiquide beleggingen passen goed bij het collectieve karakter van pensioenfondsen. Bovendien zijn de rendementen van beleggingen zoals vastgoed en infrastructuur inflatiegerelateerd.

Illiquide en andere innovatieve beleggingen vergen wel een verhoogde mate van risicobeheer.

De solidariteitsreserve kan voor demping van de volatiliteit in uitkeringen zorgen en zal een liquide, goed gediversifieerde portefeuille met relatief minder risicovollere assetcategorieën bevatten.

Klimaatverandering vraagt om een strategische benadering

Klimaatverandering is een maatschappelijke uitdaging zonder weerga en vraagt om een analyse op diverse niveaus, niet alleen op het gebied van portefeuille-implementatie, maar vooral ook strategisch gezien. Financial Investigator sprak met Reinout van Tuyll van Achmea Investment Management en Jacqueline Duiker van VBDO over de verschillende klimaatrisico's, over hoe een belegger daar inzicht in kan krijgen en over de acties die nu nodig zijn.

Door Harry Geels

Even hoog over: wat is het maatschappelijke Umfeld van de klimaatverandering waar iedereen het over heeft?

Van Tuyll: 'In 2015 is het Akkoord van Parijs gesloten. Hierin is vastgelegd dat de wereld in 2050 klimaatneutraal moet zijn. In dit akkoord hebben landen zich gecommitteerd aan de reductie van broeikasgassen op de korte termijn en klimaatneutraliteit in 2050. Het akkoord laat veel ruimte aan landen voor wat betreft de wijze waarop de doelstellingen worden behaald. Landen dienen iedere vijf jaar vast te leggen hoe de emissie van broeikasgassen wordt verminderd in zogenoemde Nationally Determined Contributions (NDCs). De EU heeft namens de EU-lidstaten in december 2020 de ambitie van de EU als geheel geconcretiseerd als een reductie van de broeikasgassen in 2030 met 55% ten opzichte van het niveau in 1990.'

Duiker: 'Met het oog op deze ambitie heeft de EU het EU Action Plan 'Financing Sustainable Growth' geformuleerd, met als doel meer investeringen in duurzame groei te realiseren, de effecten van klimaatverandering en milieuschade inzichtelijk te maken en te zorgen voor meer transparantie en meer langetermijnperspectief in financiële en economische activiteiten. Om dit te bereiken, worden in de Europese Green Deal verschillende instrumenten voorgesteld. Onder meer de beprijzing van CO₂-uitstoot, direct via een CO₂-taks of via het Europese Emissions Trading System (EU ETS), moet hieraan bijdragen.'

De effecten van klimaatverandering zullen pas op de lange termijn zichtbaar worden. Kunnen we het klimaatrisico al monitoren?

Duiker: 'Klimaatverandering werd een paar jaar geleden door de meeste beleggers nog niet beschouwd als een risico, maar dat is ondertussen enorm veranderd. Toch is het nog steeds vooral 'outside in'. Wat gebeurt er met het klimaat en welke risico's zitten er in de beleggingsportefeuille? Klimaat is groter, het is een systeemrisico. De belegger zou dus ook moeten nadenken over wat hij kan doen, oftewel welke impact of bijdrage de belegger kan hebben om de échte CO₂-emissie omlaag te brengen en de leefbaarheid van een gebied te bestendigen. Met een dergelijke 'inside out'-benadering zal tevens het systeemrisico minder worden.'

Van Tuyll: 'Ik zou nog een stap verder willen gaan. Klimaatrisico is dé grootste uitdaging waar de mensheid voor staat. De industriële revolutie is gestoeld geweest op de fossiele brandstoffen, waarvan het gebruik, mede door de verachtvondiging van de wereldbevolking, minimaal is vervijftigvondigd. Die transitie van de afgelopen twee eeuwen moet nu in de komende dertig jaar worden teruggedraaid. Dit raakt de hele maatschappij, daarbinnen de hele economie en vervolgens weer alle beleggingsportefeuilles. Ook vanuit wet- en regelgeving worden beleggers steeds meer gedwongen na te denken over de financiële consequenties van de klimaatverandering.'

Jacqueline Duiker

Jacqueline Duiker is Senior Manager Sustainability & Responsible Investment bij de Nederlandse Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO).



Er wordt regelmatig gesproken over transitierisico's en fysieke klimaatrisico's. Wat verstaan jullie hieronder?

Duiker: 'Dit is inderdaad een indeling die vaak wordt gebruikt. Fysieke risico's zijn hierbij de risico's die ontstaan door de gevolgen van het veranderende klimaat. Uitzonderlijke periodes van droogte of een geleidelijke stijging van de zeespiegel hebben maatschappelijke en economische gevolgen. Hetzelfde geldt voor cyclonen en stormen die toenemen in frequentie en hevigheid. Deze veranderingen brengen schade toe aan economische activiteiten, infrastructuur en leefbaarheid. Onder andere weersafhankelijke activiteiten, zoals landbouw, lopen het risico verstoord te worden. Gebouwen en infrastructuur, die zich bevinden in gebieden met verhoogde kans op overstromingen of cyclonen, zullen ook extra risico lopen. Fysieke risico's kunnen zich geleidelijk, maar ook abrupt manifesteren. En ze zijn ook nog eens plaatsgebonden. Het hieraan aanpassen is complex. Belangrijk is dat adaptatie niet alleen financieel plaatsvindt, maar ook resulteert in een leefbare omgeving.'

Van Tuyll: 'Transitierisico's zijn de risico's die voortvloeien uit de energietransitie die bedoeld is om klimaatverandering tegen te gaan. Elektriciteit moet CO₂-neutraal worden opgewekt, auto's moeten elektrisch rijden, enzovoort. Dit risico schuilt vooral in de stijgende kosten door het beprijzen van CO₂-uitstoot en noodzakelijke nieuwe investeringen. Dit zal ertoe leiden dat sommige economische activiteiten minder rendabel of zelfs verlieslatend worden, wat weer de daaraan gerelateerde beleggingen raakt. Daarnaast zullen de nieuwe benodigde investeringen en de minder efficiënte productieprocessen zeer waarschijnlijk een prijsopdrijvend effect hebben. CO₂-uitstoot is helaas nog altijd niet beprijsd, dus schadelijke sectoren mogen nog steeds 'gratis' vervuilen. De beide risico's zijn in zekere zin complementair: als zich meer transitierisico's voordoen, zullen er waarschijnlijk minder fysieke risico's zijn, en vice versa.'

Sommige spreken van een klimaatdoctrine. Er zijn geruchten dat de EU aardgas bijvoorbeeld ineens wel mogelijk als schone brandstof ziet. Zijn er nog politieke risico's verbonden aan klimaatbeleid?

Van Tuyll: 'De energietransitie is één groot politiek risico. Er moet namelijk een politieke wil zijn om er wat aan te doen. Donald Trump wilde het niet en hield daardoor veel tegen.

Joe Biden lijkt nu wel een grote stap te willen maken. Dat maakt een wereld van verschil. De EU is minder binair, er is daar veel meer sprake van consensus. We hebben al veel wet- en regelgeving en beleggers denken

daardoor al veel meer over de klimaatrisico's na. Dat we CO₂-neutraliteit nastreven is duidelijk, maar over hoe dit bereikt wordt, zullen ongetwijfeld nog discussies worden gevoerd. De EU moet wel proberen uniform op te treden.'

Duiker: 'In de EU wordt onder meer aan een taxonomie gewerkt, om duidelijk te definiëren wat nu groene investeringen zijn. Er is begonnen met een wetenschappelijke definitie van wat groen is aan de hand van een bepaalde CO₂-uitstoot. Aardgas voldoet daar bijvoorbeeld niet aan en kan in principe niet als groen worden aangemerkt. Toch ontstaat hier nu discussie over. Voor onder andere Oost-Europa is dit namelijk lastig. De elektriciteit wordt daar vooral met steenkool opgewekt en er vindt nu een transitie plaats naar gas. Dat is een verbetering, maar is het ook groen? Het adequaat beprijzen van CO₂ is ook nog een politiek 'ding'. In Nederland doen we dit niet omdat we vinden dat dit in de hele EU moet gebeuren en de EU doet het nog niet, gezien de onderlinge verschillen en omdat het eigenlijk wereldwijd zou moeten worden ingevoerd. Op deze manier gaan we er niet komen.'

Hoe krijgt de belegger goed inzicht in de klimaatrisico's?

Duiker: 'Wat betreft transitierisico zijn er verschillende manieren om de CO₂-footprint van de beleggingsportefeuille uit te rekenen. Er wordt ook gewerkt aan een uniforme rekenmethode. Daarnaast zijn er initiatieven waarbij beleggers concrete doelstellingen formuleren om uiteindelijk de CO₂-neutraliteit te bereiken. Voorbeeld van dergelijke samenwerkingsverbanden in de aanloop naar COP26 zijn, onder de paraplu van de 'Race to Zero', de 'net-zero alliantie' voor asset owners en het vergelijkbare initiatief voor asset managers. Fysieke risico's zijn lastiger in kaart te brengen en te beprijzen. Een voorbeeld van dat laatste is de Coalition on Climate Related Investment. De fysieke risico's zijn nog niet bepaald uitontwikkeld. Als je er geen goede analyses van kunt maken, kun je er helemaal naast zitten. Je zult als investeerder over gedegen context- en locatiespecifieke informatie moeten beschikken en daarnaast een beeld moeten hebben van wat daar nodig is om een klimaatbestendige leefomgeving te realiseren.'



CV

Reinout van Tuyll

Reinout van Tuyll is Senior Investment Strategist bij Achmea Investment Management.

Van Tuyll: 'Als beleggers zijn we gewend te kijken naar historische datareeksen. Dat kan bij de klimaatverandering nog niet. Het is te nieuw. Vanuit de EU vinden er wél steeds meer initiatieven plaats om goede data op te bouwen en scenario's te ontwikkelen. De analyse kan bottom up of top down worden gedaan. Bij de bottom up-aanpak kijken we naar de invloed van klimaatverandering op individuele bedrijven. Bij de top down-analyse proberen beleggers scenario's te ontwikkelen over wat er met de verschillende beleggingscategorieën en daarbinnen weer met de regio's kan gebeuren. Wat gebeurt er bijvoorbeeld als er een abrupte of juist geleidelijke energietransitie plaatsvindt?'

Duiker: 'Er zijn inderdaad veel onzekerheden, maar dat is juist waarom we die scenarioanalyses moeten doen. Andere voorbeelden zijn 'wat gebeurt er met mijn portefeuille als de temperatuur niet 2 graden maar 5 graden stijgt?', of juist het tegengestelde: 'wat als de temperatuur niet meer stijgt?' Interessant is ook het scenario van de 'Inevitable Policy Response', een scenario waarin alle beleidsvoornemens in alle belangrijke landen zouden worden uitgevoerd. Wat zou dat dan betekenen voor de beleggingsportefeuille? Beleggers kunnen hier interessante lessen uit leren.'

Hoe krijg je zicht op de klimaatgevoeligheid van de portefeuille? Welke maatstaven zijn daarbij relevant?

Duiker: 'De CO₂-footprint is natuurlijk wel de bekendste maatstaf, maar er kan ook worden gedacht aan de allocatie naar bepaalde risicovolle sectoren zoals olie en gas. Olie- en gasbedrijven hebben voorraden die straks helemaal niet meer als waarde mogen worden opgevoerd, oftewel stranded assets. Andere sectoren met een hoge CO₂-emissie zijn bijvoorbeeld de cementindustrie en bepaalde takken van de voedingsindustrie. In die zin zou je dit klimaatgevoelige sectoren kunnen noemen. Tot slot is ook de capital expenditure van een onderneming een interessante maatstaf. De omvang van R&D-gerelateerde investeringen is een indicator voor de mate waarin een bedrijf zelf bezig is met de transitie.'

Van Tuyll: 'Er zijn inderdaad sectoren die straks eigenlijk niet meer kunnen bestaan, bijvoorbeeld de genoemde cementsector, die verantwoordelijk is voor een groot deel van de CO₂-uitstoot in de wereld. Hout is een goede vervanger. En de vervolgvraag is dan of deze sector wel goed in de

portefeuille vertegenwoordigd is. Het is ook belangrijk niet alleen de omzet van bijvoorbeeld de cementindustrie te meten, maar ook die van de leveranciers. Fundamentele bottom up-analyse moet tegenwoordig

verder gaan dan alleen de financiële cijfertjes. Het is ook van belang te kijken naar innovatie en patenten die belangrijk zijn voor de klimaattransitie.'

Hoe kan je als belegger bijdragen aan de klimaatoplossingen? Is de impact van beleggingen op klimaatverandering wel goed te meten?

Van Tuyll: 'Er zit een tweeledigheid in, waar ook door de SFDR-wetgeving aandacht voor wordt gevraagd: meten wat de huidige milieu-footprint is, maar ook wat de impact is op klimaatverandering. Die impact heb je niet door een bepaald percentage aandelen in bedrijven te hebben, maar door bijvoorbeeld engagement. Het kan ook door mede-eigenaar te worden van bijvoorbeeld wind- of zonne-energieprojecten. Meer directe investeringen dus. Door bijvoorbeeld (mede-)eigenaar te worden van infrastructuur om waterstof te transporteren, kan het redelijk goed mogelijk zijn om uit te rekenen welke bijdrage er wordt geleverd aan de CO₂-reductie. Het begint allemaal met het formuleren van doelstellingen. Eerst van bovenaf, strategisch nadenken wat je als belegger wilt bereiken. En dat dan over het hele spectrum aan beleggingsmogelijkheden, van best-in-class ESG tot engagement, uitsluitingen en impact.'

Duiker: 'Uiteindelijk gaat het natuurlijk om die impact. Met puur het meten van allerlei klimaatrisico's in portefeuilles verandert er nog niets. Een CO₂-neutrale portefeuille impliceert nog geen CO₂-reductie in de wereld. In de publieke markten kan engagement een belangrijke rol spelen, maar bij ondernemingen gaat de verandering traag en bovendien houden beleggers vast aan de risico-rendements-eisen op de korte termijn. Engagement zou ook kunnen plaatsvinden in de schuldenmarkt. Hiermee zouden ook overheden kunnen worden gehouden aan hun NDCs. Ten slotte kan met het financieren van projecten en start-ups sneller en meer impact worden gerealiseerd. Het betreft dan meestal private, niet-beursgenoteerde beleggingen. Dergelijke investeringen maken gezien hun risicoprofiel een klein deel uit van institutionele portefeuilles, gemiddeld zo'n 1 tot 2%. Maar als deze investeringen tot echte oplossingen leiden, zullen ook de echte risico's afnemen. Er is dus nog veel werk aan de winkel.' ■

Gamestop: het eind van het spel?

In de Gamestop-zaak wisten activistische beleggers de markt naar hun hand te zetten. De vraag is of dit een incident betreft of dat hiermee een trend is gezet. Het gevaar van misbruik ligt op de loer.

Dat short sellers kwetsbaar zijn, is onlangs gebleken in de Gamestop-zaak. Hedgefonds die door het verkopen van geleende aandelen hadden gespeculeerd op een koersdaling van het aandeel Gamestop leden enorme verliezen. Dit kon gebeuren doordat particuliere beleggers massaal aandelen Gamestop kochten en daarmee de koers van het aandeel opdreven, met als enig doel de hedgefonds in de wielen te rijden. De hedgefonds zagen zich genoodzaakt hun shortposities te sluiten om verdere verliezen te voorkomen. De beleggers rechtvaardigden hun actie met een beroep op het naar hun oordeel foute karakter van short selling, dat de hedgefonds in staat zou stellen te profiteren van het leed van anderen.

Bij short selling verkoopt een partij aandelen die hij nog niet in bezit heeft tegen de marktprijs. Om aan zijn leveringsverplichting te voldoen, leent hij de betreffende aandelen in. Hij doet dit in de verwachting dat de koers van het aandeel zal dalen. Uiteraard dient hij de aandelen op enig moment weer aan de uitlener te restitueren. Daarvoor zal hij vervangende aandelen moeten kopen op de beurs. Als de koers inderdaad is gedaald, kan de short seller deze aandelen verwerven tegen een lagere koers dan waarvoor hij ze heeft verkocht en maakt hij winst. Als de koers echter is gestegen, moet de short seller de te restitueren aandelen kopen tegen een hogere koers dan waarvoor hij ze heeft verkocht en lijdt hij verlies. Dat is precies wat er gebeurde in de Gamestop-zaak.

Natuurlijk zijn er allerlei ethische vragen te stellen rondom short selling. Profiteren van

koersdalingen heeft iets onsympathieks. Bovendien kan van short selling een verdere neerwaartse druk op de koers van het aandeel uitgaan. De uitgevende instelling kan daardoor nog dieper in de problemen raken. Een duiding van de koersdaling als een indicatie van een zich verslechterende financiële positie van de uitgevende instelling zou aldus gemakkelijk in een self fulfilling prophecy kunnen ontaarden. Daarnaast bestaat het gevaar dat short sellers negatieve informatie verspreiden over de uitgevende instelling om daarmee de koers negatief te beïnvloeden. Het gaat daarbij om gedrag dat mogelijk als marktmanipulatie (informatie-manipulatie) zou kunnen worden gekwalificeerd. Dat short selling omstreden is, blijkt ook uit het feit dat verschillende overheden maatregelen hebben genomen om deze praktijk aan banden te leggen.

Dit alles neemt niet weg dat er de nodige vraagtekens kunnen worden gezet bij wat er gebeurd is tijdens de Gamestop-affaire. De kans is groot dat hier sprake is van marktmanipulatie. De koers van het aandeel Gamestop is kunstmatig opgedreven doordat een groep beleggers gevolg gaf aan een oproep op een internetforum om massaal aandelen Gamestop te kopen, met als enig doel derden (de hedgefonds) nadeel te berokkenen. Dat riekt naar koersorkestratie en is verboden. Dat het hier gaat om activisten die zich keren tegen het grootkapitaal, maakt hen voor velen tot helden. Dit soort heldendom brengt echter wel risico's mee. Met dergelijk gedrag kan de stabiliteit van het financiële stelsel in gevaar worden gebracht en kunnen de rechtmatige belangen van de uitgevende instelling en andere aandeelhouders worden benadeeld. Daarbij is ook niet uitgesloten dat bepaalde beleggers wel degelijk uit zijn op persoonlijk gewin en proberen een slaatje te slaan uit de maatschappelijke verontwaardiging. Te hopen is dat het spel zich niet herhaalt. ■



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



SFDR leidt tot verwarring

Op 10 maart 2021 is de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) in werking getreden. Uit een analyse van de implementatie van de vereisten in de financiële sector blijkt dat partijen de vereisten zeer verschillend hebben geïnterpreteerd.

Door *Ernst de Klerk*

Steeds meer marktpartijen zetten in hun beleggingsstrategieën en in hun marketinguitingen in op duurzaamheid. Het wordt echter steeds onduidelijker wie nu precies wat doet en welke partijen écht duurzaam beleggen en welke partijen vooral pretenderen dat te doen.

De SFDR beoogt onder meer greenwashing tegen te gaan en probeert beleggingsproposities beter vergelijkbaar te maken voor wat betreft duurzame aspecten. Vermogensbeheerders, banken, verzekeraars en pensioenfondsen moe-

ten als gevolg van de SFDR verplicht diverse informatiedocumenten over het duurzaamheidsbeleid en over de duurzame kenmerken van hun beleggingsproposities publiceren.

De interpretatie van classificatie varieert enorm

Een van de kernverplichtingen die de SFDR met zich meebrengt, is de classificatie van producten. Financiële producten kunnen worden geclassificeerd als artikel 6 (grijs), artikel 8 (lichtgroen) en artikel 9 (donkergroen), op basis van de integratie van duurzaamheid in het

product. Deze driedeling zou het voor beleggers makkelijker moeten maken om het duurzaamheidsniveau van een beleggingspropositie in één oogopslag te kunnen inschatten.

Hoewel de SFDR-afbakening van deze categorieën niet bijzonder duidelijk is, bleek uit onze analyse dat de categorisatie wel heel verschillend is geïnterpreteerd. We zijn beleggingsfondsen tegengekomen met vergelijkbare uitsluitingslijsten (met bedrijven die betrokken zijn bij de productie of distributie van wapens, tabak, kolen enzovoort), vergelijkbare ESG-integratieprocessen (voor zover kan worden beoordeeld op basis van de verstrekte informatie) en een vergelijkbaar engagementproces. Sommige van deze fondsen zijn geclassificeerd als artikel 6, andere als artikel 8 en een enkele zelfs als artikel 9. De classificatie verschilt dus per fondsbeheerder en alle drie de categorieën komen voor bij producten met dezelfde duurzaamheidskenmerken.



Ernst de Klerk

Director Regulatory
Consultancy, AF Advisors

Ook zagen we als grijs ge-classificeerde producten die toch over een uitgebreide beschrijving van de integratie van duurzaamheid in het product beschikten. Naar onze mening kunnen deze producten worden ge-classificeerd als lichtgroen of zelfs donkergroen. Een verklaring voor dit fenomeen kan zijn dat de beheerders van deze producten gehaast waren en niet gebonden wilden zijn aan de strengere SFDR-eisen die gelden voor groene producten. Ze dienen dan echter wel hun communicatie over de integratie van duurzaamheid dienovereenkomstig aan te passen. Een kernverplichting is immers dat de marketinguitingen moeten passen bij de gekozen classificatie.

Aan de andere kant hebben we gezien dat passieve fondsen met een beperkte integratie van duurzaamheid zijn ge-classificeerd als donkergroen. Een voorbeeld is een wereldwijd beleggend aandelenfonds dat slechts 285 bedrijven uitsluit van het MSCI World-universum (van ongeveer 1.585 aandelen) en wordt ge-classificeerd als artikel 9. Naar onze mening zouden deze producten niet als donkergroen, maar als lichtgroen of zelfs als grijs moeten kwalificeren.

Een verklaring zou kunnen zijn dat de fondsbeheerder de inspanning op het gebied van duurzaamheid overschat of verwacht commerciële voordelen te kunnen behalen met een donkergroene classificatie. Vaak wordt CO₂-reductie aangehaald als duurzame doelstelling en dus als onderbouwing voor het classificeren van een fonds als donkergroen.

Over het algemeen vinden we meer donkergroene producten dan we hadden verwacht. Meer dan 100

‘Beleggers kunnen voorlopig niet uitsluitend vertrouwen op de classificatie van de producten.’

beleggingsfondsen voor particuliere beleggers die worden beheerd door de 10 grootste Nederlandse vermogensbeheerders zijn ge-classificeerd als donkergroen.

Een belangrijke conclusie van onze analyse is dat beleggers voorlopig niet uitsluitend kunnen vertrouwen op de classificatie van de producten. Die classificatie zegt meer over de visie van de vermogensbeheerder op de SFDR-categorieën dan over het feitelijk gehanteerde duurzaamheidsniveau binnen de beleggingspropositie.

Nog geen remedie voor greenwashing

Een belangrijk doel van de SFDR is om de echte duurzaamheidsambities van financiële producten te verduidelijken. Eventuele losse uitspraken over duurzaamheid zullen moeten worden onderbouwd met resultaten. SFDR level I is een eerste stap op weg naar deze transparantie. Uit onze analyse blijkt echter dat het effect tot dusver beperkt is.

We zien dat sommige vermogensbeheerders hun duurzaamheidsambities verdoezelen en doorgaan met holle frases, terwijl ze hun werkelijke ambities verbergen in juridische documentatie. Dit zijn ech-

ter uitzonderingen: het merendeel van de Nederlandse vermogensbeheerders heeft de duurzaamheidsambities van het eigen assortiment duidelijk gecommuniceerd.

Goed nieuws: de meeste Nederlandse producten zijn duurzaam

Een groot deel van de Nederlandse financiële sector bestaat uit collectieve pensioenfondsen. Uit onze analyse blijkt dat de overgrote meerderheid van de Nederlandse pensioenfondsen haar pensioenregeling als lichtgroen classificeert (75% van de grootste 50 pensioenfondsen). Ook al zegt deze classificatie dus niet alles, het is in ieder geval een goed teken dat de pensioensector zijn duurzaamheidsambitie heeft uitgesproken.

Beleggingsfondsen die worden gedistribueerd aan Nederlandse particuliere beleggers zijn in de meeste gevallen ook lichtgroen of donkergroen. Op basis van onze eerste analyse schatten we dat tussen de 65 en 75% van het beheerd vermogen van de beschikbare producten voor Nederlandse particuliere beleggers duurzaam is volgens hun SFDR-classificatie. Voor niet-Nederlandse vermogensbeheerders ligt dit percentage aanzienlijk lager. Uit onderzoek van Morningstar blijkt dat 20% tot 25% van alle Europese beleggingsinstellingen classificeert als lichtgroen of donkergroen. Nu resteert alleen nog de vraag of dit meer zegt over de interpretatie van de SFDR-categorieën door de beheerders of over hun duurzaamheidsambities.

Gelukkig krijgen we hier snel meer duidelijkheid over. Op 1 januari 2022 wordt ook SFDR level 2 van toepassing. Op dat moment

zullen partijen nog veel meer detailinformatie moeten publiceren over groene beleggingsproposities. Dit betreft onder andere informatie over de bindende elementen op het gebied van duurzaamheid die ze hantieren in het beleggingsproces, welk deel van het universum wordt uitgesloten op grond van hun duurzaamheidsoverwegingen en over de mate waarin duurzame beleggingen in de beleggingsproposities zijn opgenomen.

Alhoewel alle informatie moet worden gepubliceerd middels een complex format, zijn de duurzame elementen van de beleggingsproposities inzichtelijk. Bovendien neemt de vergelijkbaarheid toe als gevolg van het gebruik van een gestandaardiseerd format. Dit zou weleens kunnen leiden tot de nodige wijzigingen in SFDR-classificaties. Tot die tijd zullen beleggers op basis van informatie op websites en in factsheets, prospectussen en jaarverslagen moeten achterhalen hoe duurzaam de beleggingsproposities waarin ze beleggen daadwerkelijk zijn. ■

IN HET KORT

De wijze waarop partijen de SFDR interpreteren zou naar verwachting variëren, maar niet in de mate die wij nu constateren.

Er zijn veel meer artikel 9 (donkergroene) -producten dan verwacht.

SFDR-level I heeft greenwashing tot op heden niet gestopt.

Een groot deel van de Nederlandse financiële producten is duurzaam volgens de SFDR-classificatie.

In Europa is het aantal duurzame fondsen nog steeds aanzienlijk (20-25%), maar naar verhouding een stuk lager dan in Nederland.

Trade Finance: een nieuwe institutionele beleggingscategorie

Trade Finance (TF) is misschien wel de oudste manier van financieren. Deze financieringsvorm kan worden gefilterd en aangepast aan de risicobereidheid van een institutionele belegger en heeft alles in zich om een gangbare asset class te worden die bijdraagt aan een verantwoorde wereldwijde ontwikkeling.

Door *Suresh Hegde*

T

TF heeft door de eeuwen heen de handel bevorderd door risico's te verminderen, meer zekerheid te bieden en kopers en verkopers van goederen van werkkapitaal te voorzien. De financieringsvorm is al die tijd vooral een aangelegenheid van banken geweest, maar recente structurele en regelgevende veranderingen hebben ervoor gezorgd dat de kredietcapaciteit van banken niet altijd voldoende is om aan de vraag te voldoen. Deze asset class, die wereldwijd bijdraagt aan onmisbare grondstoffen- en goederenstromen, omvat een markt van 15 biljoen dollar met een geschat financieringsstekort van ongeveer 10%. En dit tekort neemt toe.

In het afgelopen decennium vond er een geleidelijke aanpassing plaats van de wettelijke kaders voor zowel bancaire als niet-bancaire beleggers. Dit heeft vooral de banken geraakt: de risicowegingen voor TF-leningen zijn na Basel III naar schatting met zo'n 15% gestegen en voorgestelde wijzigingen onder Basel IV zouden effectief kunnen leiden tot risicowegingen van 100% voor bijvoorbeeld de financiering van landbouwgrondstoffen¹. Dit komt voor een groot deel doordat de regelgeving onvoldoende rekening houdt met de be-



Suresh Hegde

Hoofd Structured
Private Debt bij
NN Investment Partners

schermende kenmerken van kredietstructuren zoals onderpand, en doorlopende faciliteiten en kredietbrieven te sterk meeweegt. Hierdoor loopt de kredietcapaciteit van banken terug, terwijl de vraag naar landbouwproductie en vooral voedselproductie in de komende decennia naar verwachting juist fors zal toenemen als gevolg van de groeiende bevolking en welvaart².

Brede waaier aan leningsstructuren

Waar regelgeving de mogelijkheden van banken om bij te dragen aan de wereldhandel heeft beperkt, is dat voor institutionele beleggers anders. Solvency II maakt TF-kredietverlening bijvoorbeeld tot een zeer kapitaalefficiënte propositie voor Europese verzekeraars. Zij hebben bij het berekenen van hun kapitaalvereisten meer flexibiliteit voor de korte looptijden en structurele verbeteringen van TF. Gezien de grote hoeveelheden kasgeld die beschikbaar zijn en de lange periodes van lage rentes en gecomprimeerde creditspreads op liquide markten wordt het vooruitzicht om in te stappen waar banken uitstappen steeds interessanter.

TF omvat een brede waaier aan leningsstructuren die bijdragen aan de productie, het transport en de betalingsvoorwaarden van de wereldhandel. Over het algemeen zijn de leningen kortlopend, zelf-liquidierend en vaak gewaarborgd. Ze bieden een gezond rendement ten opzichte van andere liquide kredieten met vergelijkbare ratings. De asset class als geheel kent lage wanbetalingspercentages met hoge (en snelle) herstelbetalingen. Bovendien heeft de performance een zeer beperkte correlatie met liquide markten^{3,4}.

TF-activa zouden van groot belang moeten zijn voor grote beleggers: het aanbod is aanzienlijk en de kenmerken ervan maken het vanuit het oogpunt van solvabiliteitskapitaal een zeer efficiënte categorie. De omvang van niet-bancaire TF-beleggingen is echter beperkt gebleven. Er zijn momenteel naar schatting 40-50 fondsen actief met een beheerd vermogen van 10-15 miljard dollar. Dit is slechts een klein deel van de grotere markt van miljarden dollars⁵.

Ik denk dat de beperkte deelname van institutionele beleggers te verklaren is doordat fondsen tot nu toe waren gericht op een relatief hoger renderende, risicovol-

lere niche voor directe leningen en nog niet in staat waren om hun strategie voldoende af te stemmen op de vereisten en belangen van grotere beleggers. De zeer hoge spreads die veel fondsen bieden, lijken niet te passen bij de lage verwachte verliezen op de markt. Daarnaast hebben beleggers zich redelijkerwijs afgevraagd of het vertrek van sommige banken uit de markt op een groter risico wees dan ze zouden willen nemen.

Belangrijke aandachtspunten

TF biedt zeker belangrijke kansen voor beleggers, maar er moet meer aandacht worden besteed aan het precies in kaart brengen van de risico's en opbrengsten. Ook moeten de mogelijkheden die er zijn, worden gefilterd op een manier die niet alleen rekening houdt met relatieve waarde en risico-gecorrigeerde rendementen, maar ook met de portefeuilleconstructie, het aantrekken van kapitaal, operationele impact en ESG- en KYC-overwegingen.

Het beste is om een roadmap in vier stappen te volgen:

1. Financier transacties en geen entiteiten

Beleg alleen in leningen die zijn gekoppeld aan specifieke fysieke goederenstromen (die vaak zijn gewaarborgd) en maak gebruik van contracten met een vaste prijs, garanties of een verzekering, pandrechten op liquide effecten en andere structurele mitigerende maatregelen. Deze traditionele vorm van TF is veel betrouwbaarder gebleken dan andere vormen, waarbij krediet wordt verstrekt op kredietlijnbasis zonder onderliggende stroom.

2. Diversifieer en deel risico's

Diversificatie en flexibiliteit zijn voor beleggers in de huidige marktomgeving cruciaal. Gediversifieerde fondsen hebben de COVID-19-storm over het algemeen doorstaan en profiteren nu van verminderde concurrentie en hogere spreads, terwijl fondsen voor directe leningen met een grote exposure naar specifieke grondstoffen en regio's (vooral olie) het moeilijk hebben gehad. TF is een activiteit waarbij lokale aanwezigheid van vitaal belang is. Ik ben van mening dat banken en traders nog altijd het best zijn gepositioneerd om toezicht te houden op deze operationele aspecten en in de zeldzame gevallen dat er iets misgaat, zullen beleggers met een bank beter in staat zijn om zoveel mogelijk terug te krijgen dan bij directe kredietverlening.

3. Beheers het proces

Internationale handel brengt het risico van witwassen en fraude met zich mee. Dat is helaas niet te vermijden. Samenwerking met gerespecteerde partijen en een focus op langdurige relaties tussen kopers en verkopers vormen effectieve eerste stappen om dit risico te mitigeren. Beleggers kunnen in dit verband echter niet uitsluitend op tegenpartijen vertrouwen. Daarom moeten TF-managers een aangescherpt due diligence-onderzoek ontwikkelen om het risico voor de gefinancierde entiteiten te beheersen.

4. Beleg op een verantwoorde manier

Veel TF-banken en -fondsen hebben een aanzienlijke exposure naar ruwe olie en andere vervuilende grondstoffen. Wij vinden een kritische ESG-beoordeling van niet alleen de kredietnemers, maar ook de landen en de onderliggende grondstoffen cruciaal. Managers moeten beleggers het volledige ESG-plaatje laten zien door niet alleen de impact van de productie van een grondstof te beoordelen, maar ook het gebruik ervan. Handel is nauw verbonden met verschillende SDGs. Denk aan het terugdringen van armoede, het uitbannen van honger, het streven naar gendergelijkheid en de transitie naar hernieuwbare energie. Als het op de juiste manier wordt uitgevoerd, kunnen beleggers profiteren van het potentieel van TF. Niet alleen als aantrekkelijke beleggingscategorie, maar ook als instrument voor duurzame verandering. ■

IN HET KORT

De regelgeving en het marktklimaat stimuleren TF-partijen op dit moment sterk om institutionele beleggingsnormen te omarmen.

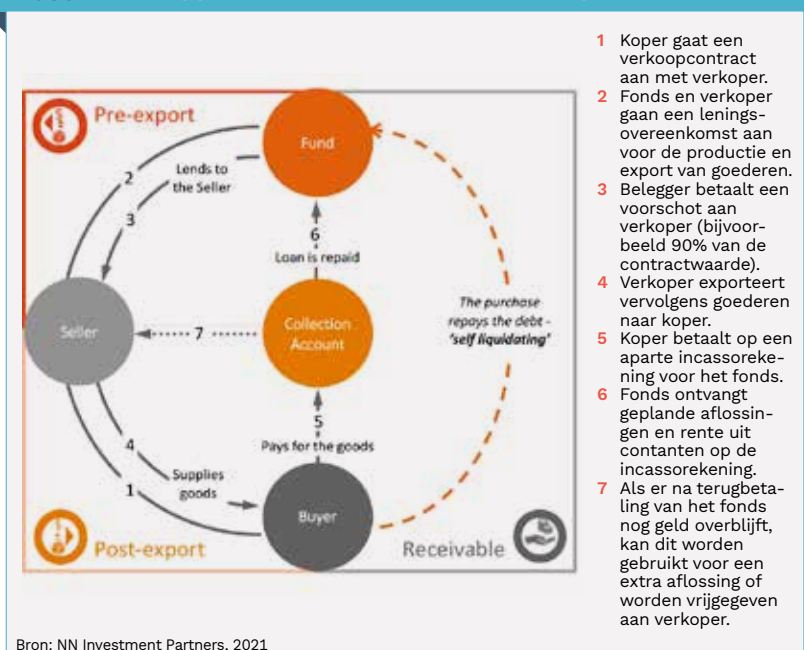
Beleggers worden op hun beurt gestimuleerd de verantwoorde financiering van de wereldeconomie te omarmen om positieve schaalopbrengsten te genereren.

Asset managers zullen een cruciale rol spelen in het bij elkaar brengen van beide partijen.

Door conservatieve maar schaalbare beleggingsrichtlijnen vast te stellen, met de juiste operationele uitvoering en robuuste risicobeheersing, kan TF als institutionele asset class een centrale positie gaan innemen in het universum voor alternatieve beleggingen, naast meer traditionele kredietproducten.

- 1 TXF 10 december 2019
- 2 Europese Commissie september 2019
- 3 ICC Trade Register Report 2019
- 4 Eurekahedge TF Hedge Fund Index 2019
- 5 Bfinance, Eurekahedge

FIGUUR 1 EEN VOORBEELD VAN TF-KREDIETVERLENING



- 1 Koper gaat een verkoopcontract aan met verkoper.
- 2 Fonds en verkoper gaan een leningsovereenkomst aan voor de productie en export van goederen.
- 3 Belegger betaalt een voorschot aan verkoper (bijvoorbeeld 90% van de contractwaarde).
- 4 Verkoper exporteert vervolgens goederen naar koper.
- 5 Koper betaalt op een aparte incassorekening voor het fonds.
- 6 Fonds ontvangt geplande aflossingen en rente uit contanten op de incassorekening.
- 7 Als er na terugbetaling van het fonds nog geld overblijft, kan dit worden gebruikt voor een extra aflossing of worden vrijgegeven aan verkoper.

Bron: NN Investment Partners, 2021

EM Corporate Bonds - the new core fixed income staple

Unprecedented policy support from central banks and governments around the world helped stabilize markets in the face of COVID-19 in 2020, prompting economic activity to resume, and contributing to a historic decline in bond yields.

By Steve Cook and Jonathan Davis

This year, concerns that demand-focused fiscal stimulus may lead to an overheating of economies have caused bond yields to rise. But while rates have broken out of their 2020 ranges, high levels of government debt across developed markets, paired with systemically low rates of inflation, are likely to prolong the low-rate environment.

Investors are thus grappling with heightened interest rate volatility in what is still a low-yield environment by historical standards. This means they must reevaluate their core fixed income allocations to ensure that they keep delivering both stability and income throughout a market cycle.

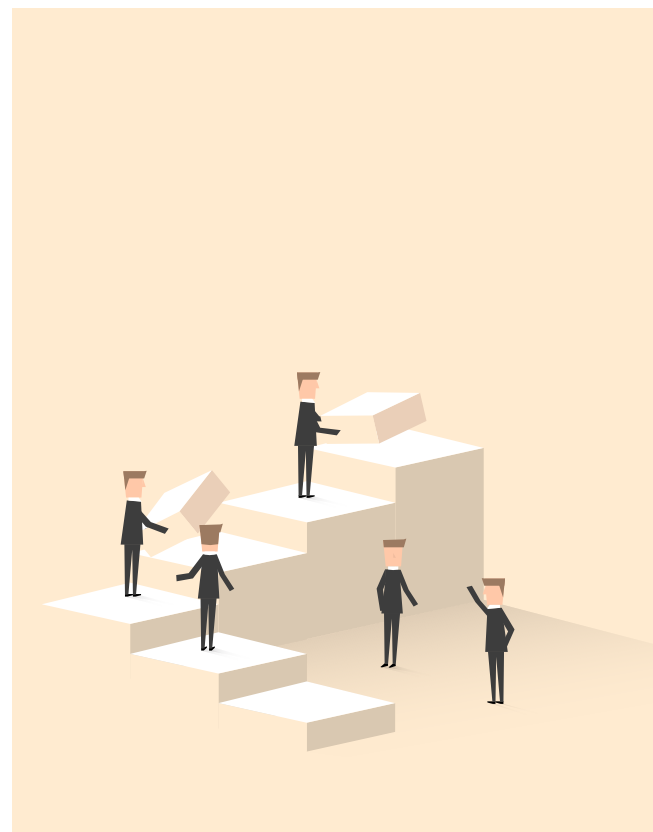
We believe that in this environment, certain areas of emerging market (EM) debt have a place in core fixed income allocations, on par with another portfolio staple: US dollar invest-

ment grade bonds. Specifically, we view the \$2.5 trillion universe¹ of investment grade debt issued by EM corporate and sovereign issuers in a reserve currency, typically US dollars, as a compelling opportunity set for core fixed income investors.

How do yields and spreads measure up?

The first point of comparison between investment grade (IG) hard-currency EM debt and US core fixed income is naturally yield – specifically, the potential for EM debt to help solve the challenge of historically low bond yields. Over the past decade, hard-currency investment grade EM debt has typically offered investors roughly 1.10% of excess yield over investment grade US credit, with surprising consistency.²

The consistent relationship between yields on EM investment grade debt and



US IG credit is important for investors looking to enhance core fixed income portfolio yield without introducing meaningful deviation from internal benchmarks. It is also indicative of a similar relationship in credit spreads. Over the past decade, US investment grade credit spreads have occupied a 183 basis point (bp) range, while the ranges for investment grade EM corporate debt and EM sovereign debt have been

237 bps and 188 bps, respectively.³ Given the similarities in yield and spread, it's not surprising to observe strong relationships with total returns as well: investment grade EM corporate and sovereign debt have shown 0.88 and 0.85 correlations to US credit since 2010,³ respectively.

With consistently higher carry and similar trends in credit spreads, investors might assume that invest-

FIGURE 1 EM HARD-CURRENCY INVESTMENT GRADE DEBT HAS OFFERED CONSISTENT EXCESS YIELD OVER US IG CREDIT



Source: J.P. Morgan, Bloomberg Barclays and PineBridge Investments as of 9 March 2021. EM Corp. is J.P. Morgan CEMBI Broad Div. IG, EM Sov. is J.P. Morgan EMBI Global Div. IG, US Credit is Bloomberg Barclays US Credit.

ment grade EM debt markets have delivered higher total returns in exchange for a similar increase in volatility. However, while both investment grade corporate and sovereign debt have generated higher total returns than US credit over the past decade, EM corporates have actually done so with lower annualized volatility.

The growth of EM debt over the past decade has expanded the universe of investable securities, while the credit quality of the external debt market overall has remained roughly 55-65% investment grade.⁴ That growth and consistent quality have resulted in rising index inclusion of EM debt, in turn allowing actively managed core FI portfolios to allocate more to EM debt given its presence in portfolio benchmarks. However, this approach tends to limit the benefits EM debt can deliver to core FI portfolios, given that most core fixed income indices remain materially underweight EM debt relative to the size of the investable universe.

While emerging markets represent more than 40% of the global economy and EM debt accounts for just over 22% of overall global bond volumes, EM accounts for less than 13% of the Bloomberg Barclays Global Aggregate Index, and the majority is denominated in local currencies.⁵ For investors who typically allocate to core fixed income portfolios benchmarked against reserve currencies, the EM exposure tends to be much smaller, as EM accounts for less than 6% of the Bloomberg Barclays US Credit Index.⁶

Equally important are the characteristics of the EM exposure within core fixed income benchmarks relative to the overall universe available to investors. Here we find a compelling argument in favor of dedicated EM debt exposure as opposed to asset allocation within the context of a portfolio benchmarked against the US credit. Exposure in the Bloomberg Barclays US Credit Index is concentrated in Latin America⁷ and valuations come

up short of what can be found in dedicated EM indices, particularly the EM corporate investment grade index.⁸

Fundamentals remain supportive

As investors consider the benefits of a dedicated allocation to investment grade EM debt in their fixed income portfolios, they may be encouraged by supportive fundamentals. EM growth will outpace developed market (DM) growth in the post-COVID global recovery – and from a less severe 2020 contraction. From a debt perspective, EM public sector debt-to-GDP is roughly half that carried by DM sovereigns and EM corporates have traditionally carried less leverage on their balance sheets than their DM counterparts.

EM represents 40% of the global economy and that share will approach 50% over the next decade. By 2025, half the world's large companies will have EM headquarters. As such, EM debt markets will continue to expand and gain greater representation in bond indices and portfolios. Investors should take advantage of the current opportunity to add exposure at attractive levels, as increasing inclusion of EM debt will likely drive a compression of risk premia and outperformance for investors who are ahead of the trend. ■



Steve Cook

Co-Head of Emerging Markets Fixed Income, London, PineBridge Investments



Jonathan Davis

Client Portfolio Manager, Emerging Markets Fixed Income, New York, PineBridge Investments

SUMMARY

Higher interest rate volatility and low yields continue to challenge investors seeking to achieve stability and income throughout a market cycle.

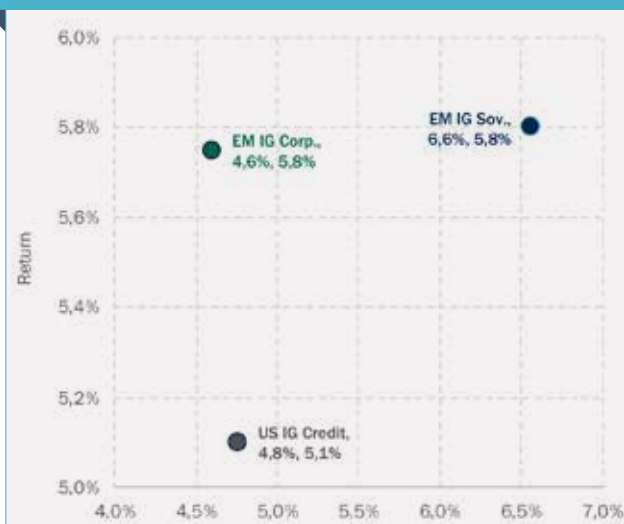
In this environment, certain areas of EM debt have a place in core fixed income allocations, on par with another portfolio staple: US dollar investment grade bonds.

EM investment grade debt issued by EM corporate and sovereign issuers in a reserve currency, typically US dollars, could provide a compelling opportunity set for fixed income investors.

Disclosure:

Investing involves risk, including possible loss of principal. For professional investor use only, not for retail distribution. The information presented herein is for illustrative purposes only and should not be considered reflective of any particular security, strategy, or investment product. It represents a general assessment of the markets at a specific time and is not a guarantee of future performance results or market movement. This material does not constitute investment, financial, legal, tax, or other advice; investment research or a product of any research department; an offer to sell, or the solicitation of an offer to purchase any security or interest in a fund; or a recommendation for any investment product or strategy. PineBridge Investments is not soliciting or recommending any action based on information in this document. In the UK, this material is issued by PineBridge Investments Europe Limited, Exchequer Court, 6th floor, 33 St Mary's Axe, London, EC3A 8AA, authorised and regulated by the Financial Conduct Authority.

FIGURE 2 EM CORPORATES HAVE GENERATED HIGHER RETURNS WITH LOWER VOLATILITY VERSUS US IG CREDIT



Source: J.P. Morgan, Bloomberg Barclays and PineBridge Investments as of 28 February 2021. EM Corp. is J.P. Morgan CEMBI Broad Div. IG, EM Sov. is J.P. Morgan EMBI Global Div. IG, US Credit is Bloomberg Barclays US Credit.

1 Source: J.P. Morgan and PineBridge as of 31 December 2020

2 Source: J.P. Morgan and PineBridge as of 09 March 2021

3 Source: J.P. Morgan, Bloomberg Barclays and PineBridge as of 09 March 2021

4 Source: J.P. Morgan as of 31 March 2021

5 Source: IMF, Bloomberg Barclays as of 31 March 2021

6 Source: Bloomberg Barclays as of 31 March 2021

7 Source: Bloomberg Barclays as of 31 March 2021

8 J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified

High yield: the full spectrum

High yield bonds are more than just a subset of fixed income, they are a microcosm of investing. It is this characteristic that is increasingly putting them on investors' radar.

By Tom Ross

Occupying the centre ground between investment grade bonds and equities from a risk-return perspective, sub-investment grade bonds – or high yield bonds as they are more commonly known – have become increasingly sought after by investors.

Driving the demand has been the search for yield. Central banks remain committed to keeping interest rates low and this has driven investors further along the credit spectrum. In Europe, with yields in negative territory on many sovereign bonds and meagre yields on higher quality investment grade corporate debt, high yield is one of the few areas in fixed income markets that currently offers yields above inflation.

Ultimately, those high yields act as a form of compensation for the

higher default risk that accompanies bonds with lower credit ratings. Yet it is this aspect of risk that makes them attractive. High yield bonds simultaneously share the key characteristics an investor expects of bonds, namely a regular income and the prospect of par value returned at maturity, with a degree of equity sensitivity to corporate conditions that reflects the higher risk of default.

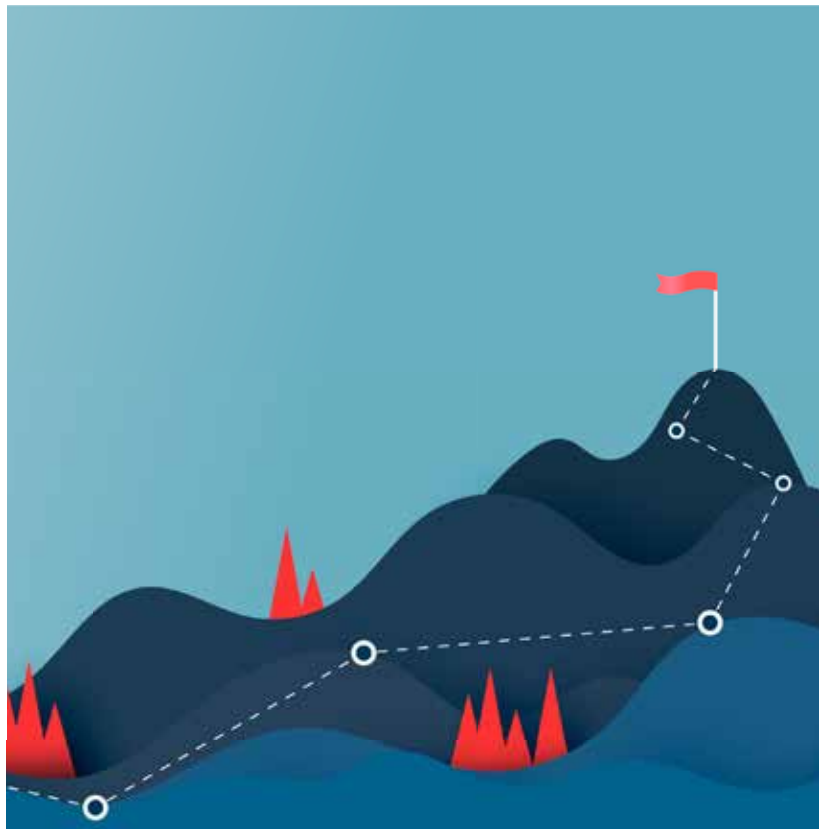
This risk premium feeds through into credit spreads that lead to high yield bonds on average, historically offering upwards of 300 basis points more in yield than government bonds of similar maturity.¹ The higher yields on bonds, together with relatively short maturities, means that high yield typically has a lower duration (sensitivity to interest rate changes) than investment grade credit and

government bond markets – a potentially valuable characteristic at a time when inflation fears are heightened.

A welcome expansion

It might be thought that low yields would encourage companies to borrow heavily, yet the high yield market has grown at a relatively restrained rate. In fact, prior to the COVID-19 crisis, the size of the high yield market had been static for several years. Financial commentators used to fret about the growing size of the BBB market (the lowest section of investment grade) prophesying a tidal wave of Fallen Angels (investment grade bonds downgraded into high yield). For high yield managers, this was less of a threat and more of an opportunity.

The tidal wave never transpired. There were a



Tom Ross

Corporate Credit
Portfolio Manager
at Janus Henderson
Investors

few sizeable downgrades in 2020, such as Ford the automobile company, but nothing of a size that the high yield market could not absorb. In fact, new issues from companies during the crisis actively helped high yield portfolio managers find a home for inflows of client money.

The high yield market is always in flux. At one end, there are bonds journeying back and forth between investment grade and high yield. At the other end, there are bonds that are on the brink of default. All the while, there are hundreds of different issuers jostling for position along the credit spectrum. The essence of good asset management is identifying those with improving credit fundamentals and avoiding those that are deteriorating and could suffer a credit downgrade or default.

Are defaults a major concern?

A phenomenon of this credit cycle is that defaults have remained relatively

contained. During the 2008/09 Global Financial Crisis the global high yield default rate peaked at 13.4% according to Moody's, the credit ratings agency. Their baseline estimate is that defaults are likely to peak in Q1 2021 somewhere between 6-7% for the COVID-19 crisis. This relatively low default rate speaks to the extraordinary levels of monetary and fiscal support offered by central banks and governments. By creating favourable liquidity conditions, it allowed companies to raise equity and debt capital to offset the revenue droughts caused by lockdown.

Structural change

The emergence from lockdown should allow a meaningful bounce-back in earnings as economies recover. We need to be cognisant, however, that COVID-19 will leave permanent scarring. Borrowers among consumer-facing sectors such as travel and retail have become more indebted and social distancing rules

have accelerated digitalisation. While we expect companies to seek to deleverage over the coming year, assumptions about cash flows need to take into account the fact that economic disruption may have permanently altered the prospects for some borrowers.

Creditor influence at the ESG level

Another legacy of the pandemic has been the heightened interest in environmental, social and governance (ESG) factors. Creditors may lack the shareholder votes to direct corporate boards, but as a key player in providing finance to companies we can make our voice heard. By working in tandem with equity colleagues we can double the impact of our engagement.

Both the European Union and the Biden administration in the US are promoting a green agenda to recovery. Carbon-intensive sectors such as basic industry, capital goods, energy and transport collectively

represented 31% of the ICE BofA Global High Yield Index (at 17 March 2021), so there are plenty of opportunities for high yield managers to influence change.

Taken together, we see high yield bonds as playing a valuable role, not just in terms of portfolio construction, but also in contributing to the shape of the economic recovery. ■

SUMMARY

Central banks are likely to keep rates low, driving investors down the credit spectrum.

The high yield market is always in flux, but this offers investors the potential to select corporate borrowers with improving credit prospects and to seek to avoid those on a deteriorating path.

Defaults are expected to remain relatively low and an economic recovery should help to support de-leveraging.

Bondholders are increasingly recognising the role they can play in influencing good corporate behaviour.

FIGURE 1 MARKET SIZE OF HIGH YIELD BOND SECTOR



Source: Bloomberg, Full market value in USD billion of ICE BofA European Currency High Yield Index, ICE BofA US High Yield Index, ICE BofA High Yield Emerging Markets Corporate Plus Index, 31 December 2000 to 28 February 2021.

1 Source: Bloomberg, ICE BofA Global High Yield Bond Index, credit spread. Lowest credit spread on index has been above 300 basis points in 10 years to 17 March 2021. Yields may vary and are not guaranteed.

Disclaimer

This article is intended solely for the use of professionals, defined as Eligible Counterparties or Professional Clients, and is not for general public distribution. For promotional purposes. These are the views of the author at the time of publication and may differ from the views of other individuals at Janus Henderson Investors. Any securities, funds, sectors and indices mentioned within this article do not constitute or form part of any offer or solicitation to buy or sell them. Past performance is not a guide to future performance. The value of an investment and the income from it can fall as well as rise and investors may not get back the amount originally invested. The information in this article does not qualify as an investment recommendation.

Janus Henderson Investors is the name under which investment products and services are provided by Janus Capital International Limited (reg no. 3594615), Henderson Global Investors Limited (reg. no. 906355), Henderson Investment Funds Limited (reg. no. 2678531), Henderson Equity Partners Limited (reg. no. 2606646), (each registered in England and Wales at 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE and regulated by the Financial Conduct Authority) and Henderson Management S.A. (reg no. B22848 at 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier).

Nieuwe regels voor fondsbeheerders in AIFMD 2.0?

De werking van de in 2013 ingevoerde AIFMD wordt momenteel geëvalueerd. Wijzigingen in deze wet zullen impact hebben op de bedrijfsvoering van fondsbeheerders.

Door Iris Dingemans

Sinds 2013 moet een groot deel van de fondsbeheerders voldoen aan de vereisten van de Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (AIFMD). Op dit moment vindt de evaluatie van deze richtlijn plaats en naar verwachting wordt in het derde kwartaal van dit jaar een voorstel tot wijziging gepubliceerd.

De Europese Commissie concludeert in haar evaluatierapport van 10 juni 2020 dat de AIFMD de afgelopen jaren een belangrijke rol heeft gespeeld bij de totstandkoming van een interne markt voor alternatieve beleggingsinstellingen (abi's). Zowel de totale netto activa van abi's als de grensoverschrijdende distributie van abi's zijn sinds de inwerkingtreding substantieel gestegen. Daarnaast stelt de Commissie vast dat de aangeboden producten en diensten transparanter zijn geworden. Verder is de bescherming van beleggers verbeterd door het verplicht stellen van een onafhanke-

lijke bewaarder, door de invoering van waarderingsregels en door regels omtrent informatieverstrekking.

Het algemene beeld is dan ook dat de AIFMD naar behoren functioneert. Wel signaleert de Commissie dat de doeltreffendheid van de AIFMD wordt aangetast door: (1) nationale goldplating (strengere inkleuring van de regels), (2) verschillende interpretaties in de Europese landen en (3) het beperkte toepassingsgebied.

De publieke consultatie, die in januari 2021 afliep, bood de gelegenheid aan marktdeelnemers en andere belanghebbenden om hun visie te geven op de realisatie van een efficiëntere interne markt voor abi's¹. Een groot deel van de respondenten op de publieke consultatie gaf aan tevreden te zijn met de werking en gaf aan wijzigingen op het niveau van de richtlijn tot een minimum te willen beperken.

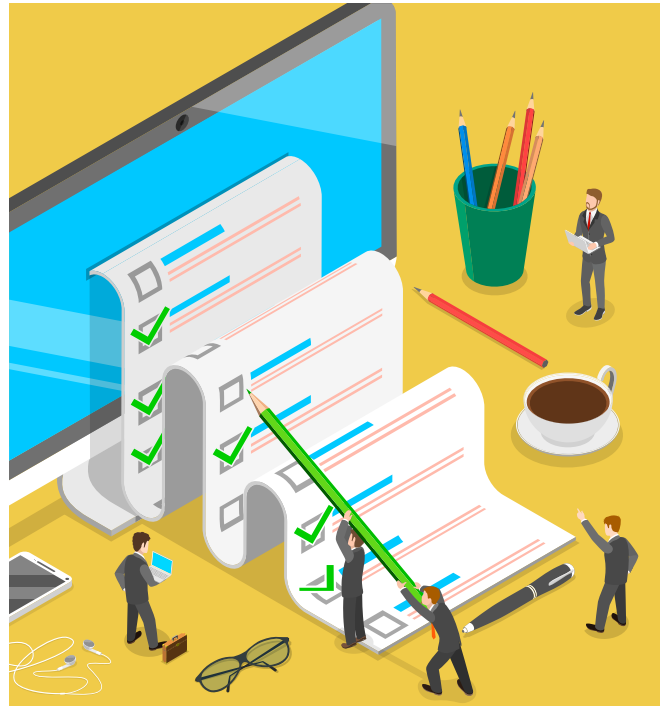
In de evaluatie tot dusver is

een aantal thema's te onderscheiden, die ik hieronder toelicht.

Welke diensten mogen worden verleend?

In de AIFMD zijn de diensten die beheerders mogen verlenen in beginsel beperkt tot de beheerdiensten (portefeuillebeheer en risicobeheer) en bepaalde nevendiensten. In de praktijk leiden verschillende interpretaties van deze diensten door toezichthouders ertoe dat de toegestane diensten per land kunnen verschillen. Dit speelt vooral bij de beoordeling of uitbestede taken onder de AIFMD-uitbestedingsregels vallen. Respondenten zouden graag een algemene eenduidige uitleg zien.

Naast deze beheerdiensten geeft de AIFMD aan lidstaten de mogelijkheid om beheerders toe te staan bepaalde beleggingsdiensten als bedoeld in de MiFID-richtlijn te verrichten. Vanuit de Nederlandse sector is voorgesteld om de lijst met toegestane beleggingsdiensten uit te breiden



Iris Dingemans

Partner bij
Simmons & Simmons

met orderuitvoering. Dit is voor Nederlandse partijen belangrijk, gelet op de recente uitleg van het begrip 'vermogensbeheer' door de AFM.

Uitbreiding van toegestane beleggers

Het huidige AIFMD-paspoort ziet alleen op verhandeling aan 'professionele beleggers'. Vooral closed-end fondsen ervaren de definitie van dit begrip als te restrictief. Goedgeïnfommeerde beleggers met relevante kennis en ervaring, zoals bijvoorbeeld high net worth individuals of family offices, kwalificeren dikwijls niet als professionele beleggers. De opt-in regeling onder de MiFID-richtlijn biedt vaak geen oplossing. Meerdere respondenten stellen voor om een categorie 'semi-professionele' belegger toe te voegen en het AIFMD-paspoort voor verhandeling uit te breiden naar deze categorie.

Het voorstel dat er een AIFMD-paspoort voor verhandeling aan (echte) retailbeleggers zou moeten komen, wordt door respondenten gemengd ontvangen. Het invoeren van een retailpaspoort zou volgens hen in ieder geval niet mogen leiden tot een verdere aanscherping van de regels onder AIFMD voor beheerders die hun abi's niet aan deze categorie aanbieden.

Beperking van uitbestedingsmogelijkheden

Uitbesteding van kerntaken (zoals portefeuillebeheer) blijft een belangrijk aandachtspunt. De mogelijkheid tot uitbesteding is belangrijk voor een efficiënte toegang tot (externe) expertise. De Commissie en ook de respondenten verwachten dat daar de komende jaren geen veran-

dering in zal komen. Sterker nog, er zal naar verwachting, mede vanwege Brexit, meer uitbesteding naar partijen in derdelanden plaatsvinden. Uitbesteding mag niet leiden tot brievenbus-entiteiten als beheerders en adequaat risicomanagement moet gewaarborgd zijn.

De Commissie onderzoekt of er een maximum moet worden gesteld aan de mate van uitbesteding, bijvoorbeeld door het vaststellen van kernfuncties die niet mogen worden uitbesteed. Verder bekijkt de Commissie of de AIFMD-verplichtingen van toepassing zouden moeten zijn op de externe partijen aan wie wordt uitbesteed, ongeacht hun vestigingsplaats. Respondenten reageren over het algemeen terughoudend op voorstellen om de huidige regels te wijzigen. Zij wijzen onder meer op de directe impact op de bedrijfsvoering.

Uitbreiding rapportageverplichtingen

Het huidige instrumentarium voor het monitoren van de financiële stabiliteit wordt als nuttig ervaren door zowel de Commissie als een groot deel van de respondenten. Er ligt een advies om de bevoegdheden van nationale toezichthouders ten aanzien van onder meer liquidity management uit te breiden en te harmoniseren. In algemene zin onderschrijven de respondenten een verdere stroomlijning van de (uitleg van de) bestaande rapportageverplichtingen.

Ten aanzien van het voorstel van de Commissie om verdere bevoegdheden toe te kennen aan de toezichthouder wordt door respondenten opgemerkt dat dit

ook verlamrend kan werken en dus een averechts effect kan hebben op de financiële stabiliteit.

Aparte ESG-regels in de AIFMD?

Een andere vraag die in de evaluatie aan de orde komt, is of de AIFMD erin moet voorzien dat duurzaamheidsfactoren bij het samenstellen van een beleggingsportefeuille in acht moeten worden genomen. Een groot deel van de respondenten gaf aan geen nut te zien in het stellen van verplichtingen bovenop de SFDR-verplichtingen. Daarbij wordt nog gewezen op de aanpassingen van de AIFMD die worden gemaakt ten aanzien van de inachtneming van duurzaamheidsrisico's en -factoren door beheerders als onderdeel van het EU Action Plan on Sustainable Finance.² Respondenten stellen voor om deze ontwikkelingen af te wachten alvorens ESG-overwegingen mee te nemen in de herziening van de AIFMD.

Harmonisatie van de AIFMD en UCITS

Voorstellen tot harmonisatie van de AIFMD- en UCITS-regimes hebben onder meer betrekking op het invoeren van één vergunning en het gelijkrekken van regels op het gebied van bijvoorbeeld uitbesteding, berekening van leverage en liquiditeitsrapportages. De reacties op het voorstel tot een verdere harmonisering verschillen. Het UCITS-regime reguleert een specifiek retailproduct, terwijl de AIFMD ziet op de regulering van beheerders, die een breed scala aan producten kunnen aanbieden aan (vooralsnog alleen) professionele beleggers. Verschillende respondenten stellen dat dit verschil in onderwerp van de regulering juist een reden is om beide richtlijnen niet te

harmoniseren. Een aantal respondenten merkt op dat een eventuele harmonisatie beperkt zou moeten worden tot abi's aangeboden aan retailbeleggers.

Conclusie

Het algemene beeld dat volgt uit de evaluatie is dat de AIFMD naar behoren functioneert. Evenwel is een aantal punten vatbaar voor verbetering. Echter, na de ingrijpende gevolgen van de invoering van de AIFMD, pleiten respondenten voor zo min mogelijk wijzigingen. De markt is vooral gebaat bij een eenduidige uitleg van diverse begrippen en bepalingen in de AIFMD. Het wetsvoorstel van de Commissie wordt verwacht in het derde kwartaal van 2021. Eén centrale vraag resteert: blijft de AIFMD (vrijwel) onaangeroerd? Wordt vervolgd. ■

¹ Financial services – review of EU rules on alternative investment fund managers (europa.eu)

² <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/11960-Sustainable-finance-obligation-for-alternative-investment-fundsto-advise-clients-on-social-environmental-aspects>

IN HET KORT

De werking van AIFMD, de wetgeving die van toepassing is op een groot deel van de fondsenbeheerders, wordt op dit moment geëvalueerd.

Het algemene beeld is dat de wetgeving naar behoren functioneert.

Nationale gold plating, verschillende interpretaties en het beperkte toepassingsgebied tasten de doeltreffendheid aan.

De publieke consultatie had plaats aan de hand van een aantal thema's.

De algemene reactie op de publieke consultatie was: zo min mogelijk wijzigingen en vooral eenduidige uitleg.

Voorstel tot wijziging wordt in het derde kwartaal van dit jaar verwacht.

De slag om Europa

Door Hans Amesz

Toen hij aan zijn boek begon, dacht Rob de Wijk, Hoogleraar Internationale Betrekkingen aan de Universiteit Leiden en oprichter van het Den Haag Centrum voor Strategische Studies (HCSS), dat het met Europa nooit meer goed zou komen. China probeert Europa leeg te roven en de Russen zijn bezig het te ondermijnen, zo meende hij. Maar naarmate zijn onderzoek vorderde, werd De Wijk optimistischer. Wie op zich in laat werken hoe de met bloed doordrenkte geschiedenis is verlopen en hoe Europa zich uiteindelijk heeft ontwikkeld tot een welvarend en vreedzaam continent, kan volgens hem niet anders dan concluderen dat dit deel van de wereld veel weerbaarder is dan veel mensen denken.

Zijn conclusie is dat Europa zichzelf dankzij Trump, Xi, Poetin, Brexit en COVID-19 opnieuw aan het uitvinden is. Hij haalt de gezaghebbende Max Bergmann aan, die na de EU-top in juli 2020 zelfs over 'Europe's Geopolitical Awakening' sprak en van mening

was dat de 21ste eeuw weleens de eeuw van Europa zou kunnen worden. Mogelijk zou de EU geen klassieke supermacht worden, maar wel de belangrijkste speler van de wereld. De Wijk geeft Bergmann daarin voorzichtige gelijk.

De Brusselse macht is nu al zichtbaar, door de wijze waarop de EU haar burgers tegen potentaten als Xi, Poetin en destijds Trump kan beschermen, namelijk door, in ruil voor toegang tot de Europese markt, overal ter wereld een gelijk speelveld af te dwingen en wereldwijd bedrijven te dwingen zich aan Europese standaarden te houden.

Als Europa deze trend wil voortzetten, zullen gelijkgestemde landen de handen ineen moeten slaan. Dit zijn staten die elkaars waarden en opvattingen delen. Ze zullen het initiatief moeten nemen tot een fundamentele aanpassing van de wijze waarop Europa is georganiseerd. Dit vereist een andere mindset, aldus De Wijk. Zo zijn in zijn ogen afzonderlijke landen te klein om het geopolitieke spel te kunnen spelen en met veto's te kunnen vertragen. Daarom moet in de EU een meerderheidsbesluitvorming de norm gaan worden, ook op het gebied van buitenland-, veiligheids- en defensiebeleid!



Rob de Wijk
De slag om Europa
Balans
ISBN 9789463821254

De wederopstanding van China

Door Hans Amesz

De relatie tussen China en de grote mogendheden sinds 1840 staat centraal in 'De wederopstanding van China'. Frans-Paul van der Putten, Coördinator van het Clingendael China Centre, vertelt het verhaal van China's opkomst als nieuwe wereldmacht tegen de achtergrond van de confrontaties met andere machtige landen. Voor Europa leidt de expansie van China's internationale invloed volgens hem tot drie belangrijke risico's: het krimpen van de internationale ruimte voor de economische en politieke waarden die voor Europa van belang zijn, de erosie van het internationale concurrentievermogen van Europese bedrijven, en een verdere afname van het vermogen van de EU om een

zelfstandige geopolitieke koers te varen met betrekking tot grote mogendheden. De Communistische Partij behartigt haar eigen belangen zonder daarbij per se die van Europa te willen schaden, maar dat maakt de uiteindelijke gevolgen voor Europa niet minder ernstig. Daarom is het van belang, schrijft Van der Putten, dat de Europese landen zich stevig opstellen. Zoals China vanaf 1870 zijn geopolitieke kracht gestaag heeft opgebouwd, is het voor Europa nodig een eigen langetermijnvisie te ontwikkelen. Voor een zelfbewust en sterk Europa is China eerder een partner dan een dreiging, maar voor een zwak Europa vormt China een aanzienlijke dreiging. Drie stappen die Europa (dat wil zeggen de Europese Unie, haar lidstaten en de overige Europese landen, waar mogelijk als collectief) zou moeten zetten, zijn: de invulling van de economische relatie met China grondig herzien, beter inspelen op de toenemende strategische rol van ontwikkelingslanden en besluiten hoe zich op te stellen tegenover de Amerikaans-Chinese rivaliteit.



Frans-Paul van der Putten
De wederopstanding van China
Prometheus
ISBN 9789044641363

Value(s)

Door Joost van Mierlo

Iedere econoom leert dat de waarde en de prijs van iets twee verschillende dingen zijn. De prijs is het resultaat van marktwerking, de waarde is een persoonlijke observatie. Dat de twee toch veel met elkaar te maken hebben, tracht Mark Carney duidelijk te maken in dit kloekke boek.

Carney was een buitenbeentje toen hij tijdens de naweeën van de kredietcrisis werd benoemd als nieuwe gouverneur van de Bank of England. Dat werd hem nog eens ingewreven toen hij onversaagde kritiek leverde op de plannen om de EU te verlaten. Volgens veel Brexiteers ging hij zijn mandaat te buiten.

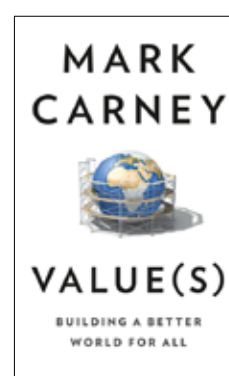
Carney trok zich er niets van aan. In dit boek maakt hij duidelijk waarom. Als bestuurder moet je je niet beperken tot technocratische overwegingen. Het is cruciaal om je bewust te zijn van je eigen normen en waarden. Het gaat erom deze als leidraad te hanteren bij je dagelijkse activiteiten.

Het is verleidelijk om dit boek van Carney te vergelijken met de minstens zo indrukwekkende

memoires die Alan Greenspan schreef. De verschillen zijn evident. Carney ontloopt zich als een Keynesiaan, die zich terdege bewust is van de grenzen van het marktkapitalisme. Greenspan was vooral de cijfervorser, die stelde dat er geen betere informatie beschikbaar was dan wat de markten hem vertelden.

Het is een opmerkelijk boek, al was het maar omdat Carney zich niet beperkt tot het citeren van economen, maar bijvoorbeeld ook John Lennon aanhaalt en zich laat inspireren door de Romeinse keizer Marcus Aurelius. Er is al veel kritiek geleverd op de pretenties van Carney. Hij zou zich heiliger voordoen dan hij is, wat mede wordt ingegeven door het feit dat hij zijn boek begint met overwegingen van paus Franciscus, die kritiek uitoefent op het blindstaren op eigenbelang dat ten grondslag ligt aan het marktdenken. Carney stelt zich kwetsbaar op, maar hij schroomt niet om zijn eigen tekortkomingen te adresseren. Zo kwam de kredietcrisis ook voor hem als een verrassing. Het gaat er in het formuleren van beleid om, om rekening te houden met 'unknown unknowns', is de les die hij hieruit destilleert.

Dat is natuurlijk niet eenvoudig, maar het helpt in ieder geval om je bewust te zijn van je eigen tekortkomingen, zo maakt Carney duidelijk.



Mark Carney
Value(s)
William Collins
ISBN 9780008421090

Post Growth

Door Joost van Mierlo

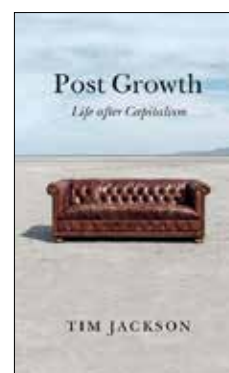
Als gevolg van de pandemie experimenteerde de wereld in 2020 met de meest verregaande vorm van non-kapitalisme in de recente geschiedenis, schrijft Tim Jackson, Hoogleraar Duurzame Ontwikkeling aan de Universiteit van Surrey. Het bracht Jackson op het idee om een boek te schrijven over 'Het leven na het kapitalisme', zoals de ondertitel van zijn boek Post Growth luidt.

Het is geen nieuw thema voor Jackson. Al jaren hamert hij op de grenzen van de groei, onder andere in het in het Nederlands vertaalde 'Welvaart zonder groei'. Maar nu is de tijd rijp voor verandering, tracht Jackson

duidelijk te maken. 'In de ruïnes die het kapitalisme heeft veroorzaakt, liggen de zaden voor fundamentele verandering', aldus Jackson.

Het gaat in zekere zin om extreme gevolgtrekkingen. Jackson vreest bijvoorbeeld dat de manier waarop het probleem van klimaatverandering wordt aangepakt alleen maar zal leiden tot een nieuwe bouw golf. Mensen blijven in zijn ogen geobsedeerd door groei, terwijl het in het leven om wezenlijker zaken gaat. De Griekse filosoof Aristoteles begreep dat volgens Jackson, maar wij zijn het vergeten.

De aanhoudende confrontatie van Jackson is aanstekelijk. Het is niet nodig om het met al zijn conclusies eens te zijn om de problemen die hij adresseert serieus te nemen.



Tim Jackson
Post Growth
Polity
ISBN 9781509542529

DIVERSITEIT IS EEN MUST EN GEEN LAST

Diversiteit en inclusiviteit vormen niet alleen een ethisch vraagstuk, maar zijn ook noodzakelijk om als organisatie relevant en veerkrachtig te blijven in de toekomst. Zie het als de kracht van de verschillen. Monocultuur is namelijk nooit goed. Dit zijn niet zomaar losse kreten, maar twee conclusies die ondersteund worden door een flinke verzameling van onderzoeken van de afgelopen jaren.

Door Wim Groeneveld

Veel bedrijven in de financiële sector hebben inmiddels diversiteit en inclusiviteit in hun duurzaamheidsprogramma's opgenomen als een belangrijk speerpunt. Met de wereldwijde economische crisis die de COVID-19-pandemie teweegbracht, ontstond echter oprechte bezorgdheid dat veel programma's zouden worden stopgezet, of op zijn minst bevroren.

Maar er lijkt geen weg terug. De ideeën over het type mensen dat nodig is voor een succesvolle bedrijfscultuur zijn veranderd. Dat heeft alles te maken met de impact van onder meer nieuwe technologie, nieuwe regelgeving, veranderende verwachtingen van klanten en het streven deze klanten aan een bedrijf te binden.

In zijn derde diversiteits- en inclusiviteitsrapport constateerde consultancybureau McKinsey vorig jaar echter nog dat wereldwijd de meeste bedrijven

sinds 2018 weinig vooruitgang hebben geboekt, stilstaan of zelfs achteruit zijn gegaan. Maar de auteurs van het rapport merkten ook op dat sommige bedrijven indrukwekkende vooruitgang hebben geboekt op het gebied van diversiteit. En dan met name in directieteam. McKinsey had sterke aanwijzingen dat bedrijven die hun investeringen in diversiteit en inclusiviteit hadden gehandhaafd of hadden verhoogd, beloond worden met betere financiële resultaten.

Kortom, je kop als een struisvogel in het zand steken voor de voordelen van diversiteit en inclusiviteit kan ertoe leiden dat je belangrijke kansen misloopt. Misschien betekent het zelfs je dooivonnis. De aandacht voor diversiteit en inclusiviteit groeit in elk geval in de financiële sector, zo merken vier door Financial Investigator bevroegde experts op het gebied van executive search, werving en selectie in de financiële sector.



‘Je wilt blauwe, gele, groene en rode karakters bij elkaar hebben.’

Josephine van der Vossen-Jonker

Partner bij Partners at Work

Wat is jullie visie op diversiteit in de meest brede zin van het woord?

‘Diversiteit binnen teams en organisaties is een belangrijke voorwaarde voor succes in de snel veranderende wereld van vandaag. Het verwelkomen van verschillen in achtergrond, zienswijze en persoonlijkheid zorgt voor betere besluitvorming, innovatie, samenwerking, klanttevredenheid en een aantrekkelijk werkklimaat.

In de ideale wereld hebben we het niet meer over mannen en vrouwen, niet over jongeren en ouderen en ook niet over roots. De juiste combinatie van achtergrond, werkervaring en persoonlijkheid maakt een team succesvol. Je wilt blauwe, gele, groene en rode karakters bij elkaar hebben – van een teamlid met een extraverte persoonlijkheid tot een bedaagder en risicoavers iemand.

Wij kijken bij de selectie van kandidaten niet alleen naar opleiding en werkervaring op een cv, maar ook naar persoonlijkheid, hobby's, interesses en nevenactiviteiten. Uiteindelijk wil je een team waarin de mensen elkaar aanvullen en uitdagen. Dat is spannend, maar een beetje wrijving geeft glans.’

Wat doen jullie concreet om diversiteit te bevorderen?

‘Diversiteit in de breedste zin van het woord is een belangrijk uitgangspunt bij onze searches. Wij bieden onze opdrachtgevers een keuze uit diverse kandidaten. De wereld van het asset management en de pensioensector behoren tot onze speerpunten. Daar hebben we de afgelopen achttien jaar een netwerk opgebouwd van diverse kandidaten met verschillende achtergronden.

Bij sommige searches kan het moeilijker zijn om een mix van geschikte kandidaten te vinden, maar wij gaan net zolang door totdat we de perfecte match hebben gemaakt. Wij zoeken waar anderen niet zoeken en vinden waar anderen niet vinden.

We spreken veel kandidaten oriënterend en coachen en begeleiden ze in een volgende stap in hun carrière. We benadrukken in gesprekken met onze opdrachtgevers de waarde van divers samengestelde teams. We laten bijvoorbeeld een jong talent met potentie zien naast een kandidaat met bewezen ervaring en trackrecord. Zo maak je kandidaten zichtbaar die nog niet op het vizier staan bij de opdrachtgever. Dat levert vaak een verrassende match op.

En we adviseren onze opdrachtgevers bijvoorbeeld om gesprekken met kandidaten door een divers samengestelde selectiecommissie te laten voeren. Daardoor kijk je met verschillende ogen naar een kandidaat en dat levert een afgewogen besluitvorming op. Vanwege onze succesvolle aanpak op het gebied van diversiteit hebben we in 2018 en 2019 de Executive Search Award van Talent naar de Top gekregen als meest toonaangevend searchbureau op dit gebied.’

Is de financiële sector wel op zoek naar echte diversiteit, of leiden selectiecriteria, zoals opleiding en ervaring, er vaak toe dat de diversiteit slechts aan de buitenkant zichtbaar is?

‘Wij krijgen regelmatig het verzoek om specifiek naar een kandidaat met een bepaalde achtergrond te zoeken. Bij het asset management en bij de pensioensector brengen wij bijvoorbeeld meer vrouwen, maar ook jongere kandidaten onder de veertig in beeld.

Daarnaast zijn er steeds meer hoog opgeleide talenten met een diverse culturele achtergrond werkzaam in de financiële sector. De vraag naar meer diversiteit in de financiële sector is niet alleen ingegeven door wetgeving, maar met name doordat daar wordt ervaren dat het toegevoegde waarde heeft.’



‘Diversiteit in het bedrijfsleven doorvoeren is complex.’

Chris de Groot

Managing Partner bij Financial Assets Executive Search

Wat is jullie visie op diversiteit in de meest brede zin van het woord?

‘Diversiteit gaat over ‘Cognitieve Diversiteit’, gedefinieerd als de mate waarin groepsleden conflicterende kennis, perspectieven, denkpatronen, ervaringen en ideeën hebben. Essentieel is hoe het brein functioneert, waarbij geheugen, leren, aandacht, taalvaardigheid, rekenvaardigheid, communicatie en creativiteit van groot belang zijn. Cognitieve diversiteit leidt tot een groepsdynamisch proces van interactie en discussie, en levert betere en creatievere oplossingen en ideeën op. Dat is vooral belangrijk binnen een directie of bestuur om complexe uitdagingen in de moderne economie op te lossen.

‘Demografische Diversiteit’ gaat over variatie in geslacht, leeftijd, etniciteit en of mensen al of niet gehandicapt zijn. Demografische diversiteit kan ervoor zorgen dat er een goede cognitieve diversiteit is in een bestuur, maar het is geen een-op-eenverhouding. En inclusiviteit gaat over ons gedrag, over bewuste en onbewuste keuzes voor een mindset, groepsgedrag en uitsluiting.’

Welke stappen zou de financiële sector concreet moeten zetten om diversiteit te bevorderen?

‘Ik denk dat we een goed voorbeeld kunnen nemen aan de City, waar mensen van een andere etniciteit en/of sekse al lang veel meer vertegenwoordigd zijn in de hogere echelons. Angelsaksische investment banks legden headhunters twintig jaar geleden al contracten voor waarbij een premie werd betaald voor het voorstellen van ondervertegenwoordigde groepen mensen. Boter bij de vis dus.

Selectie op leeftijd is in Nederland helaas ook geen onbekend verschijnsel. Dat is jammer, want er zijn gewoon goede vijftigplussers te vinden die blaken van energie, drive en niet te vergeten van kennis. Soortgelijk is de prioriteit voor het aannemen van gehandicapten eveneens relatief laag. Ouderen en gehandicapten worden onterecht vaak vergeten in het nieuwe diversiteitsstreven. In onze eigen praktijk kent overigens 40% van de plaatsin-

gen diversiteit naar gender, leeftijd of etniciteit.

Het vergroten van diversiteit begint aan de poort. Het feit dat de selectie van alle topposities in Nederlands al 25 jaar lang wordt uitbesteed aan steeds dezelfde drie buitenlandse headhunters helpt hier niet bepaald bij. Ik bedank Marry de Gaay Fortman graag voor mijn uitgebreide quote over vissen in dezelfde poel in haar bestseller ‘Verdrink geen dooie eend!’

Is de financiële sector wel op zoek naar echte diversiteit, of leiden selectiecriteria, zoals opleiding en ervaring, er vaak toe dat de diversiteit slechts aan de buitenkant zichtbaar is?

‘Als ik naar LinkedIn kijk, dan zie ik een grote reclamezuil vol met diversiteits- en duurzaamheidsprincipes. Niet altijd is het duidelijk of het louter gaat om ‘koop onze producten en diensten’, of dat er intrinsiek geloofd wordt in waarden en normen die met diversiteit samengaan.

De risico’s voor een breed gedragen diversiteit in onze maatschappij zitten hem nogal eens in geldzucht, politieke correctheid en hypocrisie. Politieke correctheid versluiert eigen carrièreambities alsook de eigen motivatie: gelooft iemand wel écht, vanuit eigen overtuiging, in een diverse werkvloer? Diegenen die het hardst roepen om diversiteit, zijn maar zelden geneigd hun eigen positie daarvoor af te staan.

Diversiteit in het bedrijfsleven doorvoeren is complex en helaas ook weerbarstiger dan we zouden willen: zodra duidelijk is dat er iemand per se vanuit een bepaalde etniciteit of sekse op een bepaalde positie moet komen, rennen andere getalenteerde professionals naar de concurrent. En wat doen we als blijkt dat, wanneer meer dan 40% van een bestuursorgaan divers is, de nieuw aangeworven andere etniciteit of sekse het gedrag overneemt van de rest van de groep?’



Caroline Goedvolk

Partner bij The Executive Network

‘Zorg ervoor dat de top steeds de diversiteits-spiegel voorgehouden krijgt voordat definitieve benoemingen plaatsvinden.’

Hoe hebben jullie het onderwerp diversiteit verankerd in jullie beleid?

‘Het zwaartepunt voor het realiseren van diversiteit ligt nu vooral nog bij de inhaalslag die vrouwelijke bestuurders en toezichhouders moeten maken in de topfuncties. Bij onze opdrachten zorgen wij bijvoorbeeld dat de kandidatenlijsten voor minimaal 50% bestaan uit vrouwelijke kandidaten. Maar diversiteit en inclusiviteit gaan verder dan dat. Onze stelregel bij de selectie van kandidaten is dat het potentieel dat kandidaten in zich hebben, ongeacht hun gender, culturele en seksuele diversiteit, (on)zichtbare handicap en cetera, centraal staat.’

Bij de uitwerking van search-opdrachten bewaken wij dat de shortlist ook voldoet aan deze diversiteitseisen. Dat is van belang om de uiteindelijk gewenste kandidaten – die bijdragen aan de visie van opdrachtgever – ook aan tafel te krijgen.

Verder meten wij als organisatie constant de diversiteit tussen mannen en vrouwen als het om geplaatste kandidaten gaat. De afgelopen jaren plaatsten wij tussen de 40% en 50% vrouwen. Ons streven is jaarlijks 50% vrouwelijke plaatsingen. We doen actief mee aan diverse bijeenkomsten voor vrouwen op weg naar de top en geven ook graag advies. Op deze manier blijven wij met hen in gesprek en ontmoeten we elke keer weer nieuwe vrouwen.

Tot slot nodigen wij periodiek wetenschappelijke experts en ervaringsdeskundigen op het gebied van diversiteit en inclusiviteit in de top uit en organiseren we interne workshops over deelthema's. Op die manier blijven we onszelf ontwikkelen op dit belangrijke onderwerp.’

Welke stappen zou de financiële sector concreet moeten zetten om diversiteit te bevorderen?

‘De belangrijkste stap is vooral om in de zoektocht naar geschikte kandidaten verder te kijken dan de eigen bekende kringen. Zorg ervoor dat de top steeds de diversiteitsspie-

gel voorgehouden krijgt voordat definitieve benoemingen plaatsvinden. De financiële sector heeft behoefte aan bestuurders en toezichhouders die bereid zijn de nek uit te steken en van diverse en inclusieve teams een speerpunt in de organisatie maken.

Verder dient, van hoog tot laag in de organisatie, het besef door te dringen dat een bestuur waarin iedereen gezien en gehoord wordt, écht leidt tot betere prestaties. En dat de organisatie door een meer diverse samenstelling een grotere maatschappelijke draagkracht heeft.

Ook binnen de organisaties zelf hoort dus in alle managementlagen actief gestuurd te worden op diversiteit. De benoemingen in de subtop van vandaag leiden tot de topbenoemingen van morgen. Een mooi voorbeeld daarvan is Bianca Tetteroo. Na diverse interne stappen is zij recent benoemd als voorzitter van de RvB van Achmea. De recente benoeming van Annette Mosman tot voorzitter van de RvB van APG is eveneens een goed voorbeeld.’

Is de financiële sector wel op zoek naar echte diversiteit, of leiden selectiecriteria, zoals opleiding en ervaring, er vaak toe dat de diversiteit slechts aan de buitenkant zichtbaar is?

‘Vanuit onze praktijk ervaren we dat in de financiële sector steeds meer de intrinsieke overtuiging leeft dat diverse teams beter zijn voor de organisatie. De vraag naar meer diverse kandidaten groeit gestaag, evenals de aanwas. Als in de toekomst het criterium opleiding bepalend gaat zijn, dan komt het met vrouwen wel goed. Al langere tijd leveren de universiteiten in Nederland meer vrouwelijke dan mannelijke afgestudeerden af bij bijna alle faculteiten en dat geldt zeker ook voor de toestroom van nieuwe studenten. De inhaalrace is echt begonnen en de eerder genoemde vrouwelijke benoemingen als voorzitter van de RvB zijn het bewijs dat wij op de goede weg zitten.’



Monique de Vos

Partner bij Chasse Executive Search

‘Diversiteit is steeds vaker een belangrijk selectie-criterium.’

Hoe hebben jullie het onderwerp diversiteit verankerd in jullie beleid?

‘Wij hebben ons vanaf de start in 2008 sterk gemaakt voor ‘diversiteit in de boardroom’. Divers samengestelde teams presteren aantoonbaar beter, dat is ook onze overtuiging. Wij hebben dan ook als een van de eerste headhunters het Charter ‘Talent naar de Top’ getekend en zorgen ervoor dat iedere longlist uit ten minste 30% mannen en ten minste 30% vrouwen bestaat.’

Sinds een aantal jaren richten wij ons niet alleen op diversiteit op grond van m/v-verhouding, maar ook op culturele diversiteit en generatiediversiteit. Onlangs volgden wij een boeiende opleiding ‘selecteren zonder vooroordelen’ via het College voor de Rechten van de Mens, om onze opdrachtgevers – en onszelf – bewust te maken van onze meestal aanwezige ‘biases’. We zoeken immers altijd graag een kopie van onszelf.’

Wat doen jullie concreet om diversiteit te bevorderen?

‘Om diversiteit te bevorderen moet je een divers aanbod aan kandidaten hebben. Dit betekent dat wij permanent oriënterende gesprekken voeren met bestuurders en toezichthouders die zouden kunnen bijdragen aan diversiteit in een organisatie.’

Daarnaast staat het onderwerp standaard op de agenda in al onze gesprekken met opdrachtgevers voor en tijdens het uitvoeren van opdrachten. Ook besteden wij aandacht aan het diversiteitsthema door het geven van presentaties en interviews en het publiceren van opinieartikelen.’

Is de financiële sector wel op zoek naar echte diversiteit, of leiden selectiecriteria, zoals opleiding en ervaring, er vaak toe dat de diversiteit slechts aan de buitenkant zichtbaar is?

‘Onze ervaring is dat de financiële sector zich zeer bewust is van de positieve impact van diversiteit op de organisatie en daarom zeer gemotiveerd is om diversiteit te bevorderen. En veel van de financiële instellingen zijn goed op weg. Bovendien is diversiteit steeds vaker een belangrijk selectiecriteria.’

Uiteraard zijn opleiding en vooral ervaring eveneens essentieel, zeker in een omgeving die streng gereguleerd is. Toch lukt het goed, maar uiteraard niet zonder stevige inspanning, om een divers palet aan kandidaten te vinden dat uitstekend voldoet aan de vereisten voor de functie en de externe toetsing (DNB/ECB/AFM) die soms plaatsvindt.

Het kost soms wel iets meer moeite om vrouwelijke kandidaten ervan te overtuigen dat zij toe zijn aan een volgende stap. Vrouwen focussen doorgaans – heel generaliserend – eerder op de functie-eisen waar zijn (nog) niet aan voldoen, terwijl mannen zichzelf vaak met meer zelfvertrouwen presenteren. Wij zijn niet van de school die zegt dat ‘Lehman Brothers niet zou zijn omgevallen als het Lehman Sisters zou zijn geweest’, maar veel niet-functionerende organisaties hebben aantoonbaar de boardroom dynamics en meer in het bijzonder de diversiteit in de boardroom niet op orde.

Dat is juist waar wij sterk in zijn: het samenstellen van een complementair en divers team. En daarom dragen we graag en veelvuldig bij aan een beter en meer transparant functionerende financiële sector.’

Wim de Ruijter

Van T. Rowe Price naar Baillie Gifford



1994
Bedrijfskunde,
Universiteit van
Groningen
1987
Gymnasium-B,
Amsterdam
1969
Geboren in Amsterdam

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

Heel goed! De eerste indruk is heel positief, waarbij de cultuur het allerbelangrijkste is. De gerichtheid op onze klanten en de samenwerking met de collega's spreken mij zeer aan.

U begon uw carrière bij Kempen Capital Management. Wat was uw functie daar?

Ik begon als een manusje-van-alles bij een toen nog kleine vermogensbeheerder. We groeiden snel en ik kreeg veel ruimte om me te ontwikkelen. In die periode heb ik ook mijn CFA-examens afgelegd. Langzamerhand kwam ik erachter dat ik word gedreven door de combinatie van inhoud en contact met relaties.

U heeft ook gewerkt bij Petercam, Mellon Global Investments, F&C en T. Rowe Price. Kunt u kort omschrijven welke kennis u daar heeft opgedaan?

Het was een buitenkans dat

ik behalve voor Nederlandse vermogensbeheerders ook heb kunnen werken voor zeer goede internationale organisaties. Naast het beheren van relaties heb ik hierdoor mijn kennis van de financiële markten in de volle breedte kunnen ontwikkelen.

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met Baillie Gifford?

Ik kende Baillie Gifford enigszins vanwege een aantal geweldige trackrecords van het bedrijf. Daardoor kwam ik ze tegen in de portefeuilles van grote beleggers. Eind vorig jaar hoorde ik dat er een Hoofd Relatiebeheer voor de Benelux werd gezocht. Eerder gebeurde het relatiebeheer vanuit het hoofdkantoor in Edinburgh, maar de wens was om met lokale expertise dicht bij de klanten te zitten. Ik was benieuwd om meer te horen over het geheim van hun succes. De combinatie van de zeer stabiele organisatie (een onafhankelijk 'partnership'), gericht op de bestaande relaties op basis van een beleggingsgedreven cultuur die echt gericht is op de lange termijn en duurzaamheid, hebben mij doen besluiten om te solliciteren.

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

In deze functie komen mijn ervaring en brede expertise samen. Succesvol actief vermogensbeheer is niet eenvoudig; het vereist een onafhankelijk langetermijn-

perspectief. Ik denk dat actief beheer een one-size-fits-all-beschrijving is geworden. Het is gekaapt door veel beheerders die denken dat het 'activiteit' suggereert en het simpelweg anders beleggen dan de benchmark. Dit is de reden waarom de meeste actieve beleggers er niet in slagen om op lange termijn een beter rendement te behalen dan passieve strategieën. Het collectief falen van actief beheer wordt door sommigen gezien als een argument om passief beheer te omarmen. Ik zie het als een kans om ons oorspronkelijke doel opnieuw te definiëren: het beleggen in tastbare, rendement genererende activiteiten. Wij ondersteunen bedrijven die nieuwe en betere manieren vinden om de goederen en diensten te produceren die de samenleving nodig heeft.

Vindt u het een uitdaging om opnieuw te beginnen?

Ik geniet van deze overstap. Het is belangrijk om continu te leren en te groeien. Een overstap naar een nieuwe organisatie brengt extra onzekerheid en spanning mee, maar zorgt er ook voor dat de ontwikkeling weer in een versnelling komt.

Wat verwacht u als Hoofd Benelux bij Baillie Gifford te realiseren?

Mijn prioriteit is om onze bestaande relaties goed van dienst te zijn. Ik denk dat het belangrijk is de kennis en kunde die wij als vermogensbeheerder hebben te delen met onze relaties.

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

Persoonlijke ontwikkeling is cruciaal. Wanneer deze ontwikkeling stilstaat, heeft dat op den duur ook impact op je persoonlijke omgeving. Door te blijven investeren in je kennis en kwaliteiten, geniet je ook meer van het leven in de volle breedte. ■

Lysanne van der Made

is benoemd tot Manager Risk, Legal & Compliance bij Pensioenfonds Rail & Openbaar Vervoer. Ze bekleedde dezelfde functie al eerder bij SPF Beheer.

Emilie Schols

is toegetreden tot de Raad van Toezicht van Stichting Mediahuis Nederland Pensioenfonds. Ze heeft ook zitting in de Raad van Toezicht van Pf. Achmea en in het Verantwoordingsorgaan van Pf. Van Lanschot.

Bart Heenk

is toegetreden tot het bestuur van Citigroup NL Pension Fund. Hij oefent deze functie uit naast zijn functies bij Avida International en Beter Pensioenbeheer.

Roland Bezemer

is begonnen als Interim Portfolio Manager External Managers bij Achmea IM. Eerder werkte hij bij Wilton Investment Services, ACTIAM, Syntrus Achmea en PGGM.

Siawash Safavi Nic

gaat verder als zelfstandig consultant onder de naam SSN Advisory. Hij neemt afscheid van Triple A - Risk Finance.

Gaëlle Malléjac

is benoemd tot Chief Investment Officer voor Verzekeringen en ALM Solutions bij Ostrum AM. Ze komt over van Groupama AM.

Aimée Stammeijer

is aangesteld als Head Compliance ABN AMRO Private Banking. Ze was daar eerder al werkzaam als Head Control & Regulations.

Monica Swalef

is benoemd tot Head of Pensions Advisory bij KPMG. De afgelopen 21 jaar was ze Managing Partner van haar eigen advies- en opleidingsbureau Swalef.

Maarten van der Spek

is aangesteld als Head of Strategy bij BNP Paribas Real Estate Investment Management. Hij komt over van Abu Dhabi Investment Authority.

Pieter Dekkers

is benoemd als Director Relationship Management Institutional Clients bij BlackRock. Hij komt over van Rabobank en werkte eerder bij Robeco, BNP Paribas AM en Credit Suisse.

Xander van den Biggelaar

is begonnen als Senior Portfolio Manager Sustainable Investing bij Coöperatie VGZ. Hij bekleedde al eerder een soortgelijke beleggersfunctie bij Coöperatie DELA.

Eric Tigrinate

is benoemd tot Director Investments Special Segments bij ABN AMRO MeesPierson. Hij was daar al sinds 2005 werkzaam in verschillende functies.

Erik-Jan van Dijk

is benoemd tot Global Head BSM Strategy & Model Books bij Rabobank. Hij komt over van Achmea IM.

Marcel de Kleer

is aangetreden als Senior Investment Reporting Manager bij Qmulus. Hij werkte eerder bij Wealth Management Partners, Ostrica Investments, IBS Capital Management en Delta Lloyd.

**Thomas Poulsen**

is door Kempen aangesteld als Director Business Development Nordics. Hij komt over van Dimensional Fund Advisors, waar hij verantwoordelijk was voor de Scandinavische regio.

Annette Mosman

is toegetreden tot de Raad van Toezicht van Netspar. Ze oefent deze functie uit naast haar werkzaamheden als CEO bij APG.

Mark Bobbink

is aangesteld als Senior Sales Manager Benelux bij Chahine Capital. Hij komt over van Nordea Asset Management en werkte eerder bij Pictet & Cie. en Bank Sarasin & Cie.

Marvin Vervaart

is aangesteld als Client Solutions Manager Asset Owners bij BNY Mellon. Hij was daar al sinds 2004 werkzaam en werkte eerder bij ABN AMRO Mellon Global Securities.

Nikkie Pelzer

is benoemd tot Impact Manager bij Triodos IM. Ze komt over van ACTIAM en werkte eerder bij SNS REAAL en SNS Asset Management.

Jeroen Rijkema

is toegetreden tot de Raad van Bestuur van Triodos Bank. Tussen 1985 en 2017 werkte hij bij ABN AMRO Bank, meest recentelijk als CEO Private Banking International.

Loes Wingens

is benoemd tot Hoofd van het Investment Strategies Sales Team van Van Lanschot Kempen. Ze kwam in 2009 bij Kempen Capital Management werken en maakt sinds 2015 deel uit van het Wholesale Team.

Hilde Veelaert en Dudley Keiller

zijn toegetreden tot de Management Board van ACTIAM in de rol van respectievelijk CIO en CFRO. Beiden waren al werkzaam bij ACTIAM.

Otto Hulst

is begonnen als Beleidsadviseur bij de Pensioenfederatie. Hij komt over van CACEIS, waar hij Hoofd Innovatie was. Hij blijft bestuurslid bij Pensioenfonds Kas Bank.

Rutger-Jan Leewens

is benoemd tot Hoofd van het Management Office van Van Lanschot Kempen. Hij was al sinds 2008 werkzaam bij Kempen & Co en Kempen Capital Management.

Nikhil Srinivasan

is toegetreden tot de Raad van Commissarissen van Anthos Fund & Asset Management. Hij werkte eerder bij Allianz Group en Generali Group, in beide gevallen onder meer als CIO.

Live Uitzending voor pensioenfondsen en bestuursbureaus over
Duurzaam beleggen in Real Assets onder het Nieuwe Pensioencontract

23 juni 2021 van 14:00 tot 17:00 uur

Digitaal volgen of op locatie bijwonen bij CBRE Capital Advisors, Amsterdam

Wat verandert er onder het Nieuwe Pensioencontract voor beleggingen in Real Assets? Hoeveel ruimte is er straks voor illiquide beleggingen? Wat is de impact van SFDR op uw beleggingen in Real Assets?

Hoe koppelt u uw MVB-beleid in Real Assets aan de SDGs? Zijn Real Assets meer of minder aantrekkelijk geworden door toenemende eisen op het gebied van ESG? Wat betekent klimaatverandering voor de Real Assets portefeuille?

Op **woensdagmiddag 23 juni van 14.00 tot 17.00 uur** zullen diverse experts op deze en andere actuele vragen ingaan onder leiding van dagvoorzitter **Wietse de Vries**, Partner bij Almazara | Real Assets Advisory.

Verschillende experts zullen hun visie met u delen, waaronder:

- **Vincent van Bijleveld**, Senior Adviseur Duurzaam Beleggen, Finance Ideas
- **Dan Grandage**, Head of ESG, Private Markets & Real Estate, Aberdeen Standard Investments
- **Erik Hulshof**, Pensioenfondsbestuurder, Voorzitter van beleggingscommissies en Adviseur bij verschillende pensioenfondsen
- **Bernardo Korenberg**, Head of Sustainability & Innovation, Bouwinvest Real Estate Investors
- **Barbara Maltha-Koppelman**, Director, CBRE Capital Advisors
- **Jeroen van der Put**, Pensioenfondsbestuurder en Voorzitter van Beleggingscommissies bij verschillende pensioenfondsen

De middag biedt **tot 16.00** uur een algemeen deel, dat zowel online als fysiek toegankelijk is. Voor pensioenfondsbestuurders die in persoon aanwezig zijn (let op: beperkt aantal toegangsplaatsen) is er **tot 17.00** uur verdieping in de vorm van aanvullende paneldiscussies met de keynote sprekers, met aansluitend een hapje en een drankje.

Registratie

Deelname aan het seminar is gratis en staat open voor pensioenfondsbestuurders en medewerkers van bestuursbureaus. Meerdere bestuursleden van een fonds zijn welkom. De Live Uitzending is digitaal te volgen óf op locatie bij te wonen bij CBRE Capital Advisors in Amsterdam (beperkt aantal toegangsplaatsen).

Voor het programma en registratie, ga naar www.financialinvestigator.nl/seminar-23-juni/

In samenwerking met:





DUURZAAMHEID STAAT CENTRAAL BIJ AL ONZE BELEGGINGSBESLISSINGEN

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



ENERGY
TRANSITION

De drie E’s van BNP Paribas Asset Management

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



ENVIRONMENTAL
SUSTAINABILITY

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



EQUALITY AND
INCLUSIVE GROWTH

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

Ons commitment voor duurzaamheid

Wij zien onszelf als beleggers die de wereld willen vormen: *future makers*. Wij zetten onze beleggingen — en onze invloed bij bedrijven en overheden — in voor een economie met een lage 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 France, Netherlands Branch (adres: Postbus 71770, 1008 DG Amsterdam) (“BNPP AM NED”), is een (vermogens)beheerder geautoriseerd door de Autoriteit Financiële Markten (“AFM”) om de activiteiten van de beheerder in Nederland uit te voeren, onder de naar Nederland gepaspoorte vergunning verstrekt door L’Autorité des marchés financiers (“AMF”) aan BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France, geregistreerd bij de AFM. Voordat u investeert in enig financieel instrument dient u het prospectus alsmede de Essentiële Beleggersinformatie (EBI) met informatie over het product, de kosten en de risico’s te lezen. Het prospectus, de EBI alsmede overige informatie zijn verkrijgbaar op de website: www.bnpparibas-am.nl. De in deze advertentie opgenomen opinies zijn het oordeel van BNPP AM NED op een specifiek moment en kunnen worden gewijzigd zonder voorafgaand bericht. BNPP AM NED is niet verplicht de hierin opgenomen informatie en opinies te actualiseren of te wijzigen.



**BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT**

**De duurzame belegger
voor een wereld
in verandering**