

FINANCIAL INVESTIGATOR

A professional portrait of David Diepbrink, a man with short dark hair and glasses, wearing a dark blue suit, white shirt, and blue tie. He is looking directly at the camera with a slight smile. The background is a neutral, textured grey.

FIDUCIAIR BEHEER: NOG MEER CONSOLIDATIE, MAAR MINDER CONCURRENTIE OP PRIJS

DAVID DIEPBRINK, MERCER

Onderschat kracht overheid niet!
Prof. Dr. Barry Eichengreen,
University of California, Berkeley

Ronde Tafel
Infrastructure Debt

Ronde Tafel
Balance Sheet Management &
Asset Management voor Verzekeraars



“En?
Welke aanpassingen
maken we in ons
beleggingsbeleid?”

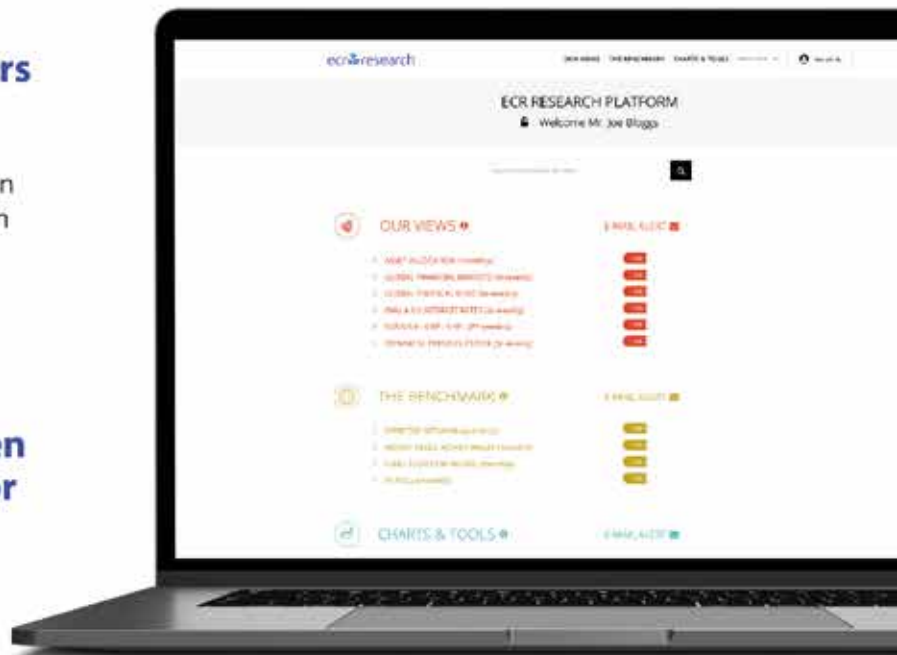
ECR Research ondersteunt beslissers in het vermogensbeheer

De corona-pandemie maakt duidelijk dat niet alles in modellen en cijfers te vatten is. Toch kunnen we een aantal markt-, economische en politieke trends onderscheiden die door de coronacrisis in een stroomversnelling komen.

Wereldwijd gelezen door duizenden professionals in de financiële sector

- ✓ Al ruim 40 jaar volledig onafhankelijk
- ✓ Fundamenteel, technisch en politiek
- ✓ Duidelijke afweging van standpunten
- ✓ Bondig, scherp en helder verwoord
- ✓ 3 research categorieën, 14 publicaties

De analisten van ECR Research investeren wekelijks 200 uur in het volgen van internationale topresearch, alle grote namen en de onafhankelijke research boutiques. Het beste van het beste teruggebracht tot de essentie.



Activeer uw gratis proefperiode

Vraag vandaag nog uw vrijblijvende kennismakingsperiode aan. Ervaar waarom 32 Centrale Banken werken met ECR. U heeft **volledige toegang** tot alle publicaties op ons platform. Elke publicatie is los te abonneren.

Ga naar www.ecresearch.com/investigator

HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

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

RAAD VAN ADVIES

Han Dieperink
 Justus van Halewijn
 Bob Homan
 Dries Nagtegaal
 Jeroen van der Put
 Karin Roeloffs
 Hans de Ruiter

REDACTIERAAD

Michiel Cleij
 Ronald Florisson
 Derya Gunaydin

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Tim Barlage, Hessel van Beijma, Frank van Blokland, Norbert Bol, Frits Bosch, Roland van den Brink, Stuart Brown, Wee Mien Cheung, Etienne Comon, David Diepbrink, Han Dieperink, Alexander Duckwitz, Barry Eichengreen, Pauline Fiastre, Jeroen Gielen, Cameron Goldie-Scot, Neal Hegeman, Kim Humby, Thijs Jochems, Moiz Khan, Remmert Koekkoek, Caroline Kors-Prins, Andy Langenkamp, Jeremy Leach, Vahid Monadjem, Paula Morée, Freddy van Mulligen, Daan Nijsen, Siya Ntutela, Dare Okoudjou, Michiel Pikelharing, Florent del Picchia, Pim Poppe, Jeroen van der Put, Pim Rank, Philippe Roset, Sviatoslav Rosov, Tom van Rijsewijk, Markus Schaan, Maureen Schlejen, Augustin Segard, Caspar Sniijders, Céline Tercier, Bart aan den Toorn, Tom Veerman, Joke Verbaan, Kees Verbaas, Florent Vlak, Esther Waal, Jan Willemsen en Anton Wouters.

FOTOGRAFIE

Ruben Eshuis Photography
 Fotovannoort
 Kees Rijken Fotografie
 Cor Salverius Fotografie

OPMAAK

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

DRUK EN DISTRIBUTIE

Scopus Business Media in samenwerking met PreVision

ADVERTENTIES

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

UITGEVER

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

ABONNEMENTEN

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

DISCLAIMER

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



Foto: Ruben Eshuis Photography

Jolanda de Groot / Hoofdredacteur

Enkele maanden geleden schreef ik op deze plek dat zestien door ons geraadpleegde vermogensbeheerders redelijk eensgezind waren over de economische vooruitzichten voor 2020: we zouden te maken krijgen met een bescheiden groei.

Hoe anders is de realiteit op dit moment!

De mondiale economie wordt door het coronavirus hard geraakt. Directeur Kristalina Georgieva van het IMF voorziet 'de ergste economische gevolgen sinds de Grote Depressie van de jaren dertig van de vorige eeuw'. Ze stelt zelfs dat het virus 'de sociale en economische orde met de snelheid van het licht heeft verstoord op een schaal die we ons niet kunnen herinneren'. De wereldwijde groei zal in 2020 'sterk negatief' worden.

Analisten van ING verwachten dat de Nederlandse economie dit jaar een hardere klap krijgt van de coronacrisis dan de meeste andere landen van de eurozone. Dat zou vooral door de grote flexibele schil komen. Als andere redenen noemen ze de relatief open Nederlandse economie en de neiging van consumenten om in tijden van crisis de hand flink op de knip te houden. In het basisscenario ziet ING de Nederlandse economie wel snel terugveren waardoor de krimp over het hele jaar uitkomt op 5,5%. ABN AMRO houdt het op een krimp van 3,8% en Rabobank op 5,0%. Volgens analisten van Rabobank kent de Nederlandse economie een goede uitgangspositie met een lage werkloosheid en gezonde overheidsfinanciën, maar is de economie tegelijkertijd gevoeliger voor schokken. 'Wij hebben onze zaken beter op orde dan veel andere landen in de eurozone, maar we hebben wel veel geld vastzitten in hypotheek en pensioenpotten'.

In deze editie wordt volop ingegaan op de (gevolgen van de) coronacrisis. Tijdens de Ronde Tafel over Balance Sheet Management en Asset Management voor Verzekeraars gingen de deelnemende experts in op de huidige waarderingen van beleggingscategorieën, na de enorme prijsval door de coronacrisis. De discussie ging ook over de vraag of corona als pandemisch risico goed was ingeprijsd door verzekeraars.

Barry Eichengreen, Hoogleraar Economie en Politieke Wetenschappen aan Berkeley, reageert op de vraag wat de meest relevante historische periode is om lessen uit te trekken als het gaat om de gevolgen van het coronavirus. Hij licht toe wat die lessen zouden moeten zijn.

Onze vaste columnisten Frank van Blokland, Pim Rank, Andy Langenkamp en Thijs Jochems bespreken in hun bijdrage achtereenvolgens COVID-19 en vastgoed, de juridische aspecten van de coronacrisis, de (on)ontkoombaarheid van stagflatie in het post-corona tijdperk en de vraag of pensioenfondsen door COVID-10 van de S-curve vallen.

In het coververhaal gaat David Diepbrink, de nieuwe Wealth Leader van Mercer, in op het nieuwe Pensioenakkoord, op de ontwikkelingen in de Nederlandse fiduciaire markt en op de wijze waarop Mercer zich in deze markt positioneert.

In wens u veel gezondheid toe in deze turbulente periode!

CORONACRISIS, SUPERTRENDS EN DISRUPTIEVE INNOVATIES IN VERMOGENSBEHEER**Educatieve bijeenkomst voor single en multi-family offices**

2 juli 2020: 14.00-17.30 uur

ABN AMRO MeesPierson, Amsterdam

De wereld om ons heen verandert snel, zoals we de afgelopen tijd allemaal hebben kunnen zien. Dat wat we als vanzelfsprekend ervaren, blijkt niet altijd vanzelfsprekend te zijn. Hoe speel je als belegger in op de coronacrisis, klimaatverandering, energietransitie, artificial intelligence, vergrijzing en de opkomende middenklasse in Zuidoost-Azië? Wat voor kansen biedt een verschuiving van de economische en politieke macht naar het Oosten?

Op donderdagmiddag 2 juli van 14:00-17:30 uur zullen de volgende experts de ontwikkelingen in deze vaak nog onontgonnen beleggingsgebieden belichten onder leiding van dagvoorzitter Mik Breek (Zelfstandig Bestuursadviseur en Eigenaar van Breek Bestuursadvies B.V.):

Sandra Philippen, PhD (Hoofdeconoom, ABN AMRO Bank), **Jason Hsu**, PhD (Chairman & CIO, Rayliant Global Advisors), **Gareth Payne** (Senior Client Portfolio Manager, Pictet Asset Management), **Philipp Müller** (Head of Investment Solutions, BlueOrchard Finance, onderdeel van Schroders), **Reinier Mijsberg** (Zelfstandig Consultant Vastgoed), **Jeroen Heine** (Managing Director, VP Capital) en **Marc Janssen** (Managing Director, Holtburgh Real Estate).

Kijk voor meer informatie en registratie op: www.financialinvestigator.nl

RWE

De slimste manier om met tegenwind om te gaan? Hem gebruiken.

Elk tijdperk kent zijn eigen energie. Nu is het de tijd van de hernieuwbare energie. Wij zijn een van 's werelds toonaangevende bedrijven op dit gebied. En deze positie willen wij behouden. Met enorme investeringen: 5 miljard euro netto in de komende drie jaar. Voor elektriciteit die schoon, betrouwbaar en betaalbaar is. Het nieuwe RWE. Klimaatneutraal in 2040.



Coververhaal

- 12 Fiduciair beheer: nog meer consolidatie, maar minder concurrentie op prijs**, Interview met David Diepbrink, Mercer

Thema Balance Sheet Management & Asset Management voor Verzekeraars

- 20 Ronde Tafel Balance Sheet Management & Asset Management voor Verzekeraars**

Thema Fiduciair Management & Externe Manager Selectie

- 30 Managerselectie is een kwestie van 'art and science'**, Interview met Freddy van Mulligen, Achmea Investment Management, en Kees Verbaas, Altis Investment Management
- 34 De actuele stand van fiduciair beheer**, Harry Geels
- 40 Bredere blik op renteafdekking bewijst zijn waarde**, BMO Global Asset Management

Thema Infrastructure Debt

- 46 Ronde Tafel Infrastructure Debt**

Wetenschap en praktijk

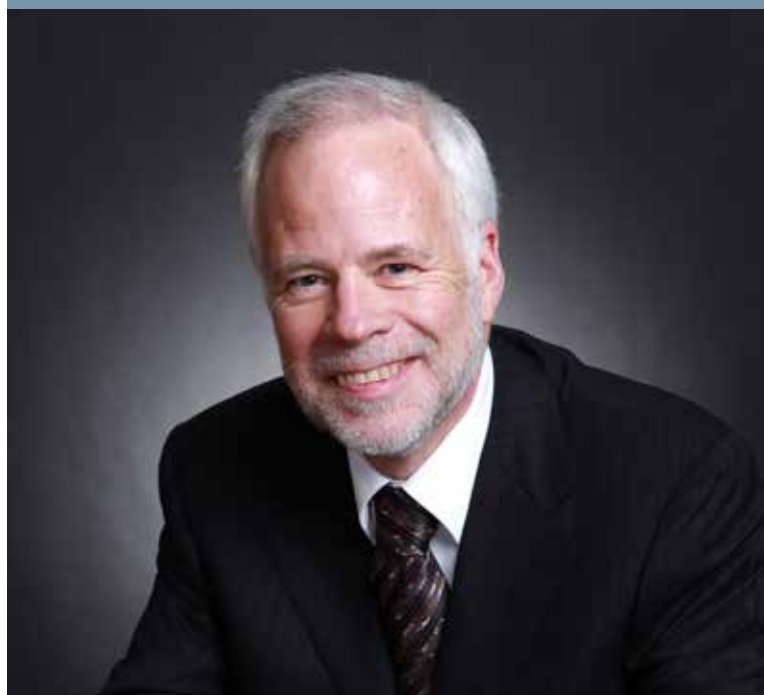
- 8 Onderschat kracht overheid niet!**, Interview met Prof. Dr. Barry Eichengreen, University of California, Berkeley
- 16 Anders kijken**, Interview met Florent Vlak
- 56 Zijn diversiteit en een vrouwenquotum voor bedrijfsleven en pensioenfondsen verstandig?**, Frits Bosch
- 60 Tackling financial inclusion in Africa**, Goodwell Investments
- 64 Een keerpunt voor klimaatverandering**, Aberdeen Standard Investments

Gesponsord

- 36 Wij zien fiduciair management vooral als partnership**, Interview met Maureen Schlejen, NN Investment Partners
- 42 Fiduciair fungeert als verlengstuk van pensioenfondsbestuur**, Interview met Anton Wouters, BNP Paribas Asset Management



Fiduciair beheer: nog meer consolidatie, maar minder concurrentie op prijs
12



Onderschat kracht overheid niet!
8



Ronde Tafel Infrastructure Debt 46



Ronde Tafel Balance Sheet Management & Asset Management voor Verzekeraars 20

RONDE TAFELS 2020

→ RONDE TAFEL FACTOR INVESTING EN SMART BETA IN FIXED INCOME: 15 MEI

→ RONDE TAFEL VASTGOED: 16 JUNI

SEMINARS 2020

→ PENSIOENFONDSSEMINAR FIDUCIAIR MANAGEMENT EN UITBESTEDING VAN DE EXTERNE MANAGER SELECTIE: 15 JUNI

→ PENSIOENFONDSSEMINAR MAATSCHAPPELIJK VERANTWOORD BELEGGEN IN REAL ASSETS: 22 JUNI

→ SEMINAR CORONACRISIS, SUPERTRENDS EN DISRUPTIEVE INNOVATIES IN VERMOGENSBEHEER: 2 JULI

→ SEMINAR ESG, IMPACT INVESTING AND IMPLEMENTATION OF THE SDGS: 6 OKTOBER

55 **Duurzaam beleggen in infrastructure debt vraagt om een afweging per project,**

Interview met Augustin Segard, Schroders

58 **Op zoek naar de juiste ESG-index, ACTIAM**

62 **Drie misverstanden over Emerging Market Credits ontzenuwd,**

Pictet Asset Management

66 **Obligatie-ETF's bewijzen zich in volatiele markten,**

State Street SPDR ETF's

Columns

11 **CFA Society VBA Netherlands:** Pensioenen en private markten – voorzichtigheid is geboden

19 **IVBN:** Vastgoed en de coronacrisis

33 **Pim Rank:** Coronacrisis: voer voor juristen!

39 **Andy Langenkamp:** Stagflatie onontkoombaar in het post-coronatijdperk?

45 **Han Dieperink:** Een duurzaam hoger rendement

70 **Thijs Jochems:** COVID-19: Vallen pensioenfondsen nu van de S-curve?

Rubrieken

6 Kort Nieuws

68 Boeken

71 On the move special: **Hessel van Beijma**

72 On the move kort

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



Mark Lewis, Global
Head of Sustainability
Research bij BNP Paribas
Asset Management

THE HARD ROAD AHEAD FOR OIL

Nieuw onderzoek van BNP Paribas Asset Management toont aan dat de olieprijs op termijn fors omlaag moet om concurrerend te blijven voor transportgebruik.

- Kijkend naar de kosten/baten kan olie op de lange termijn onmogelijk concurreren met hernieuwbare energiebronnen.
- Zo zijn de marginale kosten van hernieuwbare elektriciteit over de korte termijn nul, is deze energiebron schoner, en zou deze gemakkelijk tot 40% van de mondiale olievraag kunnen vervangen.
- De olie-industrie moet zich het lot van de nutsbedrijven herinneren.

In een recente white paper kijkt Mark Lewis, Global Head of Sustainability Research, naar het energierendement op een investering van 100 miljard USD in óf olie óf hernieuwbare energie. Zijn

analyse laat zien dat de voordelen van wind- en zonne-energie op termijn die van olie ver overtreffen.

Hoeveel nuttige energie halen we uit de diverse bronnen?

Uit de analyse blijkt dat voor dezelfde kapitaalinvestering, nieuwe wind- en zonne-energieprojecten 6-7 keer meer nuttige energie voor lichte elektrische batterijvoertuigen produceren dan olie à 60 USD per vat voor benzine-aangedreven voertuigen, en 3-4 keer meer in het geval van dieselloftuigen. Dat betekent dat voor benzine om concurrerend te blijven als energiebron voor mobiliteit, de langetermijnbreak-even olieprijs 9-10 USD per vat moet bedragen; voor diesel is dit 17-19 USD.

Olie heeft een enorm voordeel - voor nu

Nu nog is de olie-industrie zo omvangrijk dat ze vrijwel direct grote hoeveelheden kan leveren. Nieuwe wind- en zonne-energieprojecten leveren hun energie over een levensduur van 25 jaar.

De *economics* van olie verslechteren echter gestaag, met vergaande gevolgen. De grote oliemaatschappijen zouden er goed aan doen zich de snelheid te herinneren waarmee het landschap voor Europese nutsbedrijven de afgelopen tien jaar is veranderd door wind- en zonne-energie.

Gedetailleerde uitleg over de bedreiging van de olie-industrie vindt u op investors-corner.bnpparibas-am.com



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

KPMG: Institutionele beleggers zetten duurzaamheid steeds hoger op agenda

Institutionele investeerders, zoals pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen, zetten maatschappelijk verantwoord beleggen en actief eigenaarschap steeds hoger op de agenda. Meer en meer beleggers verplichten hun vermogensbeheerders om overwegingen op het gebied van ESG mee te nemen bij investeringsbeslissingen. Uit het onderzoek Sustainable Investing van KPMG blijkt dat ruim 80% van de institutionele beleggers zijn zinnen inmiddels heeft gezet op beleggingen die, naast het behalen van voldoende rendement, rekening houden met de maatschappelijke impact die dit met zich meebrengt. Het onderzoek is uitgevoerd onder

bijna 150 institutionele beleggers, hedgefund-managers en long only-managers in dertien landen die ruim \$ 6.000 miljard beheren. 'Tot voor kort waren veel institutionele beleggers vooral uit op absolute rendementen', zegt Leonie Jesse van KPMG Sustainability. 'Nu beogen beleggers met hun investeringen én voldoende rendement én een positieve sociale impact. Mede ingegeven door wet- en regelgeving en druk vanuit hun stakeholders, maar zeker ook met oog voor de mogelijke risico's en kansen die gepaard gaan met ESG, verwachten zij van hun vermogensbeheerders dat zij hier bij hun beleggingsbeslissingen rekening mee houden.'



De agenda van Paula Morée

PRIORITEITEN ZAKELIJK

- De ondersteuning van bestuur, commissies en andere fondsgremia van mijn klant, voor vergaderingen/organisatie, advies, beleidsvoorbereiding, regie en monitoring, samen met een klantteam (met een adviseur, een beleidsmedewerker en een secretaresse). Ik kan ook steeds de brede expertise binnen Montae & Partners aanspreken. Wij garanderen kwaliteit en continuïteit, zodat het bestuur kan focussen op zijn bestuurstaak;
- Aanspreekpunt zijn voor bestuur, commissies, fondsgremia, adviseurs, sociale partners en toezichthouders;
- Crisismanagement vanwege de uitbraak van het coronavirus en de gevolgen hiervan voor de pensioenuitvoering, de vermogensbeheerkant en de financiële positie van het pensioenfonds;
- Toekomstonderzoek van mijn klant en het mogelijk opgaan in een ander pensioenfonds;
- Reguliere, terugkerende onderwerpen (jaarwerk, actualisatie fondsdocumenten, waaronder ABTN, statuten en reglementen).

PRIORITEITEN PRIVÉ

- Als gezin goed en verantwoordelijk omgaan met de overheidsmaatregelen vanwege corona en daarbinnen het goed met elkaar hebben;
- Lezen (Jo Nesbø is momenteel favoriet);
- Fotograferen (meer op gevoel dan op techniek);
- (Familie)geschiedenis;
- Vrijwilligerswerk: collecteren en het organiseren van de najaarsmarkt. De opbrengst is voor een goed doel.

Pensioenfondsbesturen ontzorgen door hun spin in het web te zijn; dat is wat deze Senior Bestuursadviseur buitengewoon gelukkig maakt! In 2000 kwam ze in aanraking met pensioenen, eerst bij Syntrus Achmea als Beleidsmedewerker en later als Accountmanager voor diverse sectoren (Agrarische, Slagerssector, Sigarenssector, Sector Recreatie, het Hoveniersfonds), waar ze betrokken was bij de uitvoering van hun fondsen en regelingen. Later bewees ze daar haar kracht als Bestuursadviseur bij Pensioenfonds Detailhandel en Pensioenfonds Kappers. Als Senior Bestuurssecretaris/Key-Accountmanager bij Administratie Groep Holland (AGH) werkte Morée nadien voor het Molenaarspensioenfonds en Pensioenfonds Dranken (inmiddels geliquideerd). De molenaars bedient ze nog steeds met groot plezier, maar nu vanuit Montae & Partners.

VCP: Coronacrisis toont noodzaak andere rekenrente

De Vakcentrale voor Professionals (VCP) maakt zich grote zorgen over de pensioenen. Door de economische gevolgen van de corona-uitbraak zijn de beurzen hard onderuit gegaan, waardoor pensioenfondsen minder kunnen uitkeren. Volgens de VCP is nu het moment om de lage rekenrente die pensioenfondsen moeten gebruiken, los te laten.

Volgens VCP-bestuurder Ruud Stegers raakt het kant noch wal om vast te houden aan een rentesysteem waarmee op basis van de rentestand van vandaag, voorspellingen worden gedaan over te behalen rendementen voor de komende veertig jaar. 'Beleggingen kunnen stijgen of dalen. Dat snapt iedereen. Maar dat pensioenfondsen langjarig met extreem lage rendementen moeten rekenen, begrijpt niemand.'

Dat rendementen van jaar tot jaar flink kunnen verschillen, is niet nieuw: rond de economische crisis van 2008 waren er twee opeenvolgende jaren met plussen en minnen tot 20%. 'Dat de huidige minnen op de beurs nu stapelen met de gevolgen van voorschriften over de rente, maakt dat het zo extreem uitpakt', stelt VCP-bestuurder Stegers.

Linksom of rechtsom zal moeten worden overgestapt naar een realistische rente, welk pensioenstelsel we ook hebben, stelt de VCP. Bij een uitlegbare rente zullen de pensioendeelnemers begrip kunnen opbrengen voor de consequenties van die rente, verwacht de VCP. 'Je kunt nooit voorspellen hoe de beurzen zich gedragen, dat hebben we de afgelopen jaren wel gezien. Mensen begrijpen heel goed dat je geen echte zekerheid kunt bieden. Maar dit rentesysteem is niet uit te leggen. Daarom zeggen wij tegen de minister: stop ermee en gebruik een stabiele, reële rendementsverwachting, zodat je weet waar je aan toe bent.'

Altera wint de GRESB/BREEAM Award

Vastgoedbelegger Altera heeft de GRESB/BREEAM Award for Responsible Investing ontvangen, tijdens de BREEAM Awards 2020 in Londen. De BREEAM Awards zijn een erkenning voor bedrijven in de vastgoedsector die investeren in duurzame certificering van hun portefeuille, en voor hun inzet om betere resultaten te behalen op het gebied van duurzaamheid. De Responsible Investment-award is gebaseerd op verschillende criteria, zoals het percentage vastgoed met een BREEAM-certificering, de GRESB-score als maatstaf voor ESG-prestaties en de betrokkenheid van de manager bij duurzaamheid.

Capital Group: Uiteindelijk zullen financiële markten weer opleven

Als de uitbraak van het coronavirus in de rest van de wereld een vergelijkbaar patroon volgt als in China, is er reden tot voorzichtig optimisme voor de financiële markten. Dat schrijft vermogensbeheerder Capital Group in een paper over de laatste stand van zaken, genaamd 'COVID-19 impact on economies and markets'.

'Op dit moment is het niet realistisch om snel herstel te verwachten. Er is een aanzienlijke kans dat de situatie eerst nog slechter wordt, voordat ze verbetert. Beleggers zullen zich geleidelijk aanpassen aan de vooruitzichten op een vertragende economie. Het sentiment op de beurzen blijft waarschijnlijk volatiel, afhankelijk van het wereldwijde verloop van het virus en de maatregelen die worden genomen om het virus te bestrijden.

Maar uiteindelijk zullen de markten weer opleven, net als bij elke voorgaande crisis. Voorspellen wanneer dat gebeurt, is bijzonder moeilijk. Het komt vaak op een moment dat het marktsentiment extreem negatief is. Maar als dat gebeurt, zullen de beleggers die voorbij de dagelijkse volatiliteit kijken en zich op de lange termijn kunnen richten, uiteindelijk worden beloond,' aldus het rapport.

PGGM belegt 20 miljoen euro in Noorse corona-obligatie

Pensioenbelegger PGGM heeft namens Pensioenfonds Zorg en Welzijn 20 miljoen euro belegd in een obligatie van de Scandinavische investeringsbank Nordic Investment Bank (NIB). De NIB is de ontwikkelingsbank van Scandinavische en Baltische staten en heeft een AAA-kredietstatus.

NIB haalde op de kapitaalmarkt 1 miljard euro op met de uitgifte van een driejaars-COVID-obligatie. De opbrengst van deze COVID-19 Response Bond wordt gebruikt ter bestrijding van de gevolgen van de coronacrisis in de Scandinavische landen en de Baltische staten. Leningen die de bank met de opbrengst zal uitgeven, zijn bedoeld voor lokale overheden, banken en bedrijven die bijdragen aan het verbeteren van de lokale gezondheidszorg. Ook kunnen er maatregelen worden gefinancierd ter ondersteuning van diegenen die worden getroffen door de gevolgen van het virus.

Voor PFZW is de obligatie een stabiele en innovatieve belegging die bijdraagt aan een goed pensioen voor haar deelnemers die werken in de sector zorg en welzijn. Tevens draagt deze belegging bij aan het impactthema gezondheidszorg, waar PFZW zich op richt. Op deze wijze kan met pensioenkapitaal financieel rendement worden gecombineerd met maatschappelijke opbrengsten.

Onderschat kracht overheid niet!

DOOR JOOST VAN MIERLO

Overheden bezitten een fenomenale kracht om crises te bestrijden, maar daar maken ze niet vaak gebruik van. Dat geldt zeker voor de huidige generatie populistische leiders, die huiverig zijn voor overheidsingrijpen. Dat is de stellige overtuiging van Barry Eichengreen, Hoogleraar Economie en Politieke Wetenschappen aan de Universiteit van California in Berkeley (San Francisco).

Als economisch historicus worden zijn inzichten in toenemende mate als relevant beschouwd. Dat is geen wonder. Na decennia van relatief stabiele groei hebben diverse economische schokken in de afgelopen 10 jaar de wereld flink opgeschud. Dan komt historische kennis goed van pas.

Kijk bijvoorbeeld naar de kredietcrisis van 2008. Eichengreen verwierf veel aanzien met zijn boek 'Hall of Mirrors'. Daarin ging Eichengreen uitgebreid in op de lessen van de economische crisis in de jaren dertig. Overheden, en dan vooral de Amerikaanse overheid, reageerden traag en met onvoldoende overtuiging, zo stelt Eichengreen.

Diezelfde reactie ziet Eichengreen nu in westerse landen, waar een nieuwe crisis dreigt als gevolg van de uitbraak van het coronavirus. Een recessie lijkt onvermijdelijk en ook nu hebben overheden veel middelen tot hun beschikking om een depressie te voorkomen.

Eichengreen grijpt niet alleen terug op de crisis van de jaren dertig, maar haalt ook de beide wereldoorlogen aan, en vooral de periodes die daar direct op volgden.

Wat is volgens u op dit moment de meest relevante historische periode om lessen uit te trekken als we kijken naar de gevolgen van het coronavirus? En wat zouden die lessen moeten zijn?

'De meest voor de hand liggende vergelijking is natuurlijk die met de uitbraak van de Spaanse Griep, net na de Eerste

Wereldoorlog. We zien op dit moment grote verschillen in de manier waarop landen en Amerikaanse steden de crisis aanpakken. Dat was in 1918 met de Spaanse Griep ook het geval. De sterftcijfers verschillen afhankelijk van de snelheid waarmee landen of steden een uitgaansverbod instellen. Het is ook afhankelijk van hoe rigoureuus het uitgaansverbod wordt doorgevoerd. Een 'total lockdown' werkt het beste, toen en nu. Het gaat hier vooral om de gevolgen voor de gezondheidszorg.

Het is lastig om op basis van de ervaringen net na de Eerste Wereldoorlog conclusies te trekken voor de macro-economische gevolgen van de uitbraak van het virus. Dat is misschien jammer, maar er was destijds nu eenmaal sprake van uitzonderlijke omstandigheden. Dan hebben we het natuurlijk vooral over de gevolgen van de Eerste Wereldoorlog zelf.

Ik denk zelf op dit moment trouwens meer aan de periode tijdens de Tweede Wereldoorlog. Toen werd de economische productie massaal omgeschakeld. Eerder was de Amerikaanse, en wereldwijde, industrie vooral gericht op de productie van consumptiegoederen. Dat veranderde in een enorm tempo om oorlogsmateriaal te produceren. We zien op dit moment een vergelijkbare behoefte om middelen ter beschikking te stellen aan de gezondheidszorg. Ik denk dat de lessen van de Tweede Wereldoorlog kunnen helpen om in te zien dat meer overheidsingrijpen noodzakelijk is. Dan gaat het over het aansturen van de productie en het controleren van de toevoer van noodzakelijke materialen. Dat gebeurt op dit moment (het interview dateert van eind maart, red.) nog niet. De econoom James Galbraith van de Universiteit van Texas heeft daar interessante ideeën over. Diens vader (de bekende econoom John Kenneth Galbraith, red.) was betrokken bij de prijscontroles die de Amerikaanse regering in de Tweede Wereldoorlog doorvoerde. Hij denkt dat iets dergelijks op dit moment opnieuw noodzakelijk is.'

Ik denk dat de lessen van de Tweede Wereldoorlog kunnen helpen om in te zien dat meer overheidsingrijpen noodzakelijk is.

De huidige leiders in de wereld, zoals Donald Trump en Boris Johnson, zijn gekozen in een periode die u 'The Populist Temptation' heeft genoemd. Hoe reageren zij op de huidige crisis?

'Populistische politici in het algemeen, en populistische leiders in het bijzonder, zijn van nature wantrouwig als het gaat om overheidsingrijpen. Ze zijn daardoor traag met het inzetten van het volle gewicht van het overheidsapparaat nu er een crisis is uitgebroken. Neem Donald Trump. Hij heeft op sommige plekken de National Guard, een soort reserveleger, ingezet. Maar waar is het leger zelf? En dan heb ik het vooral over de vele medische specialisten die daar werken.

Een ander probleem is dat populistische leiders een aversie hebben tegen de meningen van 'experts'. Ze zien experts als vertegenwoordigers van de door hen verafschuwde 'elite'. We hebben de afgelopen tijd gezien dat de Amerikaanse president Donald Trump adviezen om de zorgwekkende 'piek' in de epidemie te drukken, in de wind heeft geslagen. Hij deed suggesties die rechtstreeks in tegenspraak waren met het advies van experts. Bijvoorbeeld door mensen te beloven dat ze, ver voordat dit verantwoordelijk werd geacht, weer snel aan het werk konden gaan.

In het Verenigd Koninkrijk zie je dat premier Boris Johnson veel later voor een uitgaansverbod koos dan men elders deed. Hij liet scholen langer open en huiverde om massabijeenkomsten te verbieden. Alles gebeurde erg laat. Dat is typisch en niet erg bemoedigend.'

De kredietcrisis werd indertijd vooral 'opgelost' met massale interventies door centrale banken. Was dit met de kennis van nu de beste manier om de problemen te bezweren?

'De crisis van 2008 was een financiële crisis en kon dus worden bestreden met het verstrekken van de op dat moment noodzakelijke liquiditeit door centrale banken. Het was bovendien cruciaal dat banken en andere financiële instellingen destijds werden gesteund met het versterken van hun balans. Daarnaast werd er enige steun gegeven door overheden om ervoor te zorgen dat de werkloosheid niet te hoog zou oplopen.

Al met al kan je zeggen dat overheden indertijd de juiste maatregelen namen. Het enige wat ik ook toen al zei, is dat het allemaal niet snel genoeg ging en niet massaal genoeg was. Dat geldt met name voor de stimuleringsmaatregelen die de diverse overheden namen om de economische groei aan te wakkeren.

Nu gaat het in eerste instantie om een crisis in de gezondheidszorg, al is het waarschijnlijk dat deze ook overslaat naar de financiële sector. Er ligt dan ook een taak voor centrale banken om de liquiditeit in het financiële systeem te waarborgen.

Centrale banken reageren nu sneller dan in 2008. Die les lijken ze in ieder geval te hebben geleerd. Maar het beschermen van de financiële sector is nog niet hetzelfde als het voorkomen van een ernstige economische crisis.

Het belangrijkste zijn echter de maatregelen die genomen worden om de gezondheidszorg te beschermen. Vandaar de nadruk op handen wassen, thuis blijven en onderling afstand houden waar nodig.



Foto: Archief Barry Eichengreen

CV

- 1952: Geboren in Californië, VS;
- 1976: Studie Economie Yale University;
- 1978: Studie Geschiedenis, Yale University;
- 1979: Promotie Economie, Yale University;
- 1980: Assistent Hoogleraar Economie Harvard University;
- 1986: Hoogleraar Economie University of California Berkeley;
- 1992: Boek: The Gold Fetters, The Gold Standard and the Great Depression;
- 2006: Boek: Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods;
- 2015: Boek: Hall of Mirrors;
- 2018: Boek: Populist Temptation.

Daarna worden de monetaire en budgettaire prikkels relevant. Die kunnen voorkomen dat er vermijdbare schade aan de economie wordt toegebracht. Ze kunnen mensen helpen die hun baan verliezen, hun inkomen zien dalen of die geen toegang meer hebben tot gezondheidszorg als gevolg van een gebrekkige verzekering. Maar dat is niet genoeg om een recessie te voorkomen. De recessie is een logisch gevolg van het feit dat veel mensen noodgedwongen thuiszitten.'

U heeft het over het verschaffen van noodzakelijke liquiditeit door centrale banken. Maar hebben die niet het grootste deel van hun kruit verschoten met de aanpak van de vorige crisis? De Fed-rente in de Verenigde Staten was laag en elders zelfs rond het nulpunt. Hoe effectief kan monetair beleid dan nog zijn?

'Oh, er zijn nog meer dan genoeg instrumenten beschikbaar. Kijk alleen al naar wat de Bank of Japan nu reeds jarenlang doet. Centrale banken kunnen veel meer, ze kunnen de rentes van staatsobligaties limiteren. Dat gebeurde bijvoorbeeld in de Tweede Wereldoorlog.

Centrale banken kunnen bedrijfsobligaties gaan opkopen, ze kunnen zelfs aandelen gaan kopen. De Federal Reserve kan daarnaast ook nog de hoeveelheid dollar swaps met buitenlandse centrale banken uitbreiden. Ik ben het duidelijk niet eens met de toon van de vraag. Er zijn nog tal van niet gebruikte middelen beschikbaar waar centrale banken gebruik van kunnen maken.'

Centrale banken moeten meer schuld op zich nemen. Hetzelfde geldt voor overheden, zegt u. Het lijkt de traditionele manier om een crisis te bezweren. Maar de rekening van de vorige crisis, en talloze tussentijdse kleinere crises, is nog niet terugbetaald. Is het niet wachten op het moment dat deze hele schuldenberg ontploft en er een economische crisis komt die zijn gelijke in de geschiedenis niet kent?

'Dat is geenszins noodzakelijk. Laten we er eens van uitgaan dat het wereldwijde nationale inkomen (GDP) de komende zes maanden met 50% daalt, om daarna weer terug te keren tot het 'normale' niveau van voorheen. Dat is een extreem scenario en niet iets waar economen op dit moment rekening mee houden.

Laten we zeggen dat overheden de wegvallende wereldwijde vraag compenseren door de uitgaven te

Populistische leiders hebben een aversie tegen de mening van 'experts'. Dat is niet erg bemoedigend.

Er zijn nog tal van niet gebruikte middelen beschikbaar waar centrale banken gebruik van kunnen maken.

verhogen met 25% van het nationale inkomen. Dat is immers gelijk aan de wegvallende vraag als gevolg van de crisis.

Het betekent dat de wereldwijde schuld met 25% van het nationale wereldwijde inkomen stijgt. Op dit moment bedraagt de wereldwijde schuld ongeveer 50% van het totale wereldwijde nationale inkomen. Is het werkelijk catastrofaal als dit als gevolg van de crisis stijgt naar 75%?

Laten we eens aannemen dat de rente rond de 2,5% blijft bewegen. Laten we er ook van uitgaan dat de looptijd van de schuld redelijk lang blijft. Dat betekent dat de kosten van de stimuleringsmaatregelen ongeveer 1% bedragen. Daarmee wordt de rente op de schuld betaald en wordt deze ook geleidelijk afgelost.

Het gaat om welgeteld 1% van het nationale inkomen. Dat zijn de kosten die 'toekomstige generaties', zoals het vaak wordt genoemd, op moeten brengen om de crisis van nu op te vangen.

Men kan natuurlijk stellen dat dit een onredelijke last is waarmee we deze toekomstige generaties opzadelen. Maar ik denk dat het om een noodzakelijke last gaat, gezien het feit dat we hier met een crisis te maken hebben die slechts eens per generatie voorkomt.

Met andere woorden: de economische en financiële consequenties van de crisis zijn beheersbaar, maar we moeten de problemen wel rationeel benaderen. We moeten op basis van deze rationele overwegingen de juiste beslissingen nemen. Dat betekent dat er gekozen moet worden voor een actieve rol van de overheid. Je zorgen maken over een crisis die haar gelijke niet kent, helpt daar in ieder geval niet bij.' «

Centrale banken absoluut niet machteloos;

Vergelijking met periode rond Tweede Wereldoorlog meest relevant;

Afkeer overheidsingrijpen populistische leiders zorgelijk.



COLUMN

Pensioenen en private markten – voorzichtigheid is geboden

Het aantal bedrijven met een beursnotering is de afgelopen decennia fors afgenomen. Dit komt onder meer door de toegenomen eisen van de toezichhouders. Verder lukt het bedrijven steeds beter om zonder beursgang te groeien; er is immers voldoende kapitaal in het private domein dat een rendement zoekt in een lage rente-omgeving. Ten slotte is er minder vraag naar financiering dan vroeger. Zo hebben technologiebedrijven minder kapitaal nodig voor hun groei.

Een beursgang is niet altijd aantrekkelijk voor bedrijven. Vaak past het karakter van een onderneming beter bij eigendom in private handen. Het komt ook regelmatig voor dat bedrijven worden overgenomen door bestaande beursgenoteerde bedrijven. Denk bijvoorbeeld aan de vele tech-startups die door giganten zijn opgekocht.

Het vergemakkelijken van een beursgang door de transparantie-eisen te versoepelen, zou een averechts effect hebben: de bescherming van beleggers wordt uitgehold, wat de aantrekkelijkheid van een beursnotering vermindert.

Bovendien bestaan aandelenmarkten en indices steeds meer uit volwassen bedrijven en minder uit kleinere, innovatieve bedrijven en sectoren met hoger groei-potentieel. Dat zet de verwachte risk adjusted return onder druk en dit leidt tot vragen over de asset-allocatie.

De afname van het aantal beursnoteringen kan leiden tot minder beleggingsmogelijkheden en lagere rendementen voor beschikbare premieregelingen (DC), die minder toegang hebben tot private markten. Een beleidsvoorstel dat in veel landen wordt overwogen, is om beschikbare premieregelingen toe te staan meer in private markten te beleggen.

Beleggingen in private markten zijn doorgaans illiquide en hebben een lange tijdshorizon. Ze lijken een hoger verwacht rendement te hebben en worden doorgaans geschikt geacht om pensioenvermogen te diversifiëren, naast beleggingen in de publieke aandelen- en obligatiemarkten.

CFA Institute heeft eind maart het rapport 'Capital Formation 2 – investing pensions in private markets

responsibly' uitgebracht. Hierin worden de voor- en nadelen van beleggen in private markten door Europese DC-regelingen onderzocht. Ook wordt gekeken naar de ervaring van DB-pensioenregelingen, van oudsher actief in private markten.

In het rapport worden vier kwesties aangestipt die opgelost moeten worden als DC-regelingen overwegen de private markten te betreden. Als eerste moet de gangbare focus op lage kosten worden losgelaten. Die focus gaat niet samen met beleggen in private markten. Daarnaast moet het Europese verbod op alternatieve beleggingen voor kleine beleggers worden opgeheven. Ten derde moeten private bedrijven (en fondsen) zelf ook transparanter en meer gestandaardiseerd worden in hun rapportages en vergoedingen. Momenteel is dat te ondoorzichtig, wat brede toepassing voor DC-regelingen in de weg staat.

Ten slotte moet geaccepteerd worden dat er niet op dagbasis kan worden gehandeld. Sommige private beleggingen zijn zelfs op jaarbasis niet verhandelbaar. We hebben met de coronacrisis gemerkt dat zelfs beursgenoteerde aandelen illiquide kunnen worden. Stel je voor dat je op hetzelfde moment private beleggingen zou willen verkopen.

CFA Institute steunt het pleidooi om beschikbare premieregelingen meer te laten beleggen in de private markten. Tegelijkertijd moet men de ogen niet sluiten voor de keerzijden van deze beleggingen: ze gaan gepaard met grotere risico's en onzekerheden. De outperformance van deze beleggingen is evenmin gegarandeerd. «



Fiduciair beheer: nog meer consolidatie, maar minder concurrentie op prijs

DOOR HARRY GEELS

De fiduciaire markt is volop in beweging, mede door de consolidatieslag, het nieuwe pensioenakkoord en de extra wensen van deelnemers van pensioenfondsen. We spraken met David Diepbrink, de nieuwe Wealth Leader van Mercer, over de ontwikkelingen in de Nederlandse fiduciaire markt en hoe Mercer zich daarin positioneert.

U heeft bij Aegon in Spanje, bij Swiss Life in Luxemburg en als onafhankelijk adviseur in Nieuw-Zeeland gewerkt. Wat zijn de voor Nederlandse pensioenfondsen relevante lessen die u in het buitenland heeft geleerd?

‘Laat ik vooropstellen dat mijn observatie is dat weinig mensen zitten te wachten op eventuele wijze lessen van iemand uit het buitenland. Laat ik dat de eerste les noemen. Ten tweede heb ik inmiddels wel geleerd dat, als je zaken in een ander land wilt veranderen, je eerst heel goed moet begrijpen hoe die zijn ontstaan. Buitenstaanders voelen de fijngevoeligheden van een ander land niet altijd goed aan. Nu ben ik hier niet echt een buitenstaander; ik ben teruggekomen naar Nederland. Maar ik heb wél geleerd dat ik voorzichtig moet zijn met positieve oordelen over systemen en werkwijzen in de landen waar ik gewerkt heb.

Na deze observaties vooraf, durf ik het wel aan om wat te zeggen over de verschillen tussen bijvoorbeeld de pensioenstelsels van Australië en Nieuw-Zeeland enerzijds en Nederland anderzijds. Verreweg het belangrijkste is dat deelnemers down under een veel actievere rol hebben in hun pensioenopbouw. Het leeft veel meer en dat is goed. Mits er sprake is van goede informatievoorziening, wat op enkele uitzonderingen na in beide landen het geval is, zie ik aan die actievere rol meer voor- dan nadelen. Deelnemers leren meer verantwoordelijkheid te nemen voor hun eigen beslissingen en ondersteund door goede tools leren ze veel beter de consequenties van die beslissingen in te zien. De risicobereidheid van de deelnemers lijkt daar groter dan in bijvoorbeeld continentaal Europa. De culturele context speelt ook een rol, maar in ieder geval kan de deelnemer daar zelf de keuzes goed maken.’

Wat vindt u van het huidige Nederlandse pensioenstelsel?

‘Het is natuurlijk in beginsel een heel goed stelsel. De Melbourne Mercer Global Pension Index rangschikt Nederland al jaren in de top-3 en regelmatig op nummer 1. Deze index beoordeelt nationale pensioenstelsels op basis van toereikendheid, duurzaamheid en integriteit. Men kijkt op detailniveau bijvoorbeeld naar het inkomen dat een deelnemer in het eerste jaar van pensionering krijgt en dat is hier relatief hoog. Door de huidige crisis zien we natuurlijk wel meer druk op de pensioenfondsen ontstaan door een verdere afname van de gemiddelde dekkingsgraden.

Waar het Nederlandse stelsel beter in kan worden, is transparantie. Bijvoorbeeld over de vraag wat in de loop van een arbeidsleven door een deelnemer is ingelegd, hoe dat is en wordt belegd en wat voor pensioeninkomen hij daar uiteindelijk voor terugkrijgt. Het lijkt in het Nederlandse collectieve DB-stelsel overigens IT-technisch lastig die transparantie te bieden. Een zekere complexiteit ontstaat ook doordat in ons stelsel kosten moeten worden gemaakt voor het aanhouden van bijvoorbeeld risicobuffers. Hoe sla je die kosten om per individuele deelnemer? Hoe dan ook, in DC-stelsels zoals ze die kennen in Australië en Nieuw-Zeeland wordt die transparantie over rendementen per deelnemer wél geboden. Zo leren de deelnemers daar dat de groei van hun vermogen in het begin vooral wordt opgebouwd door inleg en sparen en in het laatste deel van hun werkzame leven steeds meer door rendement. Ze zien dan ook dat op een gegeven moment het potje op de lange termijn het meest groeit door overwegend in zakelijke waarden te beleggen. Vandaar dat er daar offensiever wordt belegd, met uiteindelijk een grotere vermogensopbouw in het stelsel. Gewapend met hun ervaring door de decennia heen, zijn ze doorgaans ook minder zenuwachtig bij grote correcties. Ze zien die in hun werkzame

leven namelijk een aantal keren voorbijkomen, maar ze zien ook dat de beurzen weer herstellen.

In Nederland wordt nog weleens paternalistisch gezegd dat mensen dat niet begrijpen of de kennis niet hebben, maar als je deelnemers in de loop van hun leven goed opvoedt, leidt dat uiteindelijk tot meer vermogen. Niet alleen vermogen, maar ook kennis wordt over de lange termijn opgebouwd! Wat betreft de toekomst van het Nederlandse stelsel? Dat is nu vooral een politieke aangelegenheid geworden. Ik denk dat de plaats in het debat van de deelnemer zélf wat onderbelicht is. Dat vind ik persoonlijk, maar dat is ook de officiële mening van Mercer. Nu door de crisis het nieuwe pensioenakkoord wellicht opnieuw tegen het licht zal worden gehouden, biedt dat hopelijk mogelijkheden om de deelnemers alsnog een actievere rol te geven.'

Hoe kijkt u tegen het Nederlandse fiduciaire model aan?

'Als we kijken naar de omvang en kennis van partijen als ABP met fiduciair beheerder APG, en Zorg en Welzijn met PGGM



CV

David Diepbrink is Wealth Leader bij Mercer Nederland. In die rol geeft hij leiding aan de advisering aan werkgevers, de advisering aan pensioenfondsen, Investment Consulting en Fiduciair Beheer. Eerder was Diepbrink werkzaam bij onder meer Aegon in Nederland en Spanje, bij Swiss Life in Luxemburg, en werkte hij als onafhankelijk adviseur in Nieuw-Zeeland alvorens in 2019 terug te keren naar Nederland.

als fiduciair beheerder, dan loopt Nederland natuurlijk voorop. Er is hier ook al een grote consolidatieslag gemaakt, wat ertoe heeft geleid dat steeds meer pensioenfondsen nu het beheer hebben uitbesteed aan grote partijen. Daar is veel ervaring mee opgedaan. Toezichthouders hebben ook veel gewerkt aan het onderwerp uitbesteding. Dat loopt inmiddels bij de meeste partijen, maar dat neemt niet weg dat er wel issues zijn geweest. Zo waren besturen vroeger niet altijd 'in control' over waarin door een fiduciair beheerder werd belegd. Vijftien jaar geleden werd ook zakengedaan met diverse Angelsaksische partijen, die de nuances van de Nederlandse markt niet altijd even goed begrepen. Die hadden bijvoorbeeld niet altijd een goed beeld van hoe wij onze governance inrichten, hoe alle belanghebbenden van pensioenfondsen met elkaar omgaan en hoe ons poldermodel in elkaar steekt.

Een van de geleerde lessen is dat fiduciaire beheerders lokale aanwezigheid en een goed begrip van de lokale markt moeten hebben. Toen ik in Spanje in de lokale directie van Aegon ging werken, moest ik eerst Spaans leren. Geen discussie en geen uitzonderingen. Als je als grote wereldwijd opererende fiduciair beheerder succes wilt hebben in Nederland, moet je hier lokale mensen hebben die de Nederlandse nuances begrijpen. Toen ik bijvoorbeeld voor de Nieuw-Zeelandse dochteronderneming van een Australische verzekeraar werkte, kreeg ik steevast te horen dat er grote verschillen tussen beide landen waren. Mijns inziens waren er weinig verschillen, maar daar dachten zij echt anders over! Lokale mensen pakken de nuances op, buitenstaanders meestal niet. Diverse Angelsaksische beheerders hebben hier overigens de juiste slag en draai gemaakt; denk aan het succes van BlackRock. Ook Mercer heeft met het recent aantrekken van bijvoorbeeld Roelof Salomons en mijzelf de aanwezigheid in Nederland verstevigd. Onze CEO, David Sanderse, heeft hier een zeer actieve rol in.'

U bent sinds kort Wealth Leader van Mercer Nederland. Wat houdt deze functie in en welke verantwoordelijkheden horen daarbij?

'De activiteiten van Mercer laten zich samenvatten onder de noemer HR-Advisering. Of zoals de collega's van Marketing dat zo mooi kunnen verwoorden: 'Wij helpen werkgevers een overtuigende werknemerservaring te creëren door carrièreplanning, financieel welzijn en welzijn van werknemers te integreren. Daarnaast zijn we de grootste HR-consultant en Insured Benefit Broker in de wereld. Er zijn drie businesslijnen: Health, Wealth en Career. Onder Wealth vallen weer vier afdelingen: advisering aan werkgevers, bijvoorbeeld over pensioenregelingen, advisering aan pensioenfondsen zelf, Investment Consulting en tot slot Fiduciair Beheer.

Al deze vier takken vallen onder mijn verantwoordelijkheid. Ik werk daarbij samen met een managementteam waarvan

de diverse leden weer hun deelverantwoordelijkheid dragen voor ieder van de vier takken. De bekendheid van Mercer is de laatste jaren wellicht wat weggezakt in Nederland. Vooral het feit dat we wereldwijd de grootste fiduciair beheerder zijn, lijkt hier amper bekend. Aan het eind van het vierde kwartaal van 2019 hadden we \$ 305 miljard aan vermogen onder fiduciair beheer. Aan mij de schone taak om vooral de fiduciaire tak van Mercer in Nederland weer terug op de kaart te zetten. Ik had overigens liever Head of Wealth geheten, zoals dat bij andere bedrijven genoemd wordt, maar dat terzijde.'

Op welke wijze geeft Mercer invulling aan fiduciair management?

'Mercer is geen vermogensbeheerder. We komen vanuit de Consultancy en Solutions. We bieden een totaalconcept, van pensioenregelingen naar pensioenoplossingen en fiduciair beheer, maar we kunnen ook onderdelen aanbieden. Het is maar net waar we de klant het beste mee kunnen helpen. De drie grote voordelen die Mercer op dit gebied heeft, zijn, naast die klantgerichtheid, onafhankelijkheid en inkoopkracht. Als grootste fiduciair beheerder hebben we een enorme inkoopkracht naar de verschillende vermogensbeheerders. Met onafhankelijkheid bedoel ik dat we zelf geen vermogensbeheerder zijn. We kiezen de externe beheerders puur onafhankelijk. Daartoe heeft Mercer maar liefst driehonderd beleggingsprofessionals in dienst.

Aon en Willis Towers Watson zijn wat betreft vormen van dienstverlening vergelijkbaar met Mercer. Aan de andere kant hebben we de grote vermogensbeheerders die ook fiduciair beheer doen, zoals BlackRock, Achmea IM, NNIP en BMO, maar zij bieden weer geen totaalconcept aan bedrijven en pensioenfondsen aan. Het is overigens opvallend dat in bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk de markt voor fiduciair beheer vooral wordt gedomineerd door consultants en in Nederland door vermogensbeheerders. Voor de duidelijkheid: hoewel we alles kunnen, willen we nadrukkelijk niet alles voor iedereen zijn. Dat geldt ook voor de tak Fiduciair Beheer die eveneens weer uit verschillende building blocks bestaat: Advies, Uitvoering en Controle, die ieder weer verschillende activiteiten hebben.'

Hoe verwacht u dat de fiduciaire markt in Nederland zich gaat ontwikkelen en wat verwacht u als Wealth Leader daar de komende jaren in te bereiken?

'Ik verwacht nog meer consolidatie, ondanks dat er al verschillende fusies en overnames zijn geweest en ondanks het feit dat er al enkele partijen zijn gestopt. Ik ben benieuwd wat er over een aantal jaren gaat gebeuren als er mandaten bij fiduciair beheerders aflopen. Hoe gaat de vervangingsvraag eruitzien? Als de consolidatieslag doorgaat, zal er



straks waarschijnlijk minder op prijs worden geconcurrereerd en wordt er meer naar het leveren van toegevoegde waarde gekeken. Aanpalende zaken zullen ook een rol gaan spelen. Zo kan ik me voorstellen dat het bestuur van een pensioenfonds graag een fiduciair heeft, die met hem mee kan denken over de inrichting van de totale portefeuille. Hoe richten we balansbeheer en risicomanagement in? Hoe moeten we omgaan met scenario's die heel onwerkelijk lijken, zoals een pandemie, maar grote impact op de portefeuille hebben? Hoe waren de zittende fiduciairs in staat de pensioenfondsen door de coronacrisis te loodsen? Mercer heeft niet alleen de tools, maar ook lokaal een mensen in dienst die zelf in seniorposities gezeten hebben en de dilemma's begrijpen.

Een andere vraag is of de fiduciair oplossingen kan bieden die vermogensontwikkelingen aan de deelnemers inzichtelijk maken, zodat zij beter begrijpen wat er gebeurt. Denk daarbij aan onze eerder gevoerde discussie. Ook verwacht ik dat de pensioenregeling steeds meer als arbeidsvoorwaarde zal worden ingezet en dat de fiduciair daar ook bij wordt betrokken. Als dit soort zaken een rol gaat spelen bij de vervangingsvraag, kan Mercer daar met zijn huidige dienstenaanbod goed op in spelen. Aan mij de schone taak om dit tijdig en goed onder de aandacht van bedrijven en pensioenfondsen te brengen. Mercer wil daarbij graag samen met de klant bepalen waar de issues zitten, om daar vervolgens de juiste oplossing voor te bieden.' «

Als de consolidatieslag doorgaat, zal er straks waarschijnlijk minder op prijs worden geconcurrereerd en wordt er meer gekeken naar het leveren van toegevoegde waarde.

Anders kijken

DOOR LIES VAN RIJSSEN

Hij is een denker, een doener en een verteller met een uitgebreide staat van dienst. Financial Investigator sprak met Florent Vlak, tot januari 2020 vicevoorzitter van het bestuur van Pensioenfonds Zorg en Welzijn.

'1974, Utrecht. De eerstelichting artsen die de officiële opleiding tot huisarts had gevolgd, werd afgeleverd. Ik was er één van. Voordien kon elke afgestudeerde arts een bord 'Huisarts' op de deur spijkeren en een praktijk starten, maar de nieuwe opleiding maakte daar een einde aan. Nog voor mijn vestiging ging ik echter in Denemarken een noviteit in de eerstelijnszorg bekijken: het integrale gezondheidscentrum. Gezondheidsklachten werden daar vanuit een brede scope gezien. Ik schreef er een scriptie over en kreeg een telefoontje uit Blaricum. De gemeente was daar een nieuwe woonwijk uit de grond aan het stampen en had wat opgevangen van mijn ideeën over gezondheidscentra. Het bouwterrein was nog een grote zandvlakte. Van de twintig huizen die er al stonden, waren de eerste drie gereserveerd voor een dokter en een praktijk. Ik was 24 en kreeg carte blanche van de gemeente en de Kruisvereniging voor de opbouw van een integraal gezondheidscentrum.

Recent overleed Carel Muller, de psychiater die bekend werd door de grote veranderingen die hij doorvoerde in het regime van de kliniek Dennendal in Den Dolder. Mijn eerste huisartsenjaren vielen binnen diezelfde periode van verandering. Een kinderarts die betrokken was bij Nieuwenoord in Baarn, een instelling voor verstandelijk gehandicapten waar ook de noodzaak tot verandering werd gevoeld, vroeg me of ik bij hen als huisarts wilde komen werken. Ik ging kijken en was verbijsterd. De bewoners, merendeels kinderen en jongeren met zware lichamelijke en geestelijke handicaps, werden verpleegd op

Het besturen van een pensioenfonds is complex en dat zit 'm in drie onderwerpen die tegelijkertijd spelen en waartussen permanent spanning zit: de verwachtingen van de achterban dat jij goed op hun centen zult passen, het leidinggeven aan een uiterst complexe organisatie en de zorg voor het zorgvuldige beheer van het vermogen.

bedzalen. Door ontzettend lieve nonnen, dat wel, die naar hun gevoel handelden. De dokter liep nog in een witte jas en deed zijn best de kinderen te behandelen. 'Behandelen?' dacht ik. 'Ze zijn toch niet ziek? Ze zijn anders!' Ze vroegen mij daar een nieuwe vorm van huisartsenzorg te introduceren. Ik zei 'ja' en nam de 350 verstandelijk gehandicapten als patiënten in mijn praktijk op. Elke dag ging ik kijken, maar ik werkte niet volgens het zuiver medische model. Aan vier verpleegkundigen die mij waren opgevallen als uiterst kundig en die beschikten over het nodige organisatietalent, vroeg ik hun werk voortaan vanuit een nieuwe invalshoek te doen: als een soort interne brede wijkverpleegkundigen. Zij bepaalden naar wie ik moest meekijken. Een aanpak die even later landelijk werd uitgerold. Die andere manier van werken bracht onvoorziene en positieve effecten voor de zorg voor deze mensen mee.

Na negen huisartsenjaren, waarin ik geleerd had hoe een integrale benadering niet alleen de medische gezondheid van mensen, maar hun algehele welzijn positief kan beïnvloeden, vroeg de Stichting Verpleeghuizen Nederland (SVN) me in 1983 directeur-geneesheer te worden in een van hun verpleeghuizen en ook daar een vernieuwing in de aanpak van de zorg in gang te zetten.

SVN had oog voor het belang van de psychogeriatric bij de zorg voor dementiepatiënten. Dat vond ik mooi. Ik heb daarna de zorgaanpak in verpleeghuis de Stichtse Hof in Laren, in het voormalige Studentensanatorium met 280 bedden, mogen herzien vanuit een andere benadering, meer gericht op wonen in een vertrouwde, niet-medische omgeving. De zorg voor dementiepatiënten moest dus anders. Maar hoe? Ik volgde de opleiding ouderengeneeskunde, een managementopleiding en aansluitend de cursus 'Ziekenhuisbeleid' en bleef vervolgens 28 jaar in de verpleeghuiszorg werken. In die jaren heb ik eraan mogen bijdragen dat de opvang van demente mensen, waaraan inmiddels een grote behoefte was ontstaan, een andere vorm en inhoud kreeg. Het internationale concept 'wonen met leefstijl' dat we toepasten, stelde het belang van een eigen leefwereld voor patiënten centraal. Ik heb gezien dat het gestolde beleid voor de verpleeghuiszorg in een natuurlijk tempo kon veranderen in wat uiteindelijk de Vivium Zorggroep werd, met 13 instellingen met thuiszorg en geïntegreerde regioteams. Ik raakte vervolgens betrokken bij de landelijke

Collectief blijven we beter af dan wanneer we individueel gaan beleggen of met een (commercieel) verzekeringsproduct aan de slag moeten.

organisatie en werd medeoprichter en vicevoorzitter van de huidige brancheorganisatie ActiZ. Ik leerde het Haagse en de politiek kennen en ging me steeds meer op het bestuurlijke vlak bewegen.

Als ActiZ-bestuur kwamen wij jaarlijks op bezoek bij PGGM, waar ons steevast een vertrouwenwekkend verhaal werd verteld over hoe goed men daar op onze centjes paste. Na een heerlijke lunch zwaaide de directeur in die tijd, Dick de Beus, ons weer uit: 'Tot volgend jaar!' In 2008, het jaar van de 'ontzaffing', vroeg ActiZ of ze mij mochten voordragen voor het PFZW-bestuur. Ik had geen natuurlijke belangstelling of passie voor pensioenen. 'Helemaal niet zo ingewikkeld,' zeiden ze. 'Het wordt perfect voorbereid.' Ik werd lid van het bestuur in de werkgeversgeleding en driekwart jaar later begon alles in de (financiële) wereld te schuiven. Ik raakte op slag geboeid, want hier dreigde een ongelooflijk belangrijke basisvoorziening voor onze 450.000 werkers in de ActiZ-achterban compleet onderuit te gaan. Alweer was er momentum voor veranderingen en samen met hooggekwalificeerde anderen kon ik daarin mijn rol nemen. Voordat ik het wist, had ik er twaalf jaar op zitten.

Kort nadat ik pensioenfondsbestuurder bij PFZW werd, sloot ik mijn actieve loopbaan af. Om pensioen te snappen, moet je erin duiken, focussen en er voldoende tijd aan kunnen besteden. Mijn bestuurlijke activiteiten elders, waaronder die bij Vivium, bouwde ik daarom af, met uitzondering van mijn lidmaatschap van enkele raden van toezicht bij zorginstellingen. Inclusief mijn huisartsentijd heb ik zo'n 35 jaar in het Gooi gewerkt en veel ontwikkelingen binnen de ziekenhuizen en zorginstellingen voorbij zien komen. Ik ben ook acht jaar vicevoorzitter van de RvT van het Tergooi-ziekenhuis geweest. Voor dat ziekenhuis draag ik nu nog bij aan de bundeling van de dialyseactiviteiten en de integratie daarvan in de nieuwbouw. Verder ben ik nog tot eind 2020 bestuursvoorzitter van de Trombosedienst. Ik ben 71 en ga niet meer in op verzoeken voor nieuwe bestuurlijke functies, want beloftes doen voor langere periodes, kan niet meer. Af en toe wil ik nog wel eens optreden als probleemoplosser voor organisaties waar de samenwerking problematisch verloopt en narigheid is uitgebroken, om dan te reflecteren en te spiegelen, puur vanuit mijn eigen, lange ervaring.

Bij het fonds heb ik veel waardering gekregen voor de gedrevenheid en professionaliteit van de mensen die zorgen dat het fonds op koers blijft: bestuurders, maar vooral ook het bestuursbureau en de kern van de PGGM-organisatie. Ik

heb slimme professionals het uiterste zien doen om de zaken aan de goede kant van de streep te houden of te krijgen. Het bestuursbureau doet werkelijk alles om de bestuursleden te ondersteunen en van advies te voorzien. Wat een betrokkenheid! De werkhouding bij zowel PFZW als PGGM gaf mij een extra stimulans om ervoor te strijden dat dit onontbeerlijke pensioensysteem in stand kan worden gehouden in het licht van de financiële crisis.

Nog steeds bepaalt de crisis van 2008 de kijkrichting op het pensioenveld en legt deze een permanente druk op fonds, bestuur, bestuursondersteuning en uitvoeringsorganisatie. De dreiging - in psychologische termen de verliesaversie - duurt

Foto: Archief PFZW



CV

- 2019 – heden: Lid Raad van Toezicht, Dialysecentrum Tergooi;
- 2013 – heden: Voorzitter Raad van Toezicht, Stichting Gezondheidscentra Huizen;
- 2012 – heden: Adviseur/Toezichthouder, Advies en toezicht zorgsector;
- 2006 – heden: Voorzitter Bestuur, Stichting Trombosedienst voor 't Gooi;
- 2008 – 2020: Vicevoorzitter Bestuur, Pensioenfonds Zorg en Welzijn (PFZW);
- 2011 – 2019: Vicevoorzitter Raad van Toezicht, Stichting Tergooi Ziekenhuizen;
- 1989 – 2011: Voorzitter Raad van Bestuur, Vivium Zorggroep;
- 1983 – 1989: Directeur-Genesheer, Stichting Verpleeghuizen Nederland.



Afbeelding: Woordwolk.nl

voort. 'We gaan naar Den Haag en zullen die rekenrente wel eens even...' Ik vind dat we daarmee moeten ophouden. Het zijn uitingen van niet willen zien dat een systeem is gaan schudden op zijn grondvesten door externe oorzaken. De langste economische groeiperiode van de laatste paar eeuwen is ten einde. Die groei was zo hoog, dat we een tijdlang geweldig goede pensioenen konden opbouwen. De komende decennia kennen hoogstwaarschijnlijk een veel lagere groei. Natuurlijk willen we de derde levensfase voor iedereen op een redelijke manier financieel borgen via het maatschappelijk spaarsysteem dat pensioen heet, maar we moeten dat vanuit het nieuwe perspectief neerzetten. Dit is het tiende jaar dat we praten over een nieuw pensioencontract. Er moet eindelijk iets gebeuren.

Collectief blijven we beter af dan wanneer we individueel gaan beleggen of met een (commercieel) verzekeringsproduct aan de slag moeten. We moeten mensen vertellen dat ze zelf mogelijk iets meer moeten gaan sparen of zo nodig een stukje van hun huis moeten gaan 'opeten'. Dat vergt dat we moeten 'omdenken'. Kunnen we de deelnemers meenemen in ons denken?

PFZW probeert samen met PGGM op basis van al onze opgebouwde deskundigheid en inzichten andere modellen naar voren te schuiven en benadrukt daarbij dat we van sommige zaken afstand moeten doen, maar daarmee wel grotere verliezen kunnen voorkomen. In een nieuw systeem is er geen zekerheid vooraf, maar geven we wel eerlijke prognoses van waar we ongeveer denken uit te kunnen

Dit is het tiende jaar dat we praten over een pensioencontract. Er moet eindelijk iets gebeuren.

komen. Uiteraard moeten we wel zorgen dat er bij de reset geen generaties tussen wal en schip vallen.

Het besturen van een pensioenfonds is complex en dat zit 'm in drie onderwerpen die tegelijkertijd spelen en waartussen permanent spanning zit: de verwachting van de achterban dat jij goed op hun centen zult passen, het leidinggeven aan een uiterst complexe organisatie, namelijk het pensioenfonds en de pensioenfondsuitvoeringsorganisatie, en de zorg voor het zorgvuldige beheer van het vermogen, in het geval van PFZW zo'n 210 miljard euro. Ik zie pensioenfonds worstelen met de zoektocht naar de juiste overlegvorm en werkwijze: commissies, werkgroepen, het betrekken van externe adviseurs. Tegelijkertijd zie ik tot mijn voldoening dat het bestuur en bureau van PFZW, samen met PGGM, er in die twaalf jaar steeds goed in zijn geslaagd er met elkaar uit te komen, ondanks alle druk. Ik geloof niet dat de overstap naar een ander bestuursmodel per definitie de oplossing is. Ik wil het belang benadrukken van de directe 'representatie' van de sector(en) en deelnemers in het bestuur van het fonds, enerzijds om de wensen en behoeften van de medewerkers te vertolken in het beleid en anderzijds om de verschillende branches op een lijn te kunnen houden om geen concurrentie op arbeidsvoorwaarden te krijgen. Deze competenties zijn zeker zo belangrijk als de financiële en andere deskundigheden die tegenwoordig worden geëist.

De mens naast de arts en de bestuurder? Ik ben een verhalenverteller, dat is het gevolg van mijn vele interesses. Mijn passies zijn geschiedenis en kunst uit de late middeleeuwen en vroege renaissance. Italië, Frankrijk, Spanje; wat is er fijner dan belanden in zo'n oud kerkje waar je versted staat van de daar aanwezige bijzondere kunst als uiting van het menselijk bestaan in vroeger tijden? Filosofie – hoe moeten en kunnen we tegen het leven aankijken – boeit me ook zeer. Ik blijf ook actief in onze kerk. Ik ben al jaren vicevoorzitter van het parochiebestuur in Blaricum, waar nu ook de parochiegemeenschappen van Huizen en Laren deel van uitmaken. In die traditie ben ik geboren en opgegroeid en ik hoop daar nog lang aan te mogen bijdragen.' «

Een goed pensioenstelsel is ongelooflijk belangrijk;

Om pensioen te snappen, moet je erin duiken;

De crisis van 2008 legt nog steeds permanent druk op het pensioenfonds;

We moeten een nieuw stelsel neerzetten vanuit het nieuwe perspectief van beperkte groei;

Het belang van directe 'representatie' van sector(en) in het fondsbestuur is groot.



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

COLUMN

Vastgoed en de coronacrisis

Vastgoedhuurders en verhuurders moeten met elkaar door de crisis heen.

Op het moment dat ik dit schrijf (begin april) houdt de coronacrisis vrijwel de hele wereld in haar afschuwelijke greep. Op het moment dat u dit leest, is de situatie wellicht ernstig verslechterd, maar hopelijk wat verbeterd. De gevolgen van de crisis zullen nog maanden hun nawerking hebben.

In met name Retail Vastgoed ontstond paniek bij horeca en MKB-bedrijven, die ofwel gedwongen moesten sluiten, ofwel zwaar omzetverlies leden. Andere retailers hadden echter omzetten alsof het kerst was. Een beperkt aantal grote (inter)nationale ketens besloot de verhuurder te laten weten dat ze voorlopig geen huur zouden betalen. Ook veel verhuurders van vastgoed maakten zich grote zorgen over de huurbetalingen waar ze van afhankelijk zijn. Met name institutionele winkelbeleggers vreesden voor waardedaling als gevolg van de problemen.

De winkelsector is (zowel aan de huurderskant als aan de verhuurderskant) heel gedifferentieerd, met kleine en grote partijen, lokaal en internationaal, met alleen een fysieke winkel op de hoek van de straat of een wereldwijd winkelnetwerk. Het winkelaanbod kent een enorme variatie en de coronacrisis werkt op een groot aantal segmenten zeer negatief, maar voor andere segmenten juist omzetverhogend.

We bleken gelukkig in staat om als vastgoedsector met de retailsector een gezamenlijke oproep te doen om de rust te bewaren en het gezonde verstand te blijven gebruiken. We moeten elkaar juist nu opzoeken en met voor alle partijen passende oplossingen komen, om in en na deze verschrikkelijke crisis te werken aan toekomstbestendige winkels en winkelgebieden. De petitie was gericht aan alle retailers en verhuurders van vastgoed om, gesteund door de overheid, een gezamenlijke kortetermijnoplossing te bieden voor acute liquiditeits-

problemen. Met de oproep wilden we het vertrouwen terugbrengen en draagvlak creëren voor maatwerkoplossingen voor de middellange termijn.

Vanuit IVBN zullen de leden retailers op basis van maatwerk tegemoetkomen, wanneer die de huur niet kunnen betalen vanwege zwaar omzetverlies als gevolg van de coronacrisis. Zij zullen dan een regeling treffen om uitstel van huurbetaling overeen te komen. Bij een betalingsregeling kan worden bepaald dat achteraf een deel van de huur zal moeten worden kwijtgescholden om de retailer weer perspectief te bieden. Bij dat maatwerk zal ook naar de positie van de retailer zelf worden gekeken. Naast papa-mama bedrijven en het midden- en kleinbedrijf, bestaat de retailsector immers ook uit internationale, zeer krachtige retailorganisaties. Voorraad en personeelskosten maken het overgrote deel van de bedrijfskosten van de retailer uit; huur veelal minder dan 10%. Verhuurders kunnen alleen rondom de huurbetaling een bijdrage leveren aan de acute liquiditeitsproblemen van retailers.

In de woningsector vonden we elkaar al snel onder de titel: 'Door de coronacrisis moet niemand op straat belanden.' De overheid is voor huurders het startpunt voor ondersteuning. Getroffen huurders zullen daarom actief moeten zoeken naar de mogelijkheden die de getroffen maatregelen bieden voor ondersteuning bij hun financiële situatie. Voor huurders die ondanks die maatregelen niet de maandelijkse huur kunnen betalen, spannen verhuurders zich in om maatwerk te leveren. Daarnaast worden er gedurende de coronacrisis geen huisuitzettingen gedaan (tenzij er evidente redenen zijn, zoals criminele activiteiten of extreme overlast). De minister komt met spoedwetgeving die het mogelijk maakt tijdelijke huurcontracten tijdelijk te verlengen voor de duur van de crisis. «

VOORZITTER:

Pim Poppe, *Probability & Partners*

DEELNEMERS:

Etienne Comon, *Goldman Sachs Asset Management*

Alexander Duckwitz, *Allianz Global Investors*

Jeroen Gielen, *KPMG*

Neal Hegeman, *a.s.r.*

Moiz Khan, *Aviva Investors*

Remmert Koekkoek, *Robeco*

Tom Veerman, *Triple A – Risk Finance*

Deze Ronde Tafel is mede tot stand gekomen door Allianz Global Investors, Aviva Investors, Goldman Sachs Asset Management en Robeco.

Foto's: Ruben Eshuis Photography



DE CORONACRISIS: INGEPRIJSD ALS VERZEKERINGSRISICO, NIET ALS BELEGGINGSRISICO

Door Harry Geels

Tijdens de Ronde Tafel over Balance Sheet Management en Asset Management voor verzekeraars werd gediscussieerd over de onderwerpen balansbeheer, kapitaal- en waardecreatie en werd nader ingegaan op de rol van credits en ESG.



Zitten we wat betreft Balance Sheet Management in een Japanscenario? En zal de coronacrisis de rentevoorzichten op de middellange termijn doen veranderen?

Remmert Koekkoek: 'Over een Japanscenario discussieer ik al meer dan tien jaar. De gemene deler van die discussies was bijna altijd dat men vond dat de rente te laag stond en omhoog zou moeten gaan: voor de lange termijn naar zo'n 4%. Maar iedere keer als mensen dachten dat de rente zou stijgen, gebeurde er weer iets: eurocrisis, QE, groeivertraging in China, handelsoorlog en nu weer de coronacrisis. Wij denken dat de rente voorlopig laag blijft, niet alleen vanwege de genoemde 'events', maar vooral door demografische ontwikkelingen. Naarmate de populatie ouder wordt, worden economische groei, inflatie en de rente lager. Dus op de lange termijn zal de rente waarschijnlijk lager zijn dan soms wordt gedacht. Historische gemiddelden zijn geen goede graadmeter.'

Jeroen Gielen: 'Eens. Op social media zien we steeds meer grafieken van de rente over de afgelopen eeuwen. Zelfs met alles wat daarop af te dingen valt, is daarin altijd een dalende trend te zien. Tot enkele jaren geleden waren veel beleggers laconiek over de noodzaak van een rentehedge. De rente zou op de korte termijn toch wel weer gaan stijgen. Maar iedereen is het nu wel eens over de nieuwe realiteit van lage rentes voor langere tijd. De vraag is meer of de rente op hetzelfde niveau blijft, of nog lager gaat. We zitten dus in een Japanscenario. Het is opportunistisch om zelfs voor de korte termijn op een rentestijging te anticiperen.'

Maar door de coronacrisis gaan veel overheden extra geld lenen, waardoor er meer vraag naar kapitaal komt. Heeft dat geen renteverhogend effect?

Gielen: 'Wat mij betreft niet. Wellicht veroorzaakt dit een kleine,

> **Pim Poppe** is Risk Management Professional en heeft in 2014 Probability & Partners opgericht. Zijn belangrijkste aandachtsgebied betreft het ondersteunen van besturen van banken, pensioenfondsen en verzekeraars met Strategisch Risk Management en het inrichten van de risicobeheerorganisatie. Daarnaast heeft hij expertise op het gebied van ALM, kredietrisico, marktrisico, Basel, Solvency II, IORP II en modelrisicomanagement. Eerder was Poppe verantwoordelijk voor Group Risk Management bij SNS REAAL (2004-2013) en Group Risk Management bij Robeco (1996-2004).





> **Etienne Comon** is Hoofd EMEA Insurance bij Goldman Sachs Asset Management (GSAM). Hij kwam in 2001 bij Goldman Sachs als Fixed Income, Currency & Commodities Strategist. Van 2003 tot 2009 richtte Comon zich bij Lehman Brothers/Nomura International op risico- en kapitaalbeheeroplossingen. Hij keerde vervolgens terug naar GSAM als Managing Director, gefocust op macrostructurering van financiële instellingen, voordat hij zijn huidige rol op zich nam. Comon behaalde zijn PhD in de economie aan Harvard University, is afgestudeerd aan de École Normale Supérieure in Parijs en is CFA-charterholder.

tijdelijke renteverhoging. De vergrijzing is echter een belangrijke determinant van de renteontwikkelingen.'

Neal Hegeman: 'De huidige rentecurve impliceert een Japan-scenario, zelfs voor een hele lange tijd. Maar dat geldt niet voor andere markten, zoals de aandelenmarkt – in ieder geval tot begin dit jaar. Het plaatje wordt nu echter wat vertroebeld door de coronacrisis. Wij erkennen dat de rente wordt bepaald door langetermijntrends, zoals de demografie en de globalisatie, die beide een dempende impact op inflatie en rente hebben gehad. Aan de andere kant kunnen centrale banken ook bepalend zijn. De ECB schatte zelf dat de impact van het beleid 1,6 procentpunt voor de lange rente bedraagt. De vervolgvraag is dan of die impact blijvend is. De kans dat QE op de korte termijn verdwijnt, is weer kleiner geworden. Maar het verruimende beleid gaat een keer stoppen, met licht hogere, maar historisch gezien nog steeds lage rentes tot gevolg.'

Koekkoek: 'We moeten voorzichtig zijn met de redenering dat de rente wel weer een keer moet stijgen omdat hij nu zo laag staat. Het zou weleens kunnen dat we langer op een rentestijging moeten wachten dan we denken. Er wordt ook geredeneerd dat hedging minder nodig is omdat de rente al zo laag staat. Maar als de verplichtingen van een belegger een duration van 15 tot 20 hebben, kan hij al wachtende op een stijgende rente, gemiddeld tot 2% per jaar verliezen op de carry, over het niet afgedekte gedeelte. Daar moeten we wel op bedacht zijn.'

Staan obligaties na de coronacrash weer op de juiste waarderingniveau's?

Hegeman: 'De 'search for yield' heeft op ons allemaal effect gehad. Aandelen zijn kwetsbaar, zo weten we inmiddels door de coronacrisis, en de hoge koersen van staatsleningen door het ECB-beleid zouden een zeepbel kunnen blijken te zijn. Een verzekeraar ontkomt er echter niet aan te beleggen in staatspapier. Het is belangrijk je

Wij denken dat de rente voorlopig laag blijft, niet alleen vanwege de genoemde 'events', maar vooral door demografische ontwikkelingen.

goed bewust te zijn van de daarmee gepaard gaande risico's. Wij kijken ook naar beleggingscategorieën die minder duur zijn, in termen van relatieve waardering. Interessantere beleggingen zien we dan in het illiquide segment, zoals hypotheekleningen. Er zijn overigens ook illiquide subsegmenten, die zoveel toestroom van kapitaal hebben gehad, dat de liquiditeitspremie te laag is geworden om interessant te zijn.'

Moiz Khan: 'De coronapandemie heeft geleid tot aanzienlijke marktbevingen in bijna alle asset classes, inclusief tarieven en vastrentende waarden. Het is echter moeilijk om de werkelijke impact op de totale economie te meten en dus ook om te voorspellen hoe de verschillende beleggingen op de middellange tot lange termijn zullen presteren. Sommige sectoren worden directer getroffen dan andere, zoals de luchtvaart en het vervoer. Hoewel liquiditeit in dergelijke tijden van groot belang is, waarbij verzekeraars een zeker illiquiditeitsbudget hebben, bieden bepaalde illiquide beleggingen nog steeds interessante premies en mogelijk minder volatiliteit, vanwege de manier waarop ze worden gewaardeerd. Niet alles is aantrekkelijk, maar bepaalde subsegmenten zijn dat zeker wel.'

Etienne Comon: 'Door de coronacrash hebben we het niet meer over een zeepbel. De vraag is echter of dit het juiste instapmoment is. De 'sell-off' in high yield was voor velen een verrassing. De nu erg hoge spread lijkt een goed instapmoment, al denk ik dat we nog steeds verwijderd zijn van de waarderingen uit bijvoorbeeld 2008. Sommige subsegmenten van de categorie bedrijfsobligaties zijn interessant, maar over het algemeen is de market beta nog steeds niet goedkoop. De zeepbel bij private loans ligt nu weer achter ons. Het aanbod neemt hier af, maar de vraag nog veel meer. De markt herbalanceert hier in een hoog tempo. Beleggers kunnen nu ook veel betere leencondities uitonderhandelen. 'Covenant light'-contracten zullen niet veel meer afgesloten worden. Beleggers kunnen de nieuwe werkelijkheid op twee manieren benaderen: door het kopen van 'distressed assets' op lage niveaus, of, zoals gezegd, door betere condities af te spreken, waardoor feitelijk de kredietkwaliteit van de creditportefeuille omhoog gaat.'

En wat vinden jullie van aandelen na de crash?

Comon: 'De waarderingen zijn vanzelfsprekend beter geworden,

maar de onzekerheid blijft de komende zes maanden hoog. Daarom blijven we voorzichtig met aandelen, totdat er stabilisatie van de situatie optreedt. De diverse aandelensectoren worden door de coronacrisis allemaal anders beïnvloed. Hierdoor kan actief beheer waarde toevoegen, daar waar in stijgende aandelenmarkten passief beheer gemakkelijker kan outperformen. Dit is mogelijk een controversieel standpunt, gezien de enorme toestroom naar passief beheer in de laatste jaren, maar de coronaturbulentie heeft het paradigma veranderd. Niet noodzakelijkerwijs voor altijd, maar wel voor de komende jaren.'

Alexander Duckwitz: 'Eens. Er zijn nu meer mogelijkheden om alpha te behalen. Wat betreft een mogelijk goed instapmoment voor aandelen: ik geloof dat verzekeraars vooral de focus moeten houden op de strategische asset-allocatie. Ik raad klanten af om plotselinge bewegingen te maken. Zo doen we dat voor onze klanten, maar ook bij onze eigen verzekeraar. Met ons belegd vermogen van € 800 miljard is het lastig de asset-allocatie snel aan te passen. Wij hebben de laatste jaren het neerwaartse risico van aandelen voor onze eigen verzekeraar, maar ook voor onze klanten, extra afgedekt, hetgeen ons natuurlijk heeft geholpen.'

Khan: 'De aandelen zijn met bijna 30% gedaald. Dat is een grote stap, maar dit moet worden gezien in het licht van de toekomstige economische omstandigheden. Als de winstverwachtingen voor de komende twaalf maanden en daarna niet waren veranderd ten opzichte van wat ze aan het begin van het jaar waren, zou dit een goed beginpunt zijn. Het is echter vrijwel zeker dat de inkomsten, winsten en andere belangrijke economische indicatoren zullen worden beïnvloed. De daadwerkelijke impact zal afhangen van de effectiviteit van de maatregelen die worden genomen om het virus te onderdrukken, de tijd die nodig is om dit te doen, de effectiviteit van de sociale en economische hulppakketten en de impact van de maatregelen van de centrale bank. Over het geheel genomen is het zeer moeilijk om het volledige effect van het coronavirus op de economie te meten. We hadden anders net zo goed in een recessie terecht kunnen komen. Dit maakt het lastig om te begrijpen waar we staan met betrekking tot de werkelijke waardebeoordeling van activa en de volatiliteit van de markt. Echter, het verlagen van de rente en het verder verhogen van de QE zou de waarde van de activa moeten ondersteunen, waardoor de kortetermijnverkoopdruk afneemt.'

> **Alexander Duckwitz** is sinds 2015 bij Allianz Global Investors verantwoordelijk voor Insurance Advisory in de EMEA-regio. Het belangrijkste doel van het team is om AllianzGI te positioneren als een natuurlijke gesprekspartner voor verzekeringsklanten door te adviseren over ALM/SAA, kapitaaloptimalisatie en de implementatie van geschikte beleggingsstrategieën in een gereguleerde omgeving. Eerder werkte Duckwitz bij PricewaterhouseCoopers, laatstelijk als Manager in de Financial Services Consulting Practice, waar hij verschillende projecten leidde op het gebied van accounting, risicobeheer, regelgeving en procesverbetering in de verzekerings- en vermogensbeheersector. Duckwitz heeft een masterdiploma in International Business met een major in Finance van de Universiteit van Maastricht.

Koekkoek: 'Afwijken van het strategische perspectief heeft inderdaad niet zoveel nut. Voor grote beleggingsportefeuilles is de markt bovendien waarschijnlijk te illiquide, zeker voor obligaties. Maar tegelijkertijd moet een belegger zijn ogen niet sluiten voor de fase waarin de markt zich nu bevindt, als het kan tenminste. Dat geldt voor aandelen, maar ook voor credits, waar nu met beleid en gedegen onderzoek tegen hogere yields kan worden ingestapt.'

Maar kunnen risico's wel worden verhoogd in de huidige situatie met lage dekkingsgraden en de strikte regels van Solvency II?

Gielen: 'Nederlandse verzekeraars hebben nog altijd redelijk goede solvabiliteitsratio's, ondanks de tik van de coronacrisis. De 'solvency outlook' die voor het eerste kwartaal is afgegeven, laat veel verzekeraars nog steeds ruimte de risico's wat op te schalen, bepaalde uitzonderingen daargelaten.'

Duckwitz: 'Eens, maar het hangt van veel zaken af: het type verzekeraar, de omvang, in welke segmenten ze actief zijn en hoe ze in het verleden allocatiebeslissingen hebben genomen. Nogmaals, kortetermijnturbulentie moet geen invloed hebben op strategische beslissingen voor de lange termijn. Waar ik bezorgd over ben, zijn eventuele langere perioden van onrust en afwaarderingsdiscussies met accountants tegen het eind van het jaar.'

Comon: 'Er zijn twee dimensies: de dynamische of tactische asset-allocatie beslissingen en de governance. Tactische beslissingen vereisen snelheid, goede governance kost tijd. Wat we de laatste twee jaar hebben gezien, is een herschikking van de arbeid tussen het beleggingscomité en de CIO enerzijds en de asset manager anderzijds, waarbij het CIO-niveau zich meer met risico- en solvencybudgetten is gaan bezighouden en de meer praktische beleggingsbeslissingen verplaatst zijn naar het asset management-team, intern of extern. Hoe het governance-aspect is geregeld, is dan belangrijk. Verder is er dan nog een uitdaging bij private loans, omdat traditionele risico-maatstaven en Solvency II op de marktvolatiliteit voor de korte termijn focussen, terwijl hier naar potentiële 'defaults' en 'recovery rates' moet worden gekeken, zoals een bank dat voor zijn leningenboek doet. De discrepantie tussen Solvency II en de eigenlijke werking van private markten kan eventueel met een derivatenoverlay gedicht worden, waarbij de kortetermijnvolatiliteit wordt gemanaged.'



Foto: Archief Allianz GI



Foto: PicturePeople Amstelveen

> **Jeroen Gielen** werkt sinds 2011 bij KPMG als Adviseur voor verzekeraars. Hij is gespecialiseerd in Capital Generation en helpt verzekeraars bij het optimaliseren van de balans en het rendement op kapitaal. Daarnaast doet hij M&A-trajecten om verzekeringsportefeuilles te (ver)kopen en ondersteunt hij de auditors van KPMG bij de balanscontrole van verzekeraars. Voordat hij bij KPMG in dienst trad, was Gielen werkzaam bij AON, waar hij was gaan werken na het afronden van zijn promotieonderzoek in de natuurkunde. Gielen is actuaaris AAG.

Hegeman: 'Interessant. Wij zien die evenwichtsoefening tussen korte- en langetermijnrisico's ook, waarbij Solvency II in essentie een market-to-market- en kortetermijnregime is, met enige mitigaties zoals de UFR en volatiliteitsaanpassingen. En er zijn verschillen tussen standaard- en interne modellen. En ja, goede governance is inderdaad noodzakelijk en dat impliceert onder andere een best-in-class beleggings- en ALM-proces. Wat betreft ALM werken wij met een model dat gebaseerd is op economische

vooruitzichten op zowel de lange als de korte termijn, maar dat ook integraal is in termen van verzekerings- en liquiditeitsrisico's.'

Corona is een pandemisch risico, dat wellicht niet goed meegenomen wordt in het actuele solvency-framework. Wordt dit risico wel juist meegenomen in de SCR-berekeningen?

Financial Investigator stelde Bart aan den Toorn, Investment Manager Liquid Markets van de afdeling Balance Sheet Management bij VIVAT, een tweetal vragen over Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars.

Welke impact heeft de uitbraak van het coronavirus op de beleggingsactiviteiten van een verzekeraar?

Bij een dergelijke ingrijpende gebeurtenis is het primaire doel ervoor te zorgen dat we ons downside-risico in de beleggingsportefeuille goed managen en potentiële verliezen beperken die zouden kunnen ontstaan door snel oplopende defaults of stijgende default-verwachtingen. Daarnaast was de balans van VIVAT per 31 december 2019 defensief gepositioneerd in anticipatie op wijdere spreads in meerdere liquide markten, een grote exposure naar AAA-staatsobligaties, hoge kwaliteit vastgoed en hypotheek. Het 'Search for Yield'-thema was naar onze mening al perfect ingeprijsd in veel asset-categorieën en wij hebben op meerdere momenten in de afgelopen jaren significant risico afgebouwd in afwachting van een correctie en betere instapniveaus.

Een lage rentestand en lage spreads/verwachte rendementen zijn een uitdaging voor verzekeraars. Hoe gaan jullie hiermee om binnen een dynamisch raamwerk voor de asset-allocatie?

We bevinden ons, ondanks de gestegen rentebeweging in de afgelopen twee weken na de aangekondigde fiscale maatregelen

door overheden wereldwijd, nog steeds in een langetermijn neerwaartse trend qua rente en als we geen harde stijging van inflatie verwachten op de korte termijn, kan dat nog wel even zo blijven ook. Als levensverzekeraar is het absolute noodzaak een gedegen rentehedge-beleid te hebben en dit strikt uit te voeren. De grootste uitdaging in een lage rente-omgeving is het genereren van positieve rendementen. Daar is nu in een extreem korte periode een 'positieve' kans voor gekomen, door aantrekkelijke spreads in veel markten, zoals in USD IG, EUR IG, EMD en zelfs High Yield of loans op termijn. Door de forse correctie in spreads in deze categorieën, biedt een herallocatie uit defensieve beleggingen een mooie kans om toekomstig beleggingsinkomen te genereren voor onze portefeuille. Rekening houdend met wetgeving (EIOPA), onze S2-ratio en onze marktvisie proberen we de langetermijn-SAA te implementeren. We gaan hier evenwel dynamisch mee om, om kapitaal te beschermen als het risico-rendementsprofiel te asymmetrisch wordt en spreads geen goede reflectie meer zijn van het daadwerkelijke onderliggende risico.



Foto: Archief Vivat

Tom Veerman: 'Elke stresssituatie an sich is uniek. De SCR hoeft niet noodzakelijkerwijs aangepast te worden. Eventuele veranderingen zouden meer in het ORSA- dan in het rapportageproces moeten worden doorgevoerd. Ik ben bij levensverzekeraars betrokken geweest bij diverse ORSA-processen en daar werd pandemisch risico altijd meegenomen. Maar dat gold niet voor de economische impact van een pandemie. De pandemische stresstesten hadden vooral een focus op het verzekeringsrisico. Corona heeft ons geleerd dat als er schokken komen, deze een ernstigere economische impact kunnen hebben, omdat er interactie tussen risico's kan ontstaan. Wat ik ten slotte nog interessant vind, is dat spreads bij de kredietcrisis al maanden van tevoren extreem opliepen. De coronacrisis is extreem in de zin dat niemand zich er goed op kon voorbereiden.'

Koekkoek: 'Deze crisis kent geen gelijke. Liquide credits zijn flink gedaald, ongeveer in lijn met de SCR's zoals bepaald door de toezichhouders. Ik wil niet zover gaan om te zeggen dat de SCR's verouderd zijn. Hoewel economische stressscenario's vaak net wat anders gedefinieerd zijn, kloppen de SCR's grosso modo. We zitten nu in 'uncharted territory'. We zullen zien waar het gaat eindigen. Wat de coronacrisis anders maakt, is de omgeving van erg lage rentes in Europa, waardoor core Euro staatsleningen in de 'sell-off' geen effectieve hedge waren.'

Khan: 'Verzekeraars worden steeds slimmer in de manier waarop ze door verschillende strategische, tactische en wettelijke vereisten navigeren. Veel van onze klanten hebben gestructureerde beleggingsstrategieën geïmplementeerd, zoals beschermde aandelenbeleggingen, die hen in staat hebben gesteld het verwachte rendement te verbeteren, tegelijkertijd de waarde van de activa tegen neerwaartse risico's te beschermen en de solvabiliteitslasten te verlagen. Hoewel het oorspronkelijke doel van sommige van deze strategieën wellicht was om het Solvency II-kapitaal te verminderen of te optimaliseren, kan de werkelijke waarde ervan worden gerealiseerd in tijden van marktstress, zoals de huidige omgeving.'

Gielen: 'Hoewel iedere crisis inderdaad uniek is, hebben de recente crises veel overeenkomsten, zoals aandelen die omlaag gaan en spreads die omhoog gaan. Beleggersgedrag verandert niet echt door de jaren heen. Alleen de rente daalt bij de nieuwste crises niet meer

Kortetermijnturbulentie moet geen invloed hebben op strategische beslissingen voor de lange termijn.

zo hard mee, maar dat is gezien de lage niveaus misschien ook logisch.'

Laten we het hebben over Capital Generation (CG). Er zijn hier eigenlijk drie gerelateerde vragen. Waar focussen verzekeraars nu op? Hoe kunnen verzekeraars met de bedrijfsstrategie CG sturen? En kunnen 'Capital Generation Principles' in lijn met de oude Embedded Value Principles worden gepubliceerd?

Veerman: 'Als ik met beleggers praat, klagen ze altijd over de verschillen tussen de openbare CG-publicaties van de grote verzekeraars. Ik vond het daarbij opvallend hoe Aegon in de laatste crisis werd afgestraft. Als ik kijk naar Aegons CG-publicaties, laten die geen enkel bewijs voor de actuele afstraffing zien. Dan vraag ik me af: 'wat missen we hier?' Als je kijkt naar de huidige aandelenwaardering van Aegon, worden ze op de beurs gewaardeerd tegen 50% van hun Solvency II Tier 1-kapitaal. Als de beurs wél gelijk heeft, moet Aegon eigenlijk zo snel mogelijk van de grote garantiportefeuille af, want die werkt blijkbaar waardevernietigend.'

Gielen: 'Inderdaad. Anderzijds denk ik ook dat Aegon de volatiliteit op de balans niet goed heeft gemanaged en daar houden beleggers niet van. Meer in het algemeen denk ik dat verzekeraars niet open genoeg zijn en dat ze alleen hoog-over CG-publicaties geven. Verzekeraars die wel de componenten van CG geven, stellen analisten in staat de interpretatieverschillen te verkleinen. Het zou goed zijn wanneer er een duidelijkere standaard komt. Het CFO Forum heeft dit enkele jaren geleden wel geprobeerd, maar het is niet goed van de grond gekomen. Dus grosso modo zijn de interpretatieverschillen mede de schuld van de verzekeraars.'

Comon: 'De balansen van verzekeraars, zeker die van de

> **Neal Hegeman** is Head Investment Strategy & Research bij a.s.r. Na het afronden van zijn wiskundestudie aan de Universiteit Utrecht in 2000, begon Hegeman zijn carrière bij ABN AMRO Bank, bij het onderdeel dat in 2007 door RBS werd overgenomen. Hier werkte hij in verschillende functies, waaronder als ALM-specialist voor pensioenfondsen en verzekeraars. Hij heeft ook ervaring als Lid van het bestuur en de beleggingscommissie van het RBS-pensioenfonds. In 2015 is Hegeman in dienst getreden bij a.s.r., waar hij verantwoordelijk is voor de beleggingsstrategie en research voor de interne verzekeringsentiteiten en externe klanten.





> **Moiz Khan CFA, FIA**, is bijna 20 jaar actief in de verzekerings- en pensioenbeleggings-industrie en werkt momenteel bij Aviva Investors als Senior Expert op het gebied van beleggingsoplossingen voor (her)verzekeraars. Hij doet dat voor alle internationale klanten, wereldwijd. Zijn bijzondere expertise ligt in het ontwikkelen van op maat gemaakte ALM-, balans- en kapitaaloptimaliseringsoplossingen. Hij benut daarbij activa in zowel de publieke als de private sfeer en de derivatenmarkten. Khan heeft een CFA Charter en een Fellowship van het Institute of Actuaries en is Financial Investment Advisor.

levensverzekeraars, zijn lastig te begrijpen voor beleggers. Als ik met CEO's van verzekeraars spreek, zeggen ze dat beleggers de CG-publicaties niet begrijpen. Een nieuwe standaardisatie van een nieuwe generatie van Embedded Value, wellicht gelinkt aan IRFR17, zou misschien kunnen helpen.'

Hegeman: 'Wat betreft de sturing is CG een van de vele maatstaven waar wij naar kijken. Zo kijken we ook naar de kortetermijnvolatiliteit en de langetermijntwikkeling van de solvencyratio, alsmede naar onder andere de langetermijnmatching van de

verplichtingen en de IFRS-balans. Het grootste risico voor een verzekeraar is volgens mij een Japanscenario.'

Wat kunnen jullie zeggen over credits en direct lending?

Hegeman: 'We beschouwen direct lending als het illiquide alternatief voor credits. Het past goed bij verzekeraars. Het is belangrijk in-house de juiste capaciteiten te hebben, voor bijvoorbeeld de analyse van de kredieten en de structureringsmogelijkheden, en zo nodig ook

Financial Investigator stelde Joke Verbaan, Operationeel Manager bij N.V. Levensverzekering-Maatschappij De Hoop, ook een tweetal vragen over Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars.

Hoe kunnen verzekeraars, gezien de aanhoudende uitdagingen op de kapitaalmarkten en de steeds toenemende druk van de regelgeving, een evenwicht vinden tussen strategische allocatiebeslissingen voor de lange termijn en tactische opvattingen en overwegingen met betrekking tot het solvabiliteitskapitaal?

Solvency II heeft veel invloed gehad op de assetmix van verzekeraars. Er bestaan grote verschillen in het kapitaalbeslag van de beleggingen, waardoor er wordt gezocht naar beleggingen waarvoor het minste kapitaal hoeft te worden aangehouden. Daardoor is er een forse verschuiving naar staatsobligaties, maar bijvoorbeeld ook naar meer illiquide beleggingen, zoals hypotheek of infrastructuur. Het sturen op de solvabiliteitsratio heeft de overhand gekregen ten opzichte van het rendement.

Verzekeraars moeten blijven zoeken naar een goede risico-rendementsverhouding enerzijds en een zo gunstig mogelijk kapitaalbeslag anderzijds. Dat vraagt om een specifiekere samenwerking tussen vermogensbeheerders en kapitaalmanagement. Asset Liability Management speelt

daarbij een cruciale rol, waarbij veel meer dan in het verleden rekening moet worden gehouden met de kapitaalbeslagen onder Solvency II.



Welke gevolgen zal het EU-actieplan inzake klimaatverandering hebben voor het beleggingsbeleid van verzekeraars?

Verzekeraars houden zich al aan het IMVO-convenant, waarin ook klimaatrisico's en verduurzaming onderwerpen zijn. Voor bijvoorbeeld vastgoedbeleggingen kan dit betekenen dat er afscheid wordt genomen van beleggingspanden, omdat verduurzaming hiervan te veel ten koste van het rendement gaat. Aan de andere kant beleggen verzekeraars veel in zo veilig mogelijke vastrentende waarden (staatsobligaties). Het uitgeven van groene staatsobligaties zou, bij weinig tot geen kapitaalbeslag, een enorme boost kunnen zijn voor klimaatbeheersing.

de juridische ondersteuning. Wij hebben de intentie de direct lending-portefeuille te laten groeien en we kijken of we andere beleggers hierin kunnen laten participeren. We bestuderen nu ook de impact van de coronacrisis op de markt voor private credits. We kijken bijvoorbeeld naar de mogelijkheid om contracten te verbeteren en kredietrisico's opnieuw te berekenen. Nu de spreads op de liquide credits weer toenemen, wordt het relatieve voordeel van private loans natuurlijk weer kleiner. De vraag is of de search for yield en de daarmee samenhangende interesse voor de illiquiditeitspremie na de coronacrisis weer terugkomen. Dat is op dit moment nog lastig te beoordelen.'

Khan: 'De Amerikaanse markten bieden een uitstekende bron van kredietdiversificatie en -spreads. Voor verplichtingen met een langere looptijd helpt de extra looptijd in de VS-kredietverlening vanuit een passend perspectief. Het spreekt voor zich dat de valuta moet worden afgedekt om ook de verplichtingen waar nodig af te dekken. Het toevoegen van Amerikaanse credits leent zich bovendien goed voor total return-strategieën. Vaak zien we dat beleggers de vermogensbeheerders diversifiëren, maar niet noodzakelijkerwijs de beleggingsstrategie. Dit heeft tot gevolg dat beheerders uiteindelijk significant met elkaar gecorreleerd zijn, in zowel de opleving als de neergang van de markt, waardoor de werkelijke voordelen van de diversificatie voor de eindbelegger worden beperkt. Wij werken samen met een aantal verzekeraars die dit beseffen en die zowel de strategieën als de beheerders willen diversifiëren, met name op het gebied van de Amerikaanse IG.'

Koekkoek: 'De toevoeging van de dollarmarkt biedt inderdaad mogelijkheden voor verzekeraars, vanwege yield en liquiditeit, zeker bij de langer lopende leningen. De beste manier om het USD-EUR valuta- en renterisico af te dekken, hangt af van de vraag of de beleggingsstrategie specifieke verplichtingenstromen moet afdekken, of meer een generiek onderdeel van de portefeuille moet zijn. Vanzelfsprekend wordt in het eerste geval altijd volledig gehedged. We zien zowel Europese verzekeraars als verzekeraars uit bijvoorbeeld Azië en Zuid-Afrika steeds meer overstappen naar een wereldwijd creditmandaat.'

Comon: 'Naast de valutahedge moet ook gekeken worden hoe liquiditeiten worden gemanaged. De grootste uitdagingen voor institutionele beleggers zijn altijd het collateral en de eventuele

De coronacrisis is extreem in de zin dat niemand zich er goed op kon voorbereiden.

margin calls. Goede liquiditeitsplanning is noodzakelijk. De laatste jaren hebben diverse verzekeraars de focus gelegd op liquiditeitsfaciliteiten, zoals repo's.'

Veerman: 'De laatste jaren zijn veel beleggers opgeschoven richting private loans, vanwege de lage yields op de liquide markt. De coronacrisis zorgt ervoor dat beleggers hun beleid voor liquide en illiquide beleggingen gaan herzien, mede in het licht van het 'prudent person principle', waaraan de toezichhouder zoveel waarde hecht. De toezichhouder is niet bepaald een fan van illiquide beleggingen. Als de spreads op beide markten weer naar elkaar toe komen, kunnen liquide beleggingen weer relatief interessanter worden.'

Koekkoek: 'Klopt, en bij stress zien we ook dat de liquide obligatiemarkten tijdelijk minder liquide worden, wat extra druk zet op het liquiditeitsbeheer. Zeker als we kijken naar de langer lopende credits is het niet gemakkelijk een 'fair price' te krijgen als per se gehandeld moet worden, bijvoorbeeld bij margin calls.'

Tot slot ESG. Wat zijn bijvoorbeeld de consequenties van het EU Action Plan on Climate Change voor het beleggingsbeleid van verzekeraars?

Gielen: 'De trend in de financiële industrie is onmiskenbaar in de richting van meer duurzame beleggingen. Het EU Action Plan zal dit alleen maar versterken. Ik ben wel alert op het feit dat, als er naar bepaalde beleggingen meer vraag is, het toekomstige rendement daalt.'

Comon: 'In het EU-plan staan wat onderwerpen die de meerderheid van de managers al heeft geïmplementeerd, bijvoorbeeld het incorporeren van een duurzaamheidsvoorkeur in mandaten die vanaf januari volgend jaar live gaan. Op twee onderdelen zien we echte verandering: de EU Taxonomy en de nieuwe standaarden voor

> **Remmert Koekkoek** is Hoofd Insurance & Pension Solutions binnen het Global Macro-team van Robeco. In deze rol richt hij zich op het beheer van balansoplossingen en buy-and-maintain-portefeuilles voor pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen. Hij is sinds 2011 werkzaam bij Robeco. Daarvoor maakte hij in de periode 2010-2011 deel uit van de Insurance and Pension Solutions Group van Credit Suisse. Tussen 2005 en 2010 was Koekkoek bij Robeco werkzaam als Structureerder in het Structured Investment Team. Hij is (cum laude) afgestudeerd in de econometrie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.





> **Tom Veerman** AAG RBA is Actuarieel Consultant bij Triple A - Risk Finance. Hij is gekwalificeerd Actuaris in Nederland en Register Beleggingsanalist. Veerman is werkzaam geweest voor Tillinghast – Towers Perrin en Mercer in Nederland. Hij werkte ook voor de afdeling Groepsactuarieel binnen Eureko/Achmea. In 2006 heeft hij samen met drie andere Actuarissen/Risk Managers Triple A - Risk Finance opgericht. Hij is verantwoordelijk voor de Business Line Insurance en adviseert klanten over ALM, kapitaalmanagement en implementatie van nieuwe regelgeving zoals Solvency II en IFRS17. Verder is hij bij een aantal verzekeraars betrokken als sleutelfunctionaris Actuariële functie en/of Risicomanagement functie.

green bonds. De markt voor green bonds ontwikkelt zich de laatste jaren enorm en deze markt is interessanter geworden dan eerst. Credits maken nu 60% van de markt van green bonds uit. Opkomende markten spelen ook een steeds belangrijker rol. De uitdaging bij green bonds was tot voor kort een gebrek aan standaarden. Mede door het gebrek aan standaarden is de laatste jaren het aanbod sterker gegroeid dan de vraag en zijn yields ongeveer even hoog als yields op vergelijkbare non-green bonds, wat nu interessant is voor duurzame beleggers.'

Koekkoek: 'De vraag of toekomstige rendementen van duurzame beleggingen lager worden bij een grotere vraag, kan ook anders beantwoord worden. ESG- en SDG-scores kunnen helpen om bedrijven te vinden met gunstigere risico-rendementsverhoudingen. Door bijvoorbeeld ESG te integreren en bedrijven uit te sluiten met lage SDG-scores, hebben wij in diverse strategieën outperformance behaald. ESG-integratie is al meer dan 10 jaar een belangrijke pilaar van onze kredietanalyse, juist doordat duurzaamheidscriteria helpen de 'losers' te vermijden.'

Comon: 'Duurzaamheidscriteria kunnen worden gebruikt bij de selectie van aandelen en obligaties, maar ook op het niveau van portefeuilleconstructie. Op instrumentniveau passen we ESG sowieso toe, onafhankelijk van de wens van de klant, omdat dergelijke factoren inderdaad de Sharpe Ratio's verhogen. Als een klant echter op portefeuilleniveau additionele eisen heeft, bijvoorbeeld een maximale 'carbon footprint' of uitsluiting van bepaalde sectoren, ontstaat er mogelijk wel een 'trade-off' tussen rendement en risico.'

Khan: 'Eens. Milieufactoren zullen iedere sector raken en ze vormen ook fysieke risico's voor verzekeraars; denk aan bosbranden, overstromingen en stormen. Regulering hieromtrent zou verzekeraars kunnen helpen. Ook wij geloven dat bedrijven die goed scoren op ESG, op de langere termijn beter zullen presteren op de beurs.'

Het grootste risico voor een verzekeraar is volgens mij een Japanscenario.

Gielen: 'Iedereen is het eens over het nut van duurzaam beleggen. Voor klanten is het echter lastig om de consequenties van hun keuzes goed te overzien. De sleutelfactor om te bepalen welke waarde ESG voor een verzekeraar kan hebben, is de waarde die de klanten aan ESG toekennen. Dit is moeilijk te meten. We moeten met de klant de discussie aangaan. Voor bijvoorbeeld levensverzekeraars is business doen tegenwoordig lastig. Op duurzaamheid kunnen ze zich onderscheiden ten opzichte van de concurrentie.'

Comon: 'Objectivering is belangrijk. Pak drie duurzaamheidsproviders en ze komen ongeveer op dezelfde scores uit voor de E, de S en de G. De E is gemakkelijk objectief te maken door bijvoorbeeld te kijken naar CO₂-uitstoot. Voor de andere componenten zijn eveneens redelijke objectieve statistieken te bepalen. Bovendien gaat de EU Taxonomy helpen een en ander te objectiveren.'

Hegeman: 'Volgens ons gaat ESG-beleggen niet ten koste van rendement of risico. Er is daarvoor genoeg wetenschappelijk bewijs. Wat betreft objectivering hebben wij doelstellingen geformuleerd ten aanzien van het meten van de carbon footprint en impact investments. Voor private equity linken we de beloning aan sociale en milieu-KPI's. Bij ons is ESG een proces. Het ontwikkelt zich steeds verder.'

Veerman: 'Duurzaamheid is aan de assetkant van de balans de laatste jaren een populair thema geworden. Aan de verplichtingenkant zie ik de laatste jaren weinig verandering. Verzekeraars hebben hier altijd oog gehad voor risico's, ook voor klimaatrisico's, vanwege de aard van het bedrijf.'

Duckwitz: 'Inderdaad. Klimaatverandering wordt altijd al gereflecteerd aan de verplichtingenkant. De hogere frequentie en ernst van de klimaatclaims is de laatste jaren toegenomen, hetgeen via de hoge kosten van (her)verzekering aan de verplichtingenkant wordt verwerkt. Voor de assetkant rijst de vraag of klimaatverandering invloed kan hebben op de rendementen. Tijdens ALM-studies zullen hierover aannames moeten worden gemaakt en stressscenario's moeten worden doorgerekend.'

Het is opportunistisch om zelfs voor de korte termijn op een rentestijging te anticiperen.

Comon: 'Hoewel milieufactoren zoals de klimaatverandering op de lange termijn elke sector zullen beïnvloeden, brengen ze ook directe risico's met zich mee. Bosbranden, overstromingen en stormen vernietigen fysieke activa en confronteren verzekeraars met multi-miljoenenclaims. Elke regelgeving op dit gebied die het milieu echt helpt, zal de verzekeraars op de lange termijn waarschijnlijk ook helpen. Wij hebben ESG geïntegreerd in ons selectieproces voor zowel particulier als institutioneel vermogen. Daarnaast vragen verzekeraars steeds vaker om meer op maat gemaakte ESG-portefeuilles, die wij tijdens de opbouw van de portefeuille aan de orde stellen. Hoewel er soms een korte termijn trade-off is tussen risico en rendement, zijn wij van mening dat bedrijven die goed scoren op ESG, op de langere termijn beter zullen presteren.'

Hegeman: 'Er zijn bottom-up risico's, zoals zojuist besproken, maar ook top-down risico's. Wij werken samen met Ortec. Zij hebben verschillende klimaatscenario's gebouwd op basis van wetenschappelijke bewijzen, bijvoorbeeld voor verschillende niveaus van opwarming van de aarde. In deze scenario's wordt berekend wat de impact kan zijn op bijvoorbeeld rendementen en spreads. Hieruit kwam naar voren dat er in ieder scenario een impact is, zowel in termen van de kosten van de energietransitie als in termen van fysieke risico's. In het scenario van een



opwarming van de aarde van 4 graden ontstaan er bijvoorbeeld extreme hittegolven en overstromingen in bepaalde regio's. Naar welk scenario we ook kijken, de impact van klimaat is negatief.'

Koekkoek: 'We hangen een bedrijfsspecifieke en toekomstgerichte benadering aan. Binnen een sector kunnen er grote verschillen bestaan tussen bedrijven, ook wat betreft de 'carbon footprint', waarbij het belangrijk is wat de langetermijnstrategie van een bedrijf is en of de huidige investeringen al rekening houden met de klimaattransitie. Voor asset managers zijn klimaatoverwegingen een natuurlijke extensie van ESG-integratie en impactbeleggen. En er kunnen hier nog meer stappen vooruit worden gezet.'

CONCLUSIE

De Ronde Tafel Balance Sheet Management en Asset Management kende vier grote, zelfstandige onderwerpen. Het eerste blok ging over de huidige waarderingen, na de enorme prijsval door de coronacrisis. De algemene visie was dat waarderingen weer aantrekkelijker zijn geworden, zowel voor credits als voor aandelen, maar dat er nog altijd risico's zijn. Aan de andere kant was er wel verschil van mening over de vraag of verzekeraars tactisch gebruik kunnen maken van de lagere instapniveaus. Sommige deelnemers van de Ronde Tafel dachten van wel, andere meenden dat verzekeraars lastig op kortemijnbewegingen kunnen inspelen en slechts kunnen vasthouden aan de langetermijnkoers. De discussie ging ook over de vraag of corona als pandemisch risico goed was ingeprijsd door verzekeraars. Een van de deelnemers merkte op: 'De pandemische stresstesten hadden vooral een focus op het verzekeringsrisico. Corona heeft ons geleerd dat als er schokken komen, deze een ernstigere

economische impact kunnen hebben, omdat er interactie tussen risico's kan ontstaan'. Het tweede blok ging over de Capital Generation Principles. Deze zijn niet altijd duidelijk volgens de deelnemers. Althans, verzekeraars kunnen er op een betere manier over publiceren. Nu kunnen de publicaties leiden tot verwarring bij beleggers. Er ontstond in dit verband discussie over de al dan niet terechte grote afwaarderingen op beurzen van bepaalde verzekeraars. Het derde blok ging over de rol van liquide credits versus het illiquide direct lending. Direct lending was de laatste jaren populair geworden vanwege hogere spreads. Nu credits door de coronacrisis flink zijn afgewaardeerd, slaat de 'trade off' tussen credits en direct loans niet meer per se naar direct lending door. Ten slotte ESG. Iedere deelnemer erkent, bijna vanzelfsprekend, het belang ervan. Diverse deelnemers benadrukten vooral het belang van ESG op instrumentniveau, andere meer op het niveau van de asset-allocatie.

Managerselectie is een kwestie van 'art and science'

DOOR HARRY GEELS

De selectie van externe managers gebeurt op basis van talloze criteria, die kunnen wijzigen of 'ontstaan' op basis van actuele ontwikkelingen. Dit maakt de selectie van externe managers uitdagend. Financial Investigator sprak met Freddy van Mulligen, Senior Portfolio Manager Externe Managers bij Achmea Investment Managers, en Kees Verbaas, CIO bij Altis Investment Management, over de diverse selectiecriteria en een aantal relevante actuele ontwikkelingen.

Hoe verloopt een goed proces van een externe managerselectie in het algemeen?

Freddy van Mulligen: 'De selectie van externe managers verloopt, bijna vanzelfsprekend zou ik zeggen, volgens een gestructureerd proces met voldoende 'checks and balances'. Dat betekent dat iedere stap in het proces samen met

collega's wordt uitgevoerd, zodat subjectiviteit zoveel mogelijk wordt uitgevlakt en alle stappen zo goed mogelijk worden gedocumenteerd. Helemaal aan het begin van het proces is het belangrijk om goed met de klant af te spreken naar wat voor soort manager er precies moet worden gezocht; er moet een goed kader worden vastgesteld en de wensen en eisen moeten goed op papier worden gezet. De te zetten stappen volgen elkaar daarna bijna logisch op: het universum, de longlist van managers die een request for proposal (RFP) krijgen, de shortlist van managers die door minimaal twee teamleden bezocht worden en tot slot een advies met daarin kwantitatieve en kwalitatieve analyses. Ons advies is altijd onder voorbehoud van een operational due diligence (ODD), waarbij we dieper op de operatie van een beheerder ingaan, zoals zijn processen en it-systemen, backup faciliteiten, potentiële reputatierisico's, governance-beleid en pre- en post-trade compliance.'

Kees Verbaas: 'De stappen in het proces zijn bij ons vergelijkbaar. Een precieze intake met de klant is cruciaal. Een goede selectie bestaat verder uit het samenbrengen van diverse aspecten. Wij combineren investment due diligence (IDD), operationele due diligence en ESG in één beoordeling. Het goed in kaart brengen van de niet-financiële risico's neemt in belang toe, mede onder druk van de toezichthouder. Wij voeren vóór het advies altijd een on-site due diligence uit. We interviewen daarbij niet alleen het beleggingsteam, maar ook Risk Managers, Compliance et cetera. Het eindvoorstel bevat een aantal keuzes en een advies voor een manager die naar onze mening het beste past bij de doelen van de klant. Kwantitatieve en kwalitatieve analyses zijn in het selectieproces beide belangrijk. Hoewel kwantitatieve analyses belangrijk zijn bij het doorgronden van de behaalde performance, stoelt het uiteindelijke advies ook op het kwalitatieve oordeel van het selectieteam. Als er te veel wordt gevaren op kwantitatieve analyses, ontstaat de neiging vooral naar sterke historische prestaties te kijken. Maar



Foto: Ruben Eshuis Fotografie

FREDDY VAN MULLIGEN

Voorheen was ESG het domein van actief beheer, maar we zien nu veel innovatie voor passieve ESG-oplossingen.

goede prestaties uit het verleden zijn lang niet altijd een garantie voor de toekomst. Het is aldus een combinatie van 'art and science'.

Vormen behaalde rendementen uit het verleden het belangrijkste selectie criterium? En waar letten jullie op bij de analyse van rendementen?

Verbaas: 'Goede rendementen uit het verleden alleen, maken nog geen goede manager. Wij laden de volledige portefeuilles in ons data-analyseplatform in en besteden veel aandacht aan het ontrafelen van de prestaties, om te zien of die via deskundigheid of geluk tot stand zijn gekomen. We vragen altijd het transactielogboek van de managers op en onderzoeken of de uitkomst van hun beleggingen in overeenstemming is met hun beleggingscasus.'

Van Mulligen: 'Wat mij betreft is rendement uit het verleden evenmin het belangrijkste criterium. Integendeel, als je alleen hierop zou letten, is dat een recept voor een ramp. De best renderende strategieën uit het verleden, zullen in de toekomst teleurstellen. Het is belangrijker om naar de processen, de teams en het risicomangement te kijken en op de kosten te letten. Dat gezegd hebbende, biedt rendement uit het verleden wel degelijk informatie. Heeft de strategie in bepaalde marktomstandigheden gepresteerd zoals verwacht? Komt de uitkomst van een attributieanalyse overeen met de opzet van het proces?'

Is het, gezien de steeds hogere eisen die gesteld worden, nog steeds verantwoord om kleinere en middelgrote vermogensbeheerders te selecteren?

Verbaas: 'Dat kan zeker, maar klanten hebben de laatste jaren steeds strengere eisen geformuleerd voor het beheersen van niet-financiële risico's. Daarom hebben wij veel geïnvesteerd in onze systemen voor ODD. We sturen tegenwoordig zo'n vijfhonderd vragen uit. Grotere beheerders behalen door ruimere 'resources' over het algemeen betere scores op ODD dan investment boutiques. Als de normen van onze klanten streng zijn, komen we vaak bij de grotere beheerders uit. We werken overigens niet alleen voor Nederlandse pensioenfondsen, maar ook voor private banks en family offices. Niet overal zijn de operationele criteria zo streng en soms zie je andere partijen ook wel voor boutiques kiezen.'

Van Mulligen: 'Echt kleine beheerders selecteren is tegenwoordig lastig, maar zeker niet onmogelijk. Beheerders met enkele tientallen miljarden onder beheer en een goede

operationele infrastructuur maken nog steeds kans; een flink deel van de meer dan 100 miljard euro die door ons bij externen is belegd, vindt zijn weg naar deze vermogensbeheerders. We zien een positieve tendens dat bijvoorbeeld boutiques deel uitmaken van een grotere groep. Ze kunnen dan hun identiteit en investment skills behouden, terwijl ze gebruik kunnen maken van de operationele infrastructuur van de grotere groep. Dit kunnen wel degelijk goede oplossingen zijn om te implementeren in onze klantportefeuilles.'

Hoe kijken jullie tegen de soms sterk geconcentreerde portefeuilles van actieve beheerders aan?

Van Mulligen: 'Veel goede actieve beheerders werken met geconcentreerde portefeuilles. Het is dan belangrijk de 'look through' goed op orde te hebben. Dus: monitoren dat de klant meerdere geconcentreerde portefeuilles heeft die niet hetzelfde zijn, en dan als geheel toch een goede diversificatie bieden. Met een goede look through kan ook gekeken worden of er zich een of enkele grote 'bets' voordoen. We willen graag meerdere rendementsbronnen terugzien in de portefeuilles. Passieve beheerders hebben natuurlijk geen geconcentreerde actieve portefeuilles.'



Foto: Archief Altis Investment Management

KEES VERBAAS

Daar gaat het veel meer om hoe de verschillende risico's versus een benchmark worden geminimaliseerd en hoe kostenefficiënt de trading plaatsvindt.'

Verbaas: 'Op zich zijn we gecharmeerd van geconcentreerde portefeuilles bij actieve managers, maar deze geven vaak wel meer volatiliteit van de relatieve resultaten en dat is niet voor alle klanten geschikt. Geconcentreerde portefeuilles werken vooral goed in een multi-manager omgeving. Wij merken overigens dat klanten steeds meer om stabiele performance vragen, zeker gezien de huidige omstandigheden met de lage dekkingsgraden. Eén manager met een geconcentreerde portefeuille is dan verre van een ideale oplossing. Het proces van de selectie van actieve en passieve managers is grotendeels hetzelfde, al verschillen de criteria op bepaalde vlakken natuurlijk wel. Bij passief beheer wordt er bijvoorbeeld naar zaken gekeken als indexreplatiemethodieken en de wijze van anticiperen op benchmarkwijzigingen.'

Welke beleggingscategorieën kunnen het beste met actieve en welke met passieve beheerders worden ingevuld?

Van Mulligen: 'In veel beleggingscategorieën heb je een keuze. Bij aandelen kun je er bijvoorbeeld voor kiezen om toch actief risico te lopen, om zo een extra rendement te behalen of beleggingsrisico's beter te beheersen. Tegelijkertijd is passief wel degelijk een goed uitgewerkt alternatief. Bij bedrijfsobligaties zien we vaak dat actief beleggen de norm is. De index heeft veel omzet, wat het tracken van een index tot een kostbare zaak maakt. Tegelijkertijd kunnen actieve beleggers bij credits profiteren van nieuwe issues. Ook bij high yield zien we dat het passieve alternatief slecht scoort ten opzichte van het actieve universum.'

Verbaas: 'Ik sluit me aan bij Freddy's opmerkingen. Daarnaast voeren we steeds meer maatwerk-searches uit op het gebied van ESG. Als de klant specifieke ESG-doelstellingen heeft, gaan we op zoek naar een actieve manager die daar het beste bij past. Ook lenen Emerging Markets en small-caps zich goed voor actief beheer. Beursgenoteerd vastgoed adviseren we meestal passief in te vullen.'

Op welke gebieden zie je (veel) innovatie binnen managersselectie?

Verbaas: 'Steeds meer searches vinden plaats met ESG-criteria. Voorheen was ESG het domein van actief beheer, maar we zien nu veel innovatie voor passieve ESG-oplossingen. Duurzaamheid wordt daarbij steeds fijnmaziger gedefinieerd, waarbij dan ook weer aansluitende beheeroplossingen worden geboden. Er worden bijvoorbeeld steeds specifiekere klimaatdoelstellingen geformuleerd, zoals een klimaatneutrale portefeuille die niet te veel afwijkt van het risicoprofiel van de benchmark.'

Eigenlijk moet een pensioenfonds een due diligence uitvoeren op onze resultaten en operatie, zoals wij due diligences uitvoeren op externe managers.

Van Mulligen: 'ESG wordt inderdaad belangrijker en daarbij gaat het er niet alleen om wat de externe managers zelf zeggen en rapporteren, maar gaat het er ook om dat we zelf het ESG-profiel of de CO₂-uitstoot van de portefeuille kunnen bepalen. Verder hebben we de laatste jaren veel geïnvesteerd in systemen waarbij we nog betere 'holding'-analyses kunnen uitvoeren, om maar te zien waar de bets zitten, eventueel aangevuld met scenarioanalyses en stresstesten. En dan voor de totaalportefeuille; aandelen en obligaties gecombineerd. Hiermee kunnen we ook weer het gesprek aangaan met de managers, waardoor we meteen enkele niveaus dieper de discussies kunnen voeren.'

Hoe kunnen klanten beoordelen wie goed is in managersselectie?

Verbaas: 'Wij kunnen onze waarde op verschillende manieren bewijzen. In de eerste plaats natuurlijk door een manager te vinden die goed aansluit bij de beleggingsdoelen van de klant. Daarnaast zijn nog twee criteria van belang: hoeveel beter waren de resultaten van de geselecteerde actieve beheerders versus de relevante benchmarks, en hoe succesvol is de selecteur geweest in het reduceren van de beheerfee bij de managers?'

Van Mulligen: 'Naast resultaten en kostenreducties telt ook hoe goed de doelstellingen van de klant kunnen worden ingevuld, oftewel de mate van maatwerk die kan worden geleverd. Eigenlijk moet een pensioenfonds een due diligence uitvoeren op onze resultaten en operatie, zoals wij due diligences uitvoeren op externe managers.' «

Kengetallen

Achmea Investment Management

- Totaal € 179 miljard vermogen onder beheer
- Ruim € 115 miljard belegd bij ruim 150 externe managers
- 20 pensioenfondsklanten

Altis Investment Management

- Ruim € 100 miljard vermogen onder beheer
- Belegd bij ruim 200 externe managers
- 35 institutionele klanten



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

COLUMN

Coronacrisis: voer voor juristen!

Uiteraard heeft de coronacrisis ook juridische aspecten. Deze doen zich gevoelen op vrijwel alle terreinen van het recht. Het contractenrecht spant daarbij de kroon. Werk aan de winkel voor juristen!

De uitbraak van het coronavirus roept tal van juridische vragen op. Te denken valt in dit verband aan arbeidsrechtelijke kwesties, vragen op het terrein van contractenrecht, verzekeringsrecht, mededingingsrecht en staatssteun, insolventierecht, gegevensbescherming, gezondheidsrecht, ondernemingsrecht en financieel (toezicht)recht. De belangrijkste vragen betreffen echter het contractenrecht. In deze column snijd ik enkele van deze vragen aan. Dat deze vragen in de komende jaren tot tal van procedures aanleiding zullen geven, lijdt wat mij betreft geen twijfel.

Een eerste vraag die in dit verband rijst, is de vraag of een partij die, als gevolg van de uitbraak van het coronavirus onder zijn personeel of zijn toeleveranciers, of juist als gevolg van de overheidsmaatregelen ter bestrijding van het virus, zijn verbintenis niet kan nakomen, zich op overmacht kan beroepen. Als daarvan sprake is, zou dat betekenen dat deze partij niet meer tot nakoming verplicht is en ook geen schadevergoeding behoeft te betalen. Commerciële partijen zullen meestal in de overeenkomst hebben opgenomen welke gebeurtenissen in hun onderlinge relatie als overmacht hebben te gelden. In de meeste contracten zullen ziektes en epidemieën en overheidsmaatregelen ter bestrijding daarvan niet expliciet zijn genoemd als omstandigheden die overmacht opleveren. Dat betekent dat de vraag of een partij zich met een beroep op overmacht aan zijn verplichtingen kan onttrekken, zal moeten worden beantwoord door interpretatie van de overmachtsclausule in het contract en aan de hand van de wet. Als partijen het daarover niet eens worden, is het uiteindelijk aan de rechter om de knoop door te hakken.

In het verlengde hiervan ligt de vraag of de uitbraak van het coronavirus of de overheidsmaatregelen ter

bestrijding daarvan, onvoorziene omstandigheden opleveren op grond waarvan de overeenkomst niet, althans niet ongewijzigd, in stand kan blijven. De rechter kan, op verlangen van een der partijen, de gevolgen van een overeenkomst wijzigen of deze geheel of gedeeltelijk ontbinden op grond van onvoorziene omstandigheden. Dat zijn omstandigheden die partijen niet uitdrukkelijk of stilzwijgend in de overeenkomst hebben verdisconteerd en die van dien aard zijn dat de wederpartij naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid ongewijzigde instandhouding van de overeenkomst niet mag verwachten. Ook hier geldt dat in de meeste contracten niet zal zijn voorzien in de gevolgen van het intreden van ziektes en epidemieën en overheidsmaatregelen ter bestrijding daarvan. Dat wil echter niet zeggen dat de rechter dan meteen tot wijziging of ontbinding van de overeenkomst zal overgaan. Het is vaste jurisprudentie dat hij zich in dit verband terughoudend dient op te stellen.

Veel overeenkomsten bevatten een *material adverse change*-clausule. Dat geldt met name voor overnamecontracten en voor leningovereenkomsten. Dit soort clausules – die vaak zijn vormgegeven als een opschortende voorwaarde – geven een partij het recht een overeenkomst te beëindigen of deze niet te effectueren als de activa, de activiteiten, de resultaten of de financiële positie van de wederpartij materieel verslechteren. Soms voorziet zo'n clausule in een kwantitatieve maatstaf, maar meestal is daarvan geen sprake. Of de coronacrisis een zodanige materiële verslechtering oplevert dat een partij gerechtigd is zich aan gebondenheid te onttrekken, zal afhangen van de bewoordingen van de desbetreffende clausule en zal van geval tot geval moeten worden bezien. Ook hier is het aan partijen en uiteindelijk aan de rechter om te bepalen of daarvan sprake is. «

DE ACTUELE STAND VAN FIDUCIAIR BEHEER

Door Harry Geels

Onlangs publiceerde KPMG een rapport over de Britse markt voor fiduciair vermogensbeheer. Het consultancybedrijf bracht uiteenlopende onderwerpen in kaart, zoals de groei in het beheerd vermogen, de verschillende typen mandaten en het gebruik van ESG. Ook de Nederlandse markt is geïnventariseerd, zij het op kleinere schaal. Welke conclusies en lessen kunnen hieruit worden getrokken? Financial Investigator sprak met Tim Barlage, Director Asset Management bij KPMG Advisory, en Jeroen van der Put, onafhankelijk adviseur en bestuurder bij diverse pensioenfondsen.

In Nederland is het fiduciair beheer een breed omarmd vermogensbeheerconcept. Grote pensioenfondsen hanteren al vele jaren het fiduciaire model. Zo hebben ABP en BpfBouw met APG haar fiduciair beheerder, heeft PFZW die met PGGM en de metaalfondsen die met MN. Uit onderzoek van KPMG blijkt dat ruim 80% van alle Nederlandse pensioengelden is ondergebracht bij een fiduciair beheerder.

In Nederland worden bijna alle fiduciaire mandaten door asset managers gerund. Daarmee steekt Nederland schril af bij het Verenigd Koninkrijk. Daar werden volgens de KPMG UK Fiduciary Management Survey 2019, per eind 2019 464 van de 650 door pensioenfondsen voor het volledige vermogen verstrekte mandaten, door consultants uitgevoerd. Asset managers beheerden 'slechts' 103 Britse mandaten.

Volgens het KPMG-onderzoek in het Verenigd Koninkrijk zit er nog altijd flinke groei in het fiduciaire model, zowel in het aantal mandaten als in het beheerde vermogen. De vraag is of het aantal fiduciaire mandaten in Nederland ook zo hard stijgt. Barlage: 'Nee, dat komt door de consolidatieslag. Aan het eind van het derde kwartaal van 2019 hadden we hier nog maar 237 pensioenfondsen, terwijl dat er in 2010 nog 514 waren en in 1998 nog 1.042. Het beheerde vermogen van pensioenfondsen is over deze periode juist enorm gestegen, van € 310 miljard in 1998 naar meer dan € 1.600 miljard eind vorig jaar. Dit betekent dat ook het beheerd vermogen van fiduciaire beheerders in Nederland sterk is toegenomen.'

ESG

KPMG UK heeft onderzocht in welke mate Britse pensioenfondsen met een fiduciaire beheerder zich hebben ingelaten met ESG. De data suggereren dat dit inderdaad meer en meer gebeurt, maar ook dat besturen het zelf lastig vinden een goed ESG-beleid te formuleren. Ze leunen hierbij zwaar op de standaarden die fiduciaire managers gebruiken. De grote meerderheid van de Britse pensioenfondsen heeft in 2019 haar ESG-beleid herzien, maar volgens KPMG niet met de aandacht en tijd die het onderwerp verdient. Hoe gaan Nederlandse pensioenfondsen met ESG om? Van der Put: 'In Nederland gebeurt er duidelijk meer op het gebied van ESG. Veel pensioenfondsen hebben het IMVB-convenant ondertekend en de VBDO laat duidelijke voortgang zien. ESG is bij fiduciair management in Nederland mainstream aan het worden. Het krijgt steeds meer aandacht aan bestuurstafels en is onderdeel van gesprekken met de achterban.' Barlage: 'We zien inderdaad meer investeringen in verantwoord beleggen. Echter, uit onderzoek van KPMG-collega Leonie Jesse blijkt dat niet alle fondsen voldoen aan de huidige wettelijke vereisten. Voor verschillende fondsen blijkt het moeilijk om te voldoen aan de steeds verdergaande eisen die aan



Tim Barlage

pensioenfondsen gesteld worden ten aanzien van ESG-integratie.'

Zo blijken verschillende pensioenfondsen hun deelnemers niet te informeren over de wijze waarop ESG-factoren worden meegenomen bij het nemen van investeringsbeslissingen, terwijl de Europese richtlijn IORP II dit wel vereist. Daarnaast valt volgens Barlage op dat een aantal fondsen niet structureel in gesprek gaat met hun deelnemers over verantwoord beleggen, terwijl dit een belangrijk onderdeel is van het proces om ervoor te zorgen dat pensioenfondsen blijven voldoen aan de eisen die stakeholders aan hen stellen. Bijvoorbeeld over het niet beleggen in tabaksbedrijven of het aanspreken van bedrijven op het schenden van mensenrechten.

Uit het onderzoek van KPMG NL bleek ten aanzien van de implementatie ook dat slechts de helft van de fondsen ESG-doelstellingen heeft opgenomen in het beleggingsbeleid. Daarnaast geeft de helft van de respondenten aan dat er geen prestatiedoelen of succesfactoren zijn gedefinieerd in de opdracht aan de vermogensbeheerder. Barlage: 'Het was daarentegen positief om te constateren dat de besturen van alle fondsen die deelnamen aan ons onderzoek, betrokkenheid tonen bij het onderwerp. Unaniem wordt aangegeven dat ESG een terugkerend thema is op de agenda van het bestuur, of dat het bestuur verantwoord beleggen als een strategisch onderwerp ziet.'

VEEL MEER VRAGEN

Zijn fiduciaire beheerders in Nederland voldoende voorbereid op het nieuwe pensioenstelsel? Barlage: 'Hier is nog wel veel werk te verzetten. Met name de IT, de data en de processen zijn er nu niet klaar voor.' Van der Put: 'Het verschilt per fiduciair. Sommige hebben al veel ervaring met premiereregelingen en hebben een betere uitgangspositie. Verder zal de complexiteit aan de kant van pensioenuitvoering hoger zijn en duurt het nog geruime tijd voordat een en ander geïmplementeerd kan worden.'

Een andere interessante vraag is of een fiduciair beheerder, voor zover deze ook

Modulaire inrichting met scheiding van fiduciair beheer en vermogensbeheeractiviteiten zien we steeds meer terug bij pensioenfondsen.

asset manager is, mag beleggen in eigen producten. Van der Put: 'Ik vind dat we daar terughoudend mee om moeten gaan. Er is een belangentegenstelling die je sowieso bij beslissingen expliciet mee moet wegen.' Barlage: 'De modulaire inrichting van het beheermodel, met de scheiding van fiduciair beheer en vermogensbeheeractiviteiten, zien we steeds meer terug bij pensioenfondsen. We zien echter ook dat hierbij een onderscheid wordt gemaakt tussen de vermogensbeheeractiviteiten die behoren bij de matchingportefeuille en die welke behoren tot de return-portefeuille. Diverse pensioenfondsen brengen de vermogensbeheeractiviteiten van de matchingportefeuille onder bij de fiduciair vanwege onder andere scherper collateral management, betere portefeuillebijsturing en lagere kosten. Daar valt ook wel wat voor te zeggen.'

Dan de vraag of de fiduciair beheerder achter de schermen een lobbyfunctie heeft richting wetgever en toezichthouders. Barlage: 'De grotere fiduciair beheerders doen hun best om goed op de hoogte te blijven van alle relevante wet- en regelgeving; op nationaal, maar zeker ook op Europees niveau.' Van der Put: 'Over de lobbyfunctie van vermogensbeheerders moeten we terughoudend zijn. Een fiduciair manager zit dicht tegen de strategie van een fonds aan. Het is daarom logisch als de pensioenlobby via de pensioenfederatie loopt.'

Vindt innovatie (in bijvoorbeeld investment beliefs, vermogensbeheer,

duurzaamheid en risicomanagement) primair bij het (bestuur van een) pensioenfonds plaats, of primair bij de fiduciair beheerder? Van der Put: 'Het is een combinatie. We zien bijvoorbeeld op ESG-gebied duidelijke voorbeelden dat fondsen de leiding nemen en vice versa.' Barlage: 'We zien een goede wisselwerking tussen de fiduciair en het bestuur, maar op dit vlak kan de sector echt nog grote slagen maken. We zien nog veel fiduciair beheerders die met spreadsheets (lees: foutgevoelige tools) de meest ingewikkelde berekeningen en aanpassingen van de portefeuille doorvoeren, bijvoorbeeld bij een rebalancing.'

Tot slot de vraag of grotere fiduciaire beheerders beter uitgerust zijn voor goede dienstverlening dan kleinere. Van der Put: 'Niet per se. Kleine partijen kunnen mogelijk meer vanuit bestuurlijk perspectief adviseren, zijn flexibeler en meer extern gericht'. Barlage: 'Wij zijn niet van mening dat grotere fiduciair beheerders beter zijn toegerust dan kleinere. Wel vinden we dat een fiduciair beheerder een gezond klantenbestand dient te hebben om op niveau te kunnen blijven presteren, scherp te blijven door discussies met uiteenlopende klanten en een acceptabel kostenniveau te kunnen bieden.' «

Foto: Archief Centraal Beheer APF



Jeroen van der Put

Wij zien fiduciair management vooral als partnership

DOOR JAN JAAP OMVLEE

Tien jaar na de Commissie-Frijns schetst Maureen Schlejen van NN Investment Partners de evolutie van fiduciair management. 'Flexibiliteit is onze sterkste troef in deze uitzonderlijke tijd.'

'Fiduciair management is eigenlijk geen goed begrip meer', aldus Maureen Schlejen, Hoofd Institutional Clients en Fiduciair Management voor de Nederlandse markt bij NN Investment Partners (NN IP). 'Het veronderstelt dat je bepaalde verantwoordelijkheden als bestuur uitbesteedt en dat is niet zo. Je kunt die verantwoordelijkheid helemaal niet uitbesteden. Bovendien is het begrip fiduciair management geëvolueerd in de loop der tijd. Tien jaar geleden was het een totaalconcept: als pensioenfonds ging je naar één partij voor alles, van advies tot en met de rapportages. Tegenwoordig kun je ook bepaalde onderdelen 'halen' bij een fiduciair manager.'

Welke ontwikkelingen zien we na een decennium fiduciair management?

'Een grote ontwikkeling is de professionalisering in het besturen van pensioenfondsen. Door deze professionalisering van de governance is de lat voor de fiduciair manager veel hoger komen te liggen. De dienstverlening is veel meer maatwerk geworden en nog belangrijker dan een efficiënte dienstverlening, is een passende dienstverlening. Aangezien de omgeving steeds verandert, vereist dit laatste continue

vernieuwing en dus flexibiliteit en innovatie. Je bent de eigen organisatie zo alsmaar aan het doorontwikkelen. De advisering, de producten en de diensten; het is in feite nooit helemaal af.

Verder neemt de 'unbundling'-trend nog steeds toe. Je kunt modules afnemen bij de fiduciair manager, maar ook een partnership aangaan. Dat betekent nog niet dat de fiduciair alles van je overneemt. Je kunt vragen of de fiduciair manager het overzicht houdt op de verschillende bouwstenen, beleggingsadvies geeft of alleen de managersselectie doet. Dat zie je steeds meer loskomen van elkaar. Daarnaast is er natuurlijk steeds meer aandacht voor maatschappelijk verantwoord beleggen.

Last but not least zie je over de hele waardeketen heen de trend 'meer voor minder'. Dat geldt niet alleen voor de fiduciair manager, maar voor alle spelers in en om de waardeketen. Dat laatste roept bij mij weleens de vraag op: wat betekent dat voor innovatie? Komt innovatie daardoor niet onder druk te staan?'

Wat betekent deze evolutie voor pensioenfondsbestuurders?

'Pensioenfondsen opereren, naast het maatschappelijke karakter dat zij hebben, in toenemende mate als financiële instelling, met alle verantwoordelijkheden die daarbij horen. Dat zie je aan de toegenomen professionaliteit van pensioenfondsbestuurders. We merken ook dat we steeds meer ondersteunend werken bij de documentatie en vastlegging van de besluitvorming. Tegelijkertijd zie je dat er veel tijd naar processen en documentatie gaat, waardoor er soms minder aandacht is voor de beleggingsinhoud.

Wij zien het als onze rol om steeds weer opnieuw aandacht te vragen voor de beleggingsinhoud. Voor een goed pensioenresultaat van de deelnemers moeten we ons blijven richten op het uitvoeren van het beleggingsbeleid. En dat brengt ons vanzelf weer bij het maatschappelijk verantwoord beleggen, waar deelnemers om vragen. Daar is voor pensioenfondsen geen ontkomen meer aan. In de toekomst zal maatschappelijk



In de toekomst zal maatschappelijk verantwoord beleggen de enige vorm van beleggen zijn.

verantwoord beleggen de enige vorm van beleggen zijn. Niet alleen vanuit het perspectief van de toezichthouder, maar ook vanuit de roep van toekomstige generaties. Ons advies is dan ook dat bestuur en beleggingscommissie daarin samen moeten optrekken: MVB is geen speeltje van de beleggingscommissie.'

Wat vragen deze ontwikkelingen van een fiduciair manager?

'Wij moeten als fiduciair van de toekomst uiterst flexibel zijn. We moeten actief zijn in de financiële markten om duiding te kunnen geven aan bewegingen op financiële markten. Maar we moeten ook duiding kunnen geven aan de aanstaande wijzigingen in ons pensioenstelsel en daarbovenop de impact kunnen schetsen van ontwikkelingen zoals de huidige coronacrisis. We moeten dus heel flexibel zijn om klanten te kunnen adviseren en ondersteunen bij alle vraagstukken die op tafel liggen, zowel richting de beleggingscommissie als naar het bestuur; als een partij die brede kennis en ervaring heeft op het gehele pensioendossier. Daarnaast zijn schaalgrootte, specialisatie en flexibiliteit vereist. En bovenal goede mensen die gepassioneerd en gedreven zijn en dit werk graag doen.'

Het is mijn overtuiging dat het belangrijk is onderdeel te zijn van een partij die internationaal aanwezig is. We zitten dicht op de financiële markten en tegelijkertijd kunnen we, omdat we Nederlands zijn, heel goed de vertaling maken naar het Nederlandse pensioenlandschap. Dat heeft veel voordelen voor onze relaties.'

Welke mogelijke verschijningsvormen kan de fiduciaire dienstverlening van NN IP hebben?

'Kijkend naar de dagelijkse praktijk zien we dat we steeds vaker maatwerk bieden dat gericht is op de governance van een pensioenfonds. Vorig jaar hebben we drie nieuwe klanten mogen verwelkomen en de invulling is steeds anders. Elk pensioenfonds vraagt om een ander type maatwerk. De een wil volledig ontzorgd worden, waarbij we het hele pakket aan dienstverlening aanbieden, terwijl er ook partijen zijn die zelf de keten in detail willen aansturen. In zo'n geval bieden wij de

Kijkend naar de dagelijkse praktijk zien we dat we steeds vaker maatwerk bieden dat gericht is op de governance van een pensioenfonds.

support met diverse bouwstenen. Het grappige is dat je soms voorafgaand aan een samenwerkingstraject nog niet weet waar je uitkomt. Je ontdekt dat samen met het pensioenfonds. Ook kan dat evolueren bij bestaande klanten. Ze zijn ooit begonnen met een bepaald pakket aan diensten en sommige nemen meer af, andere weer minder. Daarom is die flexibiliteit zo enorm belangrijk. Elk pensioenfonds wil het op een eigen manier invullen en wij willen dat voor iedereen kunnen aanbieden, juist omdat we onze dienstverlening in bouwstenen hebben uitgewerkt. Belangrijk daarbij is dat de hele waardeketen optimaal wordt aangestuurd en daarin kunnen wij heel goed de regierol vervullen, plus het risicomanagement dat daarbij hoort.'

En waar ligt dan jullie toegevoegde waarde?

'Onze toegevoegde waarde komt in de huidige turbulente marktomstandigheden echt tot zijn recht. Een rollenspel spelen tijdens een pitch zegt niet zoveel. Het gaat om de werkelijkheid: hoe acteer je in situaties als die waarin we nu verkeren met het coronavirus? Wij maken nu echt het verschil voor klanten. Het is cruciaal om in een situatie zoals deze het overzicht te bewaren en de keten goed aan te sturen. We kunnen nu echt onze waarde als fiduciair manager laten zien. We hebben vaak dagelijks contact met klanten over markt-bewegingen, over de impact op hun portefeuille en over het effect op hun dekkingsgraad. We geven advies over herbalanceren ja of nee, en zo ja, hoever we gaan herbalanceren. Dat maakt deze tijd zeer interessant. Het betekent ook: bereikbaar zijn en klanten bieden waar zij behoefte aan hebben, gevraagd en ongevraagd.'



CV

Maureen Schlejen is Hoofd Institutional Clients en Fiduciair Management voor de Nederlandse markt bij NN IP en heeft ruim 20 jaar ervaring opgebouwd in de vermogensbeheerindustrie. Voorheen werkte zij bij Robeco.



Fiduciair management is voor ons echt een partnership geworden en dat is een goede ontwikkeling. Pensioenfondsbesturen hebben een eigen verantwoordelijkheid en zijn zich daar ook heel bewust van. Daarbij hebben wij veel meer de ondersteunende rol in de besluitvorming en challengen wij besturen op de besluiten die ze nemen. Daarin is communicatie natuurlijk heel belangrijk. Er wordt binnen fiduciair management weleens gerefereerd aan 'de klik', maar het gaat om persoonlijk contact en het onderlinge vertrouwen dat er is, wat heel belangrijk is. Je moet ook durven challengen, want dat blijft je rol als fiduciair manager. En daar besteden we ook veel tijd en aandacht aan, aan het trainen van onze mensen, niet alleen op de inhoud, maar ook op de soft skills, op communicatie, op besluitvorming en op het geven van feedback.'

Zijn we doorgeschoten in het 'in control zijn'?

'Je ziet in het algemeen dat de focus op control soms verlamdend werkt en dat besluiten dan niet genomen worden omdat men bang is om niet meer in control te zijn. Daar moeten we als sector wel op blijven letten. Dat 'in control zijn' is belangrijk, maar mag het realiseren van een goed pensioen voor deelnemers niet in de weg staan. Daar zie ik wel een spanningsveld.'

Heeft dat ook te maken met de toegenomen complexiteit?

'Door die toegenomen complexiteit is het menselijkerwijs bijna onmogelijk om alle informatie tot je te nemen en te verwerken. Daarin kunnen wij pensioenfondsbestuurders ondersteunen en dat is wat we bieden als fiduciair manager. Hierdoor kan een bestuurder tot een betere besluitvorming komen. Daar ligt onze toegevoegde waarde als fiduciair manager. Op het gebied van MVB en ESG-integratie zien we bijvoorbeeld dat we besturen heel goed kunnen helpen om tot goed beleid te komen. Ook in de gedachtevorming, want in een bestuur zitten mensen met verschillende meningen. Dat alles samenbrengen in een beleid waarin iedereen zich

We zien fiduciair management vooral als partnership. Dat betekent dat we als partners voortdurend kijken naar de behoeften van onze klanten en daarop acteren.

herkent, van bestuur en beleggingscommissie tot achterban, dat is een van de mooie en dankbare kanten van ons vak.

Een bijkomend voordeel voor klanten is dat wij een multi-client fiduciair dienstverlener zijn. Samen met de klant komen we tot nieuwe inzichten en vaak kunnen we deze meteen vertalen naar andere klanten. Je ziet dan al pratende innovatie ontstaan. Onze klanten waarderen het om ook ervaringen en inzichten van andere klanten te horen. We hebben klantenraden voor pensioenfondsen en voor verzekeraars en die komen regelmatig bij elkaar. Naast het feit dat wij relevante onderwerpen agenderen, komen klanten zelf ook met vragen. Ze toetsen de antwoorden dan bij andere pensioenfondsbestuurders en delen onderling informatie. Op die manier zijn we ook een waardevol ecosysteem voor onze klanten.'

Hoe slagen jullie erin om in een consoliderende markt succesvol te zijn?

'Flexibiliteit is heel belangrijk, plus heldere communicatie over hetgeen je wel of niet voor een klant kan betekenen en wat je van elkaar kan verwachten. Er wordt meer van een fiduciair manager verwacht. Denk bijvoorbeeld aan IMVB, IORP, investment cases, kennisdeling, et cetera. Daar zijn we continu mee bezig en dat proberen we op een schaalbare manier te doen met altijd passende dienstverlening. Daarnaast zorgen we in de interne organisatie dat we een sterke backbone hebben zodat we processen robuust en schaalbaar kunnen uitvoeren, wat mogelijk is doordat we onderdeel zijn van een grote vermogensbeheerder. Dat is een van onze onderscheidende kwaliteiten. En daarmee komen we weer bij het begin: we zien fiduciair management vooral als partnership. Dat zit in onze naam NN IP en in ons DNA en dat doorleven we ook echt. Dat betekent dat we als partners voortdurend kijken naar de behoeften van onze klanten en daarop acteren.'

Sterke professionalisering in het besturen van pensioenfondsen;

Pensioenfondsen opereren steeds nadrukkelijker als financiële instelling;

Flexibiliteit en brede finance- en pensioenexpertise zijn nodig om klanten te kunnen adviseren.



COLUMN

DOOR ANDY LANGENKAMP, SENIOR POLITICAL ANALYST BIJ ECR RESEARCH

Stagflatie onontkoombaar in het post-coronatijdperk?

Kunnen de huidige fiscale en monetaire maatregelen de ongekende economische coronaklappen opvangen? Of zijn de maatregelen slechts doekjes voor het bloeden die niets doen aan dieperliggende fracturesen?

Het schrijven van deze column verliep deze keer wezenlijk anders dan gebruikelijk. Ik moet er altijd wel rekening mee houden dat u deze column pas leest weken nadat ik hem heb ingeleverd, maar nu ontikom ik er niet aan te schrijven over de coronacrisis, terwijl de berichten en de economische impact met de dag veranderen. Daarom geef ik nu met een slag om de 'crisisarm' een prognose voor de periode nadat de ergste coronaklappen opgevangen zijn.

De economie zal waarschijnlijk een zeer lange tijd nodig hebben om weer op het oude niveau te komen. Als we de economie van begin dit jaar op 100 stellen, zien we deze dit jaar niet meer verder herstellen dan tot hooguit 80-90. De kans is namelijk groot dat beperkende maatregelen van kracht moeten blijven en misschien in de herfst of zelfs de winter weer aangescherpt moeten worden, totdat medicijnen en/of vaccins ruimschoots beschikbaar komen.

Daarnaast kampten veel economieën voor de huidige crisis al met een aantal structurele zwaktes. Vlak voor het uitbreken van het coronavirus stonden in de meeste landen de totale schulden ten opzichte van de omvang van de economie al op recordhoogtes. Door de economische terugval en immense stimuleringsmaatregelen lopen die schulden nu nog verder op. En de term 'stimuleringsmaatregelen' is dan eigenlijk nog misleidend: de hulp aan bedrijven en consumenten kan alleen maar als stootkussen dienen, niet als boost omhoog.

Schulden bereiken nu voor veel bedrijven en overheden onhoudbare niveaus. Zeker tegen een achtergrond van een vergrijzende bevolking, die de uitgaven aan gezondheidszorg en pensioenen sterk doen oplopen.

Het bovenstaande betekent dat zodra de situatie enigszins is genormaliseerd, het herstel geremd wordt doordat

veel werk moet worden gemaakt van het terugdringen van schulden.

Daarnaast krijgen bedrijven en particulieren die wel graag willen lenen, te maken met terughoudendheid bij banken en andere kredietverstrekkers, onder andere vanwege een veel hogere faillissementsdreiging en onzekerheid over de vraag in hoeverre economieën blijvend ontwricht zijn.

Lage groei en hoge schulden leiden normaal gesproken tot deflatie. Deflatie is echter levensgevaarlijk, omdat de toch al veel te hoge schulden dan nog zwaarder gaan wegen. Overheden zullen daarom waarschijnlijk hun toevlucht zoeken in het veel verder opvoeren van de overheidstekorten en deze laten financieren door de centrale banken. Dit is geen duurzame oplossing, omdat stagflatie dan al snel om de hoek komt kijken. Toch lijkt het uiteindelijk wel deze kant op te gaan en heeft het er dus alle schijn van dat rentes op de langere termijn sterk oplopen.

Goud en andere inflation hedges zullen garen spinnen bij dit klimaat. Periodes van koersdaling kunnen dan ook gebruikt worden om voor de langere termijn posities op te bouwen.

Wat betreft de koers van de euro ten opzichte van de dollar valt een goede case te maken dat, achteraf gezien, in 2020 het omslagpunt kwam, waarbij de langetermijntrend voor de EUR/USD-koers omsloeg van dalend naar stijgend. De eurozone heeft welbekende en serieuze kwetsbaarheden, maar de coronacrisis heeft een aantal zeer ingrijpende tekortkomingen van de Amerikaanse politiek en economie blootgelegd, waaronder het (veel te) zwakke sociale vangnet en de uitgeholde bureaucratie.«

BREDERE BLIK OP RENTEAFDEKKING BEWIJST ZIJN WAARDE

Door Jan Willemsen

Veel pensioenfondsen staan voor de opgave het rendement te verhogen en tegelijkertijd het risico ten opzichte van de verplichtingen te minimaliseren. Integraal beheer van staatsleningen en swaps kan daarbij helpen.

Renteafdekking is meer dan alleen het matchen van de duratie van verplichtingen. Een optimale aanpak leidt allereerst tot voorspelbare uitkomsten, waarbij ook curve- en convexiteitsrisico's effectief worden beheerst.

Daarnaast is het belangrijk om enerzijds de portefeuille kostenbewust te beheren, dus zonder onnodig veel transacties te doen, en anderzijds oog te hebben voor rendement en flexibiliteit om te kunnen inspelen op veranderende marktcondities. De Buy & Maintain-strategie, met zowel kenmerken van passief als actief beheer, past daar naar onze mening het beste bij. Idealiter wijkt het rendement op de lange termijn niet te veel af van swaps, wat best een uitdaging is aangezien de Duitse en Nederlandse rentes lager zijn dan de swaps. Het spreekt tot slot

voor zich dat ESG-criteria integraal in het beleggingsproces worden verwerkt. Als in de portefeuille swaps en staatsleningen geïntegreerd worden beheerd, krijgt een pensioenfonds meer grip op al deze aspecten, onder meer door het beleggingsuniversum te verbreden en dit selectiever in te zetten in de verschillende looptijdsegmenten. Bij geïntegreerd beheer vormen pensioenverplichtingen de enige benchmark.

BEHEER TEN OPZICHTE VAN EEN MARKTINDEX: DE NADELEN VAN EEN TRADITIONELE AANPAK

Bij traditioneel (niet-geïntegreerd) beheer wordt de staatsleningenportefeuille afzonderlijk beheerd, los van een marktindex. Renteswaps worden separaat gemanaged als een overlay. Deze komen

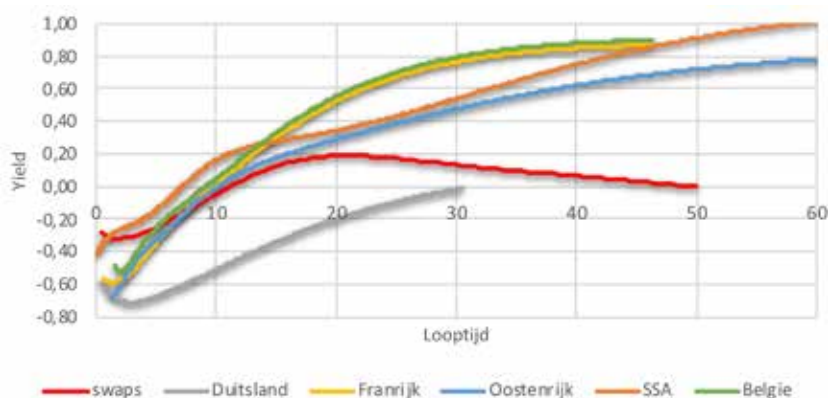
bovenop de risicokarakteristieken van de staatsleningen en de minder liquide componenten van de matchingportefeuille: credits en hypotheekleningen.

Er kleven echter enkele nadelen aan deze aanpak. Zo wordt een marktindex regelmatig ververs op basis van de uitstaande staatsleningen in de markt (voor obligaties gebeurt dit iedere maand). Een gevolg van het gebruik van een marktindex is derhalve dat er in de portefeuille frequent herbalancerings-transacties plaatsvinden die geen relatie hebben met de verplichtingen van een pensioenfonds.

Een tweede nadeel is dat marktindices marktgewogen zijn, waardoor de kans groot is dat leningen die goed in het verplichtingenprofiel passen, slechts een beperkt gewicht hebben in de portefeuille. Figuur 1, waarin de rode lijn de swapcurve weergeeft, illustreert dit.

Te zien is dat er vooral voor de langere looptijden alternatieven zijn voor swaps met een hogere rente (Frankrijk, België, Oostenrijk). Deze leningen komen ook voor in marktindices, maar met een integrale benadering kan de beheerder gericht naar deze leningen alloceren. Verder is het in de traditionele aanpak lastiger om in te spelen op veranderingen in de marktcondities, zoals spreadontwikkelingen. Dit kan in de praktijk alleen door de benchmark van de staatsleningen aan te passen – door er meer of minder emittenten in op te nemen of door de looptijd of de landengewichten aan te passen. Dan wordt veranderen een

Figuur 1: Swap curve ten opzichte van de markt



Bron: Barclays live, per 1 april 2020

strategisch vraagstuk voor het pensioenfondsbestuur, terwijl dit ook (binnen door het bestuur vastgestelde kaders) prima op het niveau van de implementatie uitgevoerd kan worden.

GROENE SSA'S MET HOGER RENDEMENT

Een laatste nadeel van de 'traditionele aanpak' is dat de aantrekkelijke en relatief veilige categorie overheidsgerelateerde obligaties – de SSA (Supranationals, Subsovereigns en Agencies) – niet in deze benchmarks wordt meegenomen. Voorbeelden van SSA's zijn de leningen van de Duitse deelstaten, de Europese Investeringsbank en de Nederlandse Waterschapsbank. SSA-leningen zijn een aantrekkelijke categorie in LDI-portefeuilles, omdat het rendement dicht bij de swap ligt dan het geval is bij traditionele staatsleningen, terwijl er een sterkere correlatie met pensioenverplichtingen bestaat dan bij de Nederlandse of Duitse staatsleningen. De voornaamste oorzaak van het hogere rendement ligt in het feit dat de leningen minder liquide zijn en een hoger kredietrisico kennen dan reguliere staatsleningen. De totale omvang van het SSA-universum omvat bijna de helft van de omvang van de staatsleningen van de AAA-AA-landen. Het is dus een grote en diepe markt.

Van twee SSA-emittenten worden de schulden bovendien volledig, onvoorwaardelijk en onherroepelijk gegarandeerd door overheden. Daardoor zijn deze vrijgesteld van kapitaalbeslag binnen het vereist eigen vermogen. Dit betreft momenteel emittenten KfW en Rentenbank. Dit vormt een extra reden voor opname in de portefeuille. In het SSA-universum is bovendien aan een aantal SSA's het label Green Bond toegekend, waardoor de aanpak goed te combineren valt met het opbouwen van een Green Bond-allocatie in de portefeuille. Ten slotte scoort een aantal SSA's (denk aan de Europese Investeringsbank) goed op ESG-criteria. Het beleggingsuniversum is overigens altijd klantspecifiek.

TUSSENVORM PASSIEF EN ACTIEF BEHEER

De manier waarop wij een integrale LDI-portefeuille samenstellen, komt voort uit onze beste ideeën over het implementeren van een strategische matchingportefeuille.

Er geldt daarbij een beleggingshorizon voor de middellange termijn (twee tot drie jaar), waarmee de aanpak zich duidelijk onderscheidt van actieve strategieën. Swaps versus obligaties, de landenverdeling en overheidsgerelateerd papier zijn voorbeelden van allocaties die in het beleggingsproces eerst worden vastgesteld. De portefeuille wordt vervolgens geoptimaliseerd binnen de met de klant overeengekomen landen, emittenten en ratingrestricties.

De strategie laat zich het beste omschrijven als Buy & Maintain. Naar onze mening past deze aanpak goed bij de doelstellingen van veel Nederlandse pensioenfondsen. Bij de Buy & Maintain-aanpak ligt de nadruk op lage kosten, een lage omzet en gedegen onderhoud aan de portefeuille binnen strak gedefinieerde restricties.

Deze strategie is een beheervorm tussen passief en actief beheer in. Het is enerzijds een vorm van actief keuzes maken, omdat er in instrumenten wordt belegd die niet in de verplichtingenbenchmark zitten; zelfs met swaps ontstaan er in enige mate afwijkingen. Maar het is in de uitvoering meer een vorm van passief beheer, vanwege het strategische karakter en de lage omzet in de portefeuille. Een lage omzet betekent overigens niet dat er tussentijds helemaal geen wijzigingen worden doorgevoerd. Buy & Maintain-portefeuilles worden continu geëvalueerd in het licht van relatieve rendementsverschuivingen en nieuwe obligatie-uitgiftes. Bovendien zijn er regelmatig herbalancerings nodig (onder meer van de renteafdekking, curveposities en het onderpand), die wij gebruiken om naar de ideale portefeuille toe te bewegen.

FLEXIBEL INSPELEN OP MARKTONTWIKKELINGEN

Deze aanpak stelt ons in staat flexibel in te spelen op marktontwikkelingen, zoals het scherp oplopen van spreads in verband met de coronacrisis. Wij waren op het moment van schrijven (begin april) nog voorzichtig met het voornemen om meer in staatsleningen te beleggen ten opzichte van renteswaps. De omvang van de fiscale expansie om de gevolgen van de coronacrisis op te vangen, was nog te onzeker om daar vol op in te zetten, in

Foto: Archief BMO GAM



Jan Willemsen

plaats van op swaps. Bovendien was de liquiditeit afgenomen en waren transactiekosten toegenomen. Maar voor de langere termijn denken wij dat de ECB volop steun zal verlenen door de aankoop van obligaties. Daardoor zijn de risico's op het verder uitlopen van de spreads beperkt.

VOORDELEN BREDERE AANPAK

- Focus op wat werkelijk belangrijk is: de pensioenverplichtingen. Dit betekent afscheid nemen van het keurslijf van traditionele benchmarkindices;
- Beter gebruikmaken van het beleggingsuniversum, zoals door het toevoegen van SSA's, met meer aandacht voor ESG-aspecten;
- Nadruk op efficiënt portefeuillebeheer met een lage omzet, maar wel met de flexibiliteit om in te spelen op veranderende marktcondities.

Dit artikel is geschreven door Jan Willemsen, Client Portfolio Manager Liability Driven Investment, BMO Global Asset Management

Belangrijke informatie

Deze informatie is afkomstig van BMO Global Asset Management, maar is noch een aanbod noch een uitnodiging tot het kopen of verkopen van specifieke beleggingsproducten of -diensten of specifieke ondernemingen die in dit document worden genoemd. De informatie, meningen, schattingen en/of verwachtingen in dit document zijn afkomstig van bronnen, waarvan redelijkerwijs wordt aangenomen dat ze betrouwbaar zijn en die op ieder moment kunnen wijzigen. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van beleggingen kan fluctueren. Het is mogelijk dat beleggers hun inleg niet (volledig) terugkrijgen. © 2020 BMO Global Asset Management. Alle rechten voorbehouden. BMO Global Asset Management is een handelsnaam van BMO Asset Management Netherlands B.V., in Nederland gereguleerd door de Autoriteit Financiële Markten (AFM). 940846 NL

Fiduciair fungeert als verlengstuk van pensioenfondsbestuur

DOOR RENÉ BOGAARTS

Fiduciair management heeft de pionierstijd al lang achter zich gelaten. Waar pensioenfondsen *in control* blijven, helpt een fiduciair hen die taak uit te voeren en nieuwe kennis op te doen.

‘In het begin was fiduciair management nog bijna pionieren’, zegt Anton Wouters, Hoofd Solutions & Client Advisory bij BNP Paribas Asset Management. ‘In Nederland, waar fiduciair management bijna twintig jaar geleden werd geïntroduceerd, was iedereen wat onwennig. Het was de eerste keer dat pensioenfondsen hun werkzaamheden outsourceten en vermogensbeheerders hun volledige portefeuilles in beheer hadden. De kaders waren nog niet volledig uitgekristalliseerd. Er is inmiddels veel veranderd, met name waar het de deskundigheid van pensioenfondsbestuurders en vermogensbeheerders betreft. En DNB zit er tegenwoordig bovenop.’

Nu pensioenfondsen veel meer dan vroeger hun balansbeheer zelf vaststellen, is de rol van fiduciair managers duidelijk afgebakend: ze helpen de pensioenfondsen hun taken uit te voeren. ‘Er is veel meer professionaliteit, strakker management, en toegespitste wet- en regelgeving’, zegt Wouters. ‘Tegelijkertijd zijn pensioenfondsen veeleisender geworden, ze willen veel meer weten en zijn veel meer *in control*. Van fiduciair managers wordt veel meer werk verwacht, inclusief heldere uitleg en rapportages naar de opdrachtgever.’

Wouters erkent dat er in het verleden kritiek was op fiduciair management. ‘We kennen de gevallen waarin fiduciair managers te veel vrijheid namen bij het beheren van de balans. Die vrijheid is eruit gehaald. DNB heeft Nederlandse pensioenfondsen verplicht meer naar zich toe te trekken; pensioenfondsen wilden dat zelf ook. In een land als Groot-Brittannië, waar de dekkingsgraad soms een factor is om het succes van fiduciair management te meten, ligt het wat anders. Maar dan moet je als fiduciair meer mogelijkheden hebben.’

Wouters is overigens niet jaloers op zijn Britse collega's. ‘In Groot-Brittannië heb je vooral corporate pensioenfondsen, waar de bedrijven direct worden aangesproken voor eventuele tekorten. Die bedrijven zijn daardoor soms bereid meer risico's te nemen om het pensioenfonds sneller *gefund* te krijgen. In Nederland ligt die verantwoordelijkheid tegenwoordig niet meer direct bij de bedrijven, waardoor Nederlandse pensioenfondsen zelf zorg dragen voor de bescherming van hun vermogen en het zeker stellen van pensioenuitkeringen. Zoals we het in Nederland geregeld hebben, is prima. De fiduciair fungeert als verlengstuk van het pensioenfondsbestuur om zijn beleid uit te voeren.’

Klik is essentieel

Deskundigheid is volgens Wouters het belangrijkste van wat hij ‘harde dingen’ noemt voor goed fiduciair management. ‘Je moet voldoende kennis bezitten van pensioenfondsen in Nederland, alle expertise hebben op het gebied van balansmanagement en een breed pakket aan strategieën en producten kunnen aanbieden. De zachtere kant betreft zaken als inlevingsvermogen, weten wat een pensioenfondsbestuur wil bereiken en communicatieve vaardigheden. Alleen als er een klik is met het pensioenfondsbestuur, kun je als fiduciair je werk goed doen.’

Niet ieder pensioenfonds heeft volgens Wouters behoefte aan fiduciair management. ‘Als pensioenfonds kun je natuurlijk besluiten om slechts een deel van je vermogen aan een vermogensbeheerder over te laten en de rest zelf te doen.’



Maar zodra het om het afdekken van verplichtingen gaat, waarbij je bijvoorbeeld met derivaten te maken krijgt, ben je eerder op de expertise van een vermogensbeheerder aangewezen, waardoor balansmanagement in het vizier komt', zegt hij. 'Maar je moet als fiduciair wel iets kunnen toevoegen. Als een pensioenfonds een eigen afdeling vermogensbeheer heeft, wordt die toegevoegde waarde kleiner. Fiduciair management is namelijk wat anders dan alleen adviseren.'

'De omvang van een pensioenfonds is op zich niet eens zo belangrijk', legt Wouters uit. 'Naast het beheer van de portefeuille ben je als fiduciair ook bezig met risicobeheer, rapportage, managersselectie en communicatie naar stakeholders. Daar betaalt het pensioenfonds een fee voor en het bestuur van het pensioenfonds moet kunnen beoordelen of daarvoor de gewenste toegevoegde waarde wordt geleverd. Als een pensioenfonds heel klein is - ik kan daar geen exacte cijfers voor aangeven - dan kan de drempel voor uitgebreide dienstverlening weleens te hoog worden.'

Uiteraard zijn er ook dan nog allerlei servicemogelijkheden die het voor een fiduciair manager mogelijk maken om taken uit te voeren, zoals het managen van de matching-portefeuille, met derivaten of LDI-fondsen waarmee je de renterisico's kunt afdekken. Ook als een pensioenfonds alles wil beleggen in passieve fondsen, inclusief de matching-portefeuille, kunnen wij daarvoor de managers selecteren en volstaan met een afgesproken, reguliere rapportage. Kortom, het verschilt nogal tussen het ene pensioenfonds en het andere.'

Echt grote pensioenfondsen met een grote eigen afdeling vermogensbeheer, zullen volgens Wouters weinig behoefte hebben aan fiduciair management - al voegt hij er meteen aan toe dat ABP en PGGM het beheer ook hebben toevertrouwd aan 'losgekoppelde' vermogensbeheerders.

Educatie

Een goed fiduciair manager heeft volgens Wouters ook een educatieve taak, al vindt hij het lastig om aan te geven waar de grenzen tussen advisering en educatie liggen. 'Als je een pensioenfonds adviseert, gaat het altijd over zijn portefeuille en het beheer ervan', zegt hij. 'Uiteraard moet dat toegesneden zijn op dat pensioenfonds zelf en de deskundigheid van het bestuur. Als een klein pensioenfonds vrijwel al zijn vermogen heeft belegd in fondsen of liquide middelen, heeft het weinig zin om te adviseren een grote portefeuille met private equity samen te stellen. Advisering moet altijd toegesneden zijn op de portefeuille en hetgeen het pensioenfonds wil bereiken.'

'Educatie heeft ook betrekking op dingen die niet in de portefeuille zitten of er op afzienbare termijn in kunnen komen, maar op langere termijn wel in het belang zijn van dat pensioenfonds', vervolgt Wouters. 'Educatie is een andere manier van kennisoverdracht. Advies en educatie kunnen wel

samenvallen, bijvoorbeeld als je het idee hebt dat een pensioenfonds die nieuwe kennis nodig heeft.'

Als fiduciair managers adviseur én uitvoerder zijn, twee uitersten volgens Wouters, ziet hij de rol van de fiduciair 'iets meer in de richting van uitvoerder dan van adviseur'. Waarom? Daar is Wouters helder in. 'Adviezen kunnen impact hebben op de balans van een pensioenfonds, waarbij het pensioenfondsbestuur altijd *in control* moet zijn. Het bestuur mag natuurlijk iedereen om adviezen vragen, maar het is te allen tijde verantwoordelijk voor het strategisch beleid. Het bestuur beslist uiteindelijk wat er moet gebeuren en de fiduciair manager voert dat uit.'

Spanningsveld

In feite levert een fiduciair manager volgens Wouters gewoon een dienst aan een pensioenfonds. 'Het pensioenfonds betaalt



CV

Anton Wouters is sinds 2017 Head of Solutions & Client Advisory bij de Multi Asset, Quantitative & Solutions Investment Group van BNP Paribas Asset Management. Hij is in die rol verantwoordelijk voor alle maatwerkoplossingen voor pensioenfondsen, bedrijven en verzekeraars. In 1984 startte Wouters bij Amro Bank en bekleedde daar diverse functies. In 2004 werd hij verantwoordelijk voor LDI en fiduciair management bij ABN AMRO Asset Management, een voorganger van BNP Paribas Asset Management. In deze rol heeft hij het volledige LDI-productgamma en risicomangement opgezet.



voor iets dat het normaal gesproken niet tegen dezelfde prijs en kwaliteit kan krijgen met een eigen vermogensbeheerder', zegt Wouters. 'Het gevaar van een belangentegenstelling zit hem erin dat de fiduciër manager zoveel mogelijk eigen producten in de portefeuille probeert te integreren. Hoe je met dat spanningsveld om zou moeten gaan? Als fiduciër moet je op de allereerste plaats transparant zijn over wat je doet en wat je aanbiedt.

Wanneer je als fiduciër manager eigen producten gebruikt, moet ook dat in het belang van het pensioenfonds zijn, bijvoorbeeld om de portefeuille zo efficiënt mogelijk te beheren. Je ziet in de Nederlandse pensioenwereld bijvoorbeeld nogal eens dat vermogensbeheerders de verantwoordelijkheid nemen voor de matchingportefeuille of een deel ervan. Dat kan het pensioenfonds een financieel voordeel opleveren, omdat de fiduciër het kan integreren in zijn totaalpakket en het pensioenfonds laat mee profiteren van het operationele voordeel. Zeker bij integraal LDI-management zie je dat, waarbij het onder meer gaat om het beheer van kasstromen, rentedekking of *collateral management*.'

Als de fiduciër daar transparant over is, hoeft het volgens Wouters niet direct een probleem te zijn. 'In Nederland hebben we de governance steeds beter geregeld. Enerzijds door de deskundigheid van het pensioenfondsbestuur, anderzijds door DNB die er bovenop zit. Het moet allemaal uitlegbaar zijn en je moet als fiduciër niet proberen de inkomsten te maximaliseren, maar om het beste voor de klant voorop te stellen.'

Meetbaar

Het succes van een fiduciër manager is volgens Wouters op verschillende niveaus te meten. 'Allereerst op strategisch niveau', zegt hij. 'Wat hebben adviezen opgeleverd ten opzichte van de situatie waarin je ze niet gevolgd zou hebben, bijvoorbeeld als je afwijkt van je standaard strategische asset

allocatie? Dat is gedeeltelijk te meten. Een tweede niveau betreft de efficiency van het portefeuillebeheer. Hoe goed is de uitvoering geweest van het strategische allocatiebeleid? Is de LDI-portefeuille goed ingericht? Is de afdekking in orde? Zijn er geen grote afwijkingen? Ook dat is te meten. Een derde niveau is de managersselectie, zeker bij actief management. Is er alpha gecreëerd? Minder goed te meten, maar wel te controleren, zijn zaken als risicobeheer, inzicht in de portefeuille en verlaging van kosten. En ten slotte draait het om de communicatievaardigheden en het inlevingsvermogen van de fiduciër.'

'Waar je het succes niet direct aan kunt afmeten', voegt Wouters er in één adem aan toe, 'is de ontwikkeling van de dekkingsgraad. Hoewel er wel wordt meegedacht over de strategische vraagstukken en er adviezen worden gegeven, blijft het bestuur verantwoordelijk voor strategische elementen als asset-allocatie en afdekkingsstrategieën, die van grote invloed kunnen zijn op de ontwikkeling van de dekkingsgraad.'

Coronacrisis

Een onderwerp dat deze dagen niet onbesproken kan blijven, is de coronacrisis. 'De invloed daarvan is natuurlijk gigantisch', zegt Wouters. 'Heel anders dan een aantal andere geopolitieke ontwikkelingen, die soms een tijdelijke dip kunnen geven in de resultaten, maar zelden relevant zijn op lange termijn. De Brexit heeft bijvoorbeeld tot nu toe veel minder invloed op pensioenfondsen gehad dan de financiële crisis van 2008 of de coronacrisis nu. Zo heeft het lang geduurd voordat pensioenfondsen herstelden van de turbulente markten van '2008'. Daarna kwam als rechtstreeks gevolg daarvan een diepe crisis en de quantitative easing-politiek door de Europese Centrale Bank, die mede heeft geleid tot de huidige lage rentestand. Zoals het er nu uitziet, zal de coronacrisis net zulke grote effecten hebben en misschien zelfs grotere. De aandelen zijn gekelderd en overheden en de centrale banken zijn begonnen om opnieuw enorme hoeveelheden geld in de economieën te pompen. Dat zal nog jaren invloed hebben op het investeringsklimaat.'

Pensioenfondsen hebben niet in paniek op grote schaal aandelen verkocht. 'Ze hebben hun assets niet verkocht en laten de gebeurtenissen over zich heen komen', zegt Wouters. 'Al dan niet met de hulp van hun fiduciër manager hebben zij zich zo goed mogelijk voorbereid op mogelijke crisissituaties en maatregelen genomen, zoals zorgen voor stabiele en waar mogelijk flexibele portefeuilles en goede onderpanden. Ze hebben, voor zover het kon, wat aan rebalancing gedaan. De fiduciër kan weinig anders doen dan adviseren over risicoafdekking en liquiditeit. Nu komt het erop aan samen scenario's op te stellen om zo goed mogelijk op de situatie in te spelen. Hoe kun je je portefeuille zo positioneren dat je zo goed mogelijk kunt inspelen op wat komen gaat? Ook daar moet de waarde van fiduciër management blijken.' «



COLUMN

DOOR HAN DIEPERINK, GESCHREVEN OP PERSOONLIJKE TITEL

Een duurzaam hoger rendement

Met maatschappelijk verantwoord beleggen loopt Nederland voorop en dat zal de komende jaren extra rendement opleveren. Zodra deze 'alpha' wetenschappelijk kan worden verklaard, is het beta. Tijd om nu te profiteren.

Dat maatschappelijk verantwoord beleggen extra rendement oplevert, is niet zo vreemd. Wie aan de beste beleggers vraagt of ze ESG-criteria willen integreren, krijgt vaak het antwoord dat ze dat al doen. ESG-data geven beleggers meer inzicht in de strategie en de kwaliteit van het management van bedrijven. Betrouwbare producten en diensten zijn essentieel voor hun reputatie. Die zorgen voor loyale klanten en tevreden werknemers. Ook betalen de beste bedrijven een lagere rente en hebben ze te maken met lagere kosten, minder claims en een hogere merkwaarde. Bovendien hebben ze een focus op de lange termijn, beter risicomanagement, een hogere winstgevendheid en meer rendement op het eigen vermogen. Zo bezien is het logisch dat goed scorende ESG-bedrijven een bovengemiddeld rendement laten zien.

Maar er is meer. Maatschappelijk verantwoord beleggen groeit snel. Dat betekent dat er veel geld naar toestroomt, waar beleggers iets mee moeten doen. Zelfs al zouden ze dat niet willen, dan worden ze hiertoe wel gedwongen door wet- en regelgeving. Men kan natuurlijk wachten tot er belasting op CO₂ wordt geheven, maar het is beter om nu al de carbon footprint te verlagen. De groei van ESG is vergelijkbaar met indexbeleggen. Voor actieve beleggers is het lastig om de forse geldstroom richting passief te verslaan, nu zal het lastig worden om een ESG-portefeuille af te troeven.

In het verleden werd vaak maar één keer per jaar een ESG-rapport opgesteld. Maar nu komen controverses met behulp van big data, machine learning en kunstmatige

intelligentie direct bovendrijven. Beleggers die als eerste beschikken over die gegevens, weten hoe de rest daarop zal reageren.

Een groot voordeel van ESG-beleggen is dat het zich gemakkelijk weet aan te passen aan wijzigende omstandigheden. Dat is juist een probleem bij factorbeleggen, waar men wacht op wetenschappelijk bewijs. Geen wetenschapper erkent dat ESG een factor is. Toch zijn steeds meer beleggers ervan overtuigd dat er een superieur rendement te behalen is met ESG. Als het geen factor is, dan is het alpha. Alpha is immers niets meer dan nog niet verklaarde beta. Wetenschappelijk onderzoek naar factorbeleggen is vaak gebaseerd op marktneutraal beleggen: door een short-positie tegenover elke long-positie te zetten. De shorts die slecht scoren op ESG blijven niet alleen koersmatig achter, ze zijn ook risicovoller en lijden vooral in tijden van onrust grote koersverliezen.

Door de lage of zelfs negatieve rente hebben obligaties hun verschillende functies binnen de beleggingsmix verloren. Eén daarvan was de bufferfunctie bij een correctie op de aandelenmarkt. Er zijn tegenwoordig maar weinig mogelijkheden om een portefeuille te beschermen tegen het risico van een correctie, maar het short gaan op de index lijkt wellicht de meeste optimale. Alleen kost zo'n bescherming rendement, omdat de aandelenmarkt per saldo stijgt. Een puur ESG long/short fonds biedt in dit opzicht het beste van twee werelden. Daarmee kan het bewijs geleverd worden voor het bestaan van een ESG-factor. «

VOORZITTER:

Norbert Bol, *Sweco Capital Consultants*

DEELNEMERS:

Roland van den Brink, *Pensioenfonds Medewerkers Apotheken*

Wee Mien Cheung, *a.s.r.*

Pauline Fiastre, *BNP Paribas Asset Management*

Florent Del Picchia, *Aviva Investors*

Tom van Rijsewijk, *Macquarie*

Markus Schaen, *MN*

Céline Tercier, *Ostrum Asset Management (onderdeel van Natixis Investment Managers)*

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Aviva Investors, BNP Paribas Asset Management, Macquarie en Natixis Investment Managers.

Foto: Fotovanoort



INFRASTRUCTURE DEBT AANTREKKELIJK VOOR DE LANGE TERMIJN

Door Hans Amesz

Beleggers zijn op zoek naar rendement. Daarom is het waarschijnlijk dat de vraag naar infrastructure debt zal toenemen. Er zullen zeker nieuwe infrastructuursectoren bijkomen zoals breedband en de bijbehorende datacenters.



Wat zijn goede redenen om te beleggen in infrastructure debt?

Roland van den Brink: 'Pensioenfondsen hebben een hele lange beleggingshorizon. Zij richten zich op langetermijnrendementen en infrastructuurschulden voorzien daarin.'

Wee Mien Cheung: 'Wij investeren in infrastructure debt om drie redenen: een voorspelbare cashflow, een aantrekkelijke risico-rendementsverhouding vanwege de hoge (verwachte) recovery, en het bereiken van duurzame doelen in de toekomst.'

Pauline Fiastre: 'Ik wil hieraan toevoegen dat beleggers, door te investeren in infrastructure debt, voor een grotere diversificatie van hun credit exposure zorgen.'

Céline Tercier: 'De asset class infrastructure debt beschikt over

een hoge veerkracht. Cijfers tonen aan dat zelfs in crisistijden het jaarlijkse faillissementscijfer zeer laag blijft: minder dan één procent. Vergeleken met de traditionele Fixed Income-markt zijn de volatiliteit en de correlatie van infra debt laag.'

Florent Del Picchia: 'Beleggen in infrastructure debt kan ook resulteren in een illiquiditeits- en complexiteitspremie. Voor verzekeringsmaatschappijen in het bijzonder geldt dat deze assets bovendien profiteren van een voorkeursbehandeling met betrekking tot hun kapitaal, als je ze vergelijkt met bedrijfsobligaties.'

Hoe zal de markt voor infrastructure debt zich de komende jaren ontwikkelen?

Markus Schaen: 'De vraag naar infrastructure debt neemt toe. We hebben te maken met een volwassen markt, waar zeker nieuwe

> **Norbert Bol** is Chief Investment Officer en mede-oprichter van Sweco Capital Consultants B.V., een beleggingsadviesbureau dat sinds 2004 pensioenfondsen en verzekeraars adviseert op het gebied van vastgoed- en infrastructuurbeleggingen. Eerder werkte hij in directiefuncties bij AZL en Insinger de Beaufort en als Senior Manager bij KPN Pensioen en Ecorys. Bol heeft Technische Bouwkunde (BSc) en Bedrijfskunde (MSc) gestudeerd.





> **Roland van den Brink** is oprichter van TrigNum en Manager Beleggingen bij Appolaris. Hij heeft meer dan 30 jaar ervaring in de pensioensector, waar hij zowel beleggings- als managementfuncties bekleedde. Van den Brink onderhoudt al meer dan 15 jaar contacten met Europese pensioenfondsen en is daarmee goed op de hoogte van toepassingen en trends in vermogensbeheer.

infrastructuursectoren bij zullen komen. Veel aanbieders die wij spreken, investeren al jaren voor hun eigen boek in dit marktsegment. Voor nieuwe beleggers is het bovendien prettig dat je al jarenlang een bewezen strategie hanteert, in termen van risico en rendement. Er zullen meer beleggers bij komen, want iedereen is op zoek naar rendement en illiquiditeit lijkt deze dagen minder een probleem.'

Del Picchia: 'In de meeste sectoren hebben we nog maar weinig echte greenfield-projecten gezien. De markt werd vooral gedreven door herfinanciering van bestaande assets wegens gunstige marktvoorwaarden. Het is duidelijk dat, als je eenmaal de meeste transacties hebt gefinancierd, er misschien niet veel ruimte meer is om te herfinancieren. Op dit moment zien we nog steeds een toenemend volume, maar zal dat eeuwig voortduren? Hetzelfde geldt voor acquisitieactiviteiten, waarbij met name de huidige context kan leiden tot een vermindering van de volumes. De vraag is of we weer een toename zullen zien aan de greenfieldkant om dit te compenseren.'

Fiastra: 'Beleggers zijn op zoek naar infrastructurele kenmerken in nieuwe sectoren die verder gaan dan de gebruikelijke en traditionele infrastructuursectoren. Enkele goede voorbeelden van succesvolle nieuwe sectorintegratie zijn telecomprojecten, met name breedbandnetwerken, die nu echt worden gezien als infrastructuur-assets. Dit is oké, omdat iedereen het er nu over eens is dat telecomdiensten essentiële diensten zijn, zoals andere nutsvoorzieningen. Nieuwe sectoren waar nu naar gekeken wordt, zouden van alles te maken kunnen hebben met oplaadpunten voor elektrische voertuigen, maar ook met projecten op het gebied van waterstof en brandstofcellen. In de toekomst zullen we steeds vaker te maken krijgen met projecten die verder gaan dan de definitie van traditionele infrastructuur.'

Tom van Rijsewijk: 'We zien inderdaad dat de definitie van infrastructuur wordt verbreed door verschillende lening-verstrekkers. Dat was ook het geval in 2006, 2007 en 2008. Soms bleek het juist en soms ook niet. Als we over vijf jaar terugkijken, zal dat opnieuw aan het licht komen. Binnen telecom en glasvezel zien we bijvoorbeeld grote verschillen tussen markten en situaties. Dat betekent dat we deze netwerken soms wel en soms niet als infrastructuur beschouwen.'

Cheung: 'Ik heb het over digitale infrastructuur omdat het niet alleen om traditionele fysieke zaken als glasvezels en telecomnetwerken gaat, maar ook om zaken als datacenters. Door de toenemende digitalisering is er veel behoefte aan dataopslag. Nederland is een belangrijk knooppunt voor digitale datacenters. Er gebeurt iets unieks, want er wordt een andere economie gecreëerd.'

Tercier: 'De wereld evolueert en de markt van infrastructuurdebt evolueert mee. In ontwikkelde landen is de basisinfrastructuur allang aangelegd. Daarom hebben we nieuwe zaken nodig, zoals breedband en de bijbehorende datacenters.'

Er zijn allerlei soorten schulden. Misschien is het goed om uit te leggen waar we het over hebben, bijvoorbeeld over senior secured of mezzanine debt?

Cheung: 'Wij richten ons voornamelijk op senior secured.'

Van den Brink: 'Dat is bij ons ook zo, maar we bezitten ook infrastructuuraandelen.'

Schaen: 'Ook wij investeren in infrastructuuraandelen, maar dat wordt gedaan door de collega's aan de private equity-kant. Voor infrastructuurdebt streven we een risico-rendementsprofiel na waarin junior debt qua volatiliteit niet zou passen. We willen een portefeuille waarin de kans op defaults miniem is. De portefeuille dient op totaalniveau een investment grade rating te hebben.'

Van Rijsewijk: 'De situatie verschilt van regio tot regio. In de Verenigde Staten is er een zeer goed ontwikkelde kapitaalmarkt voor sub-investment grade: junior debt wordt daar bijvoorbeeld gezien als alternatief voor high yield. In Azië zie je interesse in van alles, van senior secured tot sub-investment grade en zelfs daarbuiten. Er is honger naar alles en op een wereldwijde basis misschien nog wel meer naar de higher yielding producten.'

Del Picchia: 'Wij richten ons bij voorkeur op senior secured. Wij willen in aanmerking komen voor de voorkeursbehandeling ten aanzien van het kapitaal van verzekeringsmaatschappijen. Om daarvoor bijvoorbeeld bij een greenfield-project in aanmerking te

komen, moet je in een OESO-land gevestigd zijn. Voor achtergestelde schulden is het waarschijnlijk ook moeilijker om in aanmerking te komen.'

Hoe investeren jullie in infrastructure debt?

Cheung: 'Wij investeren in beleggingsfondsen. De reden hiervoor is dat we, vanwege het risico, gezamenlijk in dezelfde pool willen zitten als andere beleggers. We beleggen ook direct. Hiervoor werken we samen met lokale banken in Nederland. Dat we beide doen, komt doordat we een breder gebied willen bedienen en ook onze expertise verder in-house willen verdiepen.'

Schaen: 'Als we na grondig onderzoek een nieuwe beleggings-categorie hebben aangewezen, bepalen we vervolgens hoe we exact willen beleggen in deze categorie. Zo hebben we voor infrastructuurleningen onder andere gedefinieerd hoeveel exposure we per sector en per land willen hebben, wanneer een lening volgens ons core en wanneer die core plus is, hoeveel exposure we maximaal naar core plus willen en wat voor soort uitsluitingen we voor ogen hebben. Alleen al dat soort vragen en afwegingen maken het onwaarschijnlijk dat we ooit in een fonds voor infrastructure debt zullen belanden. We werken altijd met aparte mandaten.'

Van den Brink: 'Bij onze omvang van ongeveer 3,5 miljard euro is een mandaat geen optie, omdat je je risico's wilt spreiden over verschillende projecten. Wij zijn dus altijd aangewezen op een fondsachtige constructie.'

Del Picchia: 'Mandaten en fondsen hebben hun voor- en nadelen. Via een fonds kunnen kleinere beleggers ook in infrastructure debt stappen. Het vermindert immers de exposure naar één enkel project en voegt dus diversificatie toe. Een van de nadelen van een fonds is dat je door de afzonderlijke wensen van de deelnemers misschien tot een gemeenschappelijke noemer moet komen, waardoor je minder ruimte hebt om te beleggen. Dat is een risico. Bij een mandaat kan een belegger precies definiëren wat hij wil in termen van beleggingsrichtlijnen. Het is ook gemakkelijker om de beleggingscriteria te veranderen, omdat je slechts de goedkeuring van één belegger nodig hebt. Dat betekent meer

flexibiliteit. Uiteindelijk hangt het af van de omvang van het bedrag dat een belegger kan investeren.'

Fiastra: 'Het hangt inderdaad af van de grootte van het bedrag dat aan de asset class kan worden toegewezen. Met vijf, tien of zelfs twintig miljoen euro is een mandaat niet geschikt, aangezien een dergelijke toewijzing niet groot genoeg is om credit-diversificatie te waarborgen. Een mandaat is een goede oplossing voor grote beleggers die duidelijk specifieke richtlijnen in gedachten hebben en waar geen kant-en-klaar producten voor te vinden zijn.'

Van Rijsewijk: 'Een mandaat is meer maatwerk, maar het moet erg groot zijn om economisch efficiënt te zijn. Als je als belegger nieuwe gebieden betreedt, ligt het voor de hand om eerst te kijken naar managed accounts, omdat ze op maat gemaakt kunnen worden. En als de beleggers ervoor openstaan, bieden ze ook de mogelijkheid tot aanpassingen in het mandaat en daardoor tot meebewegen met de markt.'

Tercier: 'Wij zien veel vraag naar co-investeringen. Niet alleen om de kosten te verlagen, maar ook om een bepaalde sector- of geografische exposure te ontwerpen in aanvulling op het gemengde fonds. Het is dus ook een manier om toegang te hebben tot een meer op maat gesneden investeringsstructuur, zonder de capaciteit te hebben voor één enkel mandaat.'

Hoe kijken jullie tegen benchmarking in infrastructure aan?

Van den Brink: 'We maken onderscheid tussen een lange- en kortetermijn benchmark. De kortetermijn benchmark wordt gebruikt om een aantal ontwikkelingen binnen de beleggings-categorie te volgen. De langetermijn benchmark is gericht op het uiteindelijke beleggingsdoel.'

Schaen: 'We hebben nogal wat verschillende benchmarks bekeken, die allemaal hun eigen beperkingen hebben. Uiteindelijk hebben we besloten om geen van de bestaande benchmarks te gebruiken, maar er anders naar te kijken. Infrastructure debt maakt deel uit van onze rendementsportefeuille. Dat betekent dat de beleggingscategorie een

> **Wee Mien Cheung** is al meer dan dertien jaar werkzaam als Fixed Income belegger. Sinds 2017 is hij Manager binnen de afdeling Alternative Fixed Income bij a.s.r. vermogensbeheer. Daarvoor werkte hij bij Delta Lloyd Asset Management als Fondsmanager Credits. Cheung heeft een MSc-titel in Computational Finance van Erasmus Universiteit Rotterdam, een BSc-titel in Technische Informatica van TU Delft en is CFA Charterholder.





Foto: Archief BNP Paribas AM

> **Pauline Fiastre** trad in 2017 in dienst bij BNP Paribas Asset Management als **Investment Director** met meer dan twintig jaar ervaring in **Projectfinanciering en Structured Finance**. Eerder bekleedde zij verschillende functies bij **Credit Agricole Corporate & Investment Banking** in Parijs: **Managing Director** binnen de sector **Telecom, Media en Technologie** en **Director** in het **Power and Utilities**-team met een focus op **hernieuwbare energie**. **Fiastre** begon haar carrière in 1999 in **Projectfinanciering** in **New York**. Ze is afgestudeerd aan **Ponts Paristech**.

bepaald extra rendement, oftewel spread, moet behalen ten aanzien van de verplichtingen van het pensioenfonds. We moeten weten hoe de categorie het doet ten opzichte van het rendementsdoel en ten opzichte van meer liquide credit asset classes met een vergelijkbaar risico. Dit neemt niet weg dat we natuurlijk ook kijken naar de prestaties van onze managers.'

Del Picchia: 'Wij hechten veel belang aan de illiquideitspremie van infrastructure debt. De premie boven de publieke obligatieindices is in feite de belangrijkste benchmark, maar gezien de volatiliteit op de publieke markten moet dit worden gemeten als een gemiddelde over de beleggingsperiode.'

Van Rijsewijk: 'Hetzelfde geldt voor ons. Je kunt wel discussiëren over welke obligaties je precies gebruikt. Omdat we vermogensbeheerders zijn, volgen we natuurlijk de markt als geheel. Maar we kijken ook naar elke individuele deal, die we dan niet alleen vergelijken met de obligatiemarkt, maar ook met alternatieven in de bredere infrastructuursector, om er zeker van te zijn dat we de mogelijkheden met de beste risico-rendementsverhouding kiezen.'

Tercier: 'Voor ons is de illiquideitspremie ook essentieel. Wij houden met extern bewezen methodes graag rekening met de verwachte verliezen die het kredietrisico weerspiegelen. Aangezien we in credit zitten, is de beste manier om geld te verdienen het niet te verliezen. Dit kan worden bereikt met een strikte risicobeoordeling en een strenge selectie.'

Fiastre: 'Net als vele andere vermogensbeheerders hebben we onze eigen interne rating-tools. We vergelijken projecten op basis van hun relative value, waarbij credit rating als benchmark-instrument wordt gebruikt. Dat is een manier om de meest interessante projecten te selecteren vanuit een risico-rendementsperspectief.'

Schaen: 'Waarschijnlijk zijn velen het erover eens dat er behoefte is aan een goed functionerende benchmark voor infrastructure debt. Het is echter ook waarschijnlijk dat die er de komende jaren niet zal komen, ondanks het feit dat er, bijvoorbeeld door het European PPP Expertise Center en Cambridge Associates, aan gewerkt wordt.'

Van den Brink: 'In de beleggingscategorie infrastructure debt is het uiterst belangrijk dat de beheerder keuzevrijheid heeft. Dat betekent niet dat hij meer risico's neemt, maar dat hij nee kan zeggen tegen projecten die hij niet aantrekkelijk vindt of ja tegen projecten die hij wel aantrekkelijk vindt. Als je jezelf beperkingen oplegt door je keuzevrijheid in te kaderen, kan dat pijn doen.'

Van Rijsewijk: 'Wij vertrouwen niet op één benchmark. We maken bijvoorbeeld ook gebruik van indices die we zelf hebben gemaakt, waarin meer infrastructuur, zoals netwerken en soortgelijke zaken, zit. De discussie over wat de juiste prijs of marge is voor een lening, is nogal gecompliceerd.'

Onder institutionele beleggers is een groeiende vraag naar infrastructure debt. Wat betekent dit voor het aanbod van transacties en voor de spread? Worden beleggers nog voldoende gecompenseerd voor het risico van transacties?

Fiastre: 'De balans van aanbod versus vraag zorgt voor enige druk op de spreads. De druk op de structuur van transacties, dat wil zeggen op convenanten, clearing, leverage en dat soort zaken, is echter minder groot dan de druk op de prijsstelling. De reden hiervoor is dat bancaire en niet-bancaire kredietverstrekkers tot op zekere hoogte hebben geleerd van het verleden.'

Cheung: 'Veel beleggers zitten achter dezelfde assets aan, namelijk alles wat groen is. Dat zorgt natuurlijk voor veel druk. Je ziet niet alleen spread-compressie, maar ook veel gearing. De leverage is veel hoger dan een paar jaar geleden. Toen was het 85-15 in termen van schuld en eigen vermogen, nu 95-5.'

Tercier: 'De marktpartijen zijn vrij gedisciplineerd wat betreft de structurering van de transacties. Het is echter onze taak om transacties met een zwakke structurering of een laag risico-rendementsprofiel af te bouwen.'

Infrastructuur is een vrij brede asset class. Zijn er nieuwe sectoren, zoals H2-transmissie, die moeten worden gefinancierd? Wie kan dat doen, wat is er nodig?

Van Rijsewijk: 'In de afgelopen vijf, zes jaar zijn hernieuwbare energiebronnen een zeer belangrijk onderdeel van de infrastructuur geworden: een sector waarin institutionele beleggers een belangrijke rol spelen. Dat zal zich voortzetten. Onze klanten zullen willen blijven investeren in duurzame energie. Je zult er wel alert op moeten blijven dat een gesubsidieerd zonneproject iets heel anders is dan projecten zonder subsidie of dan risicovollere technologieën zoals biogas of zelfs offshore windenergie.'

Tercier: 'We volgen alle soorten technologische ontwikkelingen op de voet, zoals drijvende PV-systemen, drijvende offshore windparken, waterstof, maar we zijn zeer voorzichtig en investeren alleen in bewezen technologieën die essentieel zijn om voorspelbare kasstromen te garanderen.'

Een mogelijke economische vertraging kan een impuls geven aan de infrastructuursector. Verwachten jullie dat er meer infrastructuurprojecten op de markt komen?

Del Picchia: 'Tijdens de Europese staatsschuldencrisis in 2012 en 2013 zagen we eerder het tegenovergestelde, namelijk minder en minder greenfield-projecten. Dat is eigenlijk al een aantal jaren een trend. Ik weet niet of er door een economische vertraging meer infrastructuurprojecten op de markt zullen komen. Ik hoop het wel, maar het is zeker geen automatisme.'

Fiastra: 'Vooral nieuwe infrastructuur is afhankelijk van de steun van de overheid. Een economische vertraging betekent niet noodzakelijkerwijs dat de overheid de infrastructuur gaat stimuleren. In die zin ben ik niet optimistisch.'

Wat gebeurt er als de economie vertraagt? Zal de Europese Centrale Bank (ECB) naar andere manieren moeten zoeken dan het verlagen van de rente om de economie te stimuleren?

Van den Brink: 'Dat zou me zorgen baren. Als de centrale banken voor goedkoop geld zorgen, betekent dat niet dat de betreffende projecten op zich beter worden. Mijn prioriteit ligt bij degelijke projecten, die goed gefinancierd zijn.'

Cheung: 'De ECB heeft al grootschalige opkoopprogramma's van obligaties lopen. De vraag is wat ze nog meer kunnen doen. De liquiditeit is in ieder geval geen probleem.'

Schaen: 'Als de economie vertraagt, komt dat vooral door te weinig investeringen. De renteverlagingen en obligatie-aankopen van de ECB hebben niet het gewenste resultaat opgeleverd. Misschien moeten we inderdaad naar andere manieren kijken om de economie te stimuleren en ervoor zorgen dat het geld beter wordt verdeeld en in de reële economie terecht komt.'

Is er een verschil tussen verzekeraars en pensioenfondsen die op zoek zijn naar investeringen in infrastructure debt?

Van den Brink: 'Ja, dat heeft te maken met verschillen in het toezicht en de regelgeving.'

Van Rijsewijk: 'Bij Solvency II gaat het om EU-brede wetgeving met grillen in elk rechtsgebied. In het algemeen kun je zeggen dat pensioenfondsen meer flexibiliteit hebben dan verzekeraars.'

Hoe beoordelen jullie de politieke risico's van dit soort langetermijnfinanciering?

Van Rijsewijk: 'Politieke risico's zijn grote risico's, waar het regelgevingsrisico waarschijnlijk veel mee te maken heeft. Als infrastructuurprojecten economisch haalbaar zijn en ten goede komen aan de bevolking, heeft dat vaak een mitigerende werking op het politieke risico. Daarom besteden we voor elk project veel tijd aan het nadenken hierover.'

Del Picchia: 'Ik denk dat het waarschijnlijk relatief eenvoudig is om de politieke risico's te identificeren, maar het is erg moeilijk ze te kwantificeren en te voorspellen hoe hard ze je kunnen raken. Dus je moet inderdaad elk project afzonderlijk grondig analyseren, niet alleen vanuit een wettelijk en reglementair kader om de waarschijnlijkheid in te schatten, maar ook om de afstemming van de belangen tussen de publieke en private sector en de essentie en het nut van de assets te beoordelen, wat zou moeten leiden tot een lagere impact zodra de risico's zich voordoen.'

> **Florent Del Picchia** is Head of Infrastructure Private Debt bij Aviva Investors. Hij is verantwoordelijk voor de Europese Infrastructure Debt-strategie. Del Picchia heeft ruim 20 jaar ervaring in Infrastructure Finance. Voordat hij in 2012 bij Aviva Investors kwam werken, heeft hij bij Dexia Crédit Local in Parijs gewerkt als Director in het Infrastructure Team en Co-Head van de PPP Sector. Daarvoor werkte hij bij de Infrastructure en Project Finance adviesteam van PriceWaterhouseCoopers in Parijs en Londen. Del Picchia is Ingenieur van de Ecole Nationale des Ponts et Chaussées en in het bezit van een MBA van dit instituut.





Foto: Archief Macquarie

> **Tom van Rijsewijk** is sinds 2013 werkzaam als Managing Director bij Macquarie en is verantwoordelijk voor de beleggingen in Infrastructure & Energy Debt in Europa. Hij heeft 25 transacties geleid binnen MIDIS in diverse subsectoren, inclusief PPPs, portefeuilles, elektriciteitsnetwerken, wegen, rails, vliegvelden, zon- en windparken, biomassa-centrales en andere sectoren. Voor Macquarie werkte Van Rijsewijk bij ING Bank in Londen en Amsterdam, waar hij ook verantwoordelijk was voor investeringen in Infrastructure Debt.

Tercier: 'Wij richten ons op OESO-landen, die als een goed kader voor dit soort risico's kunnen worden gezien. Je moet echter altijd zorgen voor een diepgaande due diligence en zelfs specifieke verzekeringen om politieke risico's in opkomende landen af te dekken.'

Fiastre: 'De politieke risico's van elk project moeten zeer zorgvuldig worden ingeschat. Wij doen een uitgebreide due diligence om bijvoorbeeld het subsidiemechanisme in het geval van hernieuwbare energieprojecten te begrijpen en te controleren of het wel in balans is. Meer in het algemeen willen we bij elke beoordeling van een project ook de redenen voor eventuele politieke of overheidssteuning van het project en de algehele motivering ervan begrijpen.'

Investeren in infrastructuur vereist veel kennis. Zijn beleggers op dat gebied volledig afhankelijk van vermogensbeheerders, of hebben we extra kennis nodig?

Van den Brink: 'De toezichthouder eist dat het bestuur kennis draagt van elke afzonderlijke beleggingscategorie waarin geïnvesteerd wordt. Dat betekent dus dat pensioenfondsen genoeg kennis in huis moeten hebben om geld naar infrastructuur te kunnen alloceren.'

Schaen: 'Voordat we met het eigenlijke beleggingsproces beginnen, moeten we ervoor zorgen dat we al in een vroeg stadium alle verschillende betrokken afdelingen aan boord hebben: de backoffice, het risicomanagement, het clientmanagement, de juridische afdeling, de fiscale mensen, enzovoort. Wijzelf moeten er zeker van zijn dat we alles begrijpen, maar ook onze klanten moeten ervan overtuigd zijn dat we de nodige kennis hebben en dat we in staat zijn de hele beleggingscategorie deskundig te monitoren en te administreren.'

Fiastre: 'Je hebt specifieke kennis en inzicht nodig in de kredietrisico's die verbonden zijn aan infrastructure debt. Je moet in staat zijn om de specifieke kenmerken van deze beleggingscategorie te managen. Denk bijvoorbeeld aan aanmeldingscapaciteiten en de afhandeling van specifieke middle-office en backoffice activiteiten. Bovendien moet je over

het juiste juridische instrument beschikken om te investeren in infrastructure debt, die vaak in credit format wordt verstrekt.'

Del Picchia: 'Beleggen in infrastructuur vereist nogal wat expertise. Als je echt in detail zou willen treden, zou je aanzienlijke middelen moeten inzetten. Dat is denk ik niet nodig, tenzij je een eigen team wilt opbouwen. Maar voor beleggers is het wel nuttig om op zijn minst voldoende inzicht te hebben in de asset class, teneinde hun strategie en hun beleggingscriteria beter te kunnen definiëren.'

Een vermogensbeheerder zou natuurlijk kunnen zeggen: wij beschikken over de nodige expertise; die hoeven anderen niet te hebben, die leveren wij aan hen.

Van Rijsewijk: 'Dat is onze mening. Om grotere deals af te kunnen sluiten, heb je een bepaalde vuurkracht nodig. Je moet meerdere institutionele beleggers bij elkaar brengen, wat complicaties met zich meebrengt. Om een indruk te geven: bij ons houden ruim vijfhonderd mensen zich vooral bezig met infrastructuur. We zien overigens dat onze klanten er steeds meer in geïnteresseerd zijn de beleggingscategorie goed te kunnen begrijpen. Tot mijn taak behoort het om ervoor te zorgen dat de nodige informatie beschikbaar is voor educatieve doeleinden. Het is al gezegd, maar in dit verband geldt dat economische schaalvoordelen er wel degelijk toe doen. Je kunt pas echt meespelen als je een omvang van tien miljard of meer hebt.'

Tercier: 'Onze filosofie is de samenwerking met onze klanten. Wij willen graag onze kennis met hen delen, opdat ze het risico en de voordelen van de beleggingscategorie infrastructure debt begrijpen.'

Er zijn vermogensbeheerders die alleen voor externe klanten beleggen en er zijn er die deel uitmaken van een verzekeraar en hun portefeuilles openstellen voor anderen. Wat zijn de voor- en nadelen van beide modellen?

Fiastre: 'Wij treden op als manager voor onze externe klanten. Als een belegger zich aansluit bij een fonds dat wordt beheerd door een verzekeraar, is het duidelijk dat die verzekeraar alle

beleggingscriteria van het fonds al heeft bepaald, volgens zijn eigen behoeften die misschien niet bij iedereen passen. Bovendien kan de druk die de verzekeraar kan uitoefenen op zijn interne manager om kapitaal in te zetten, leiden tot belangenconflicten.'

Cheung: 'Wij passen beide modellen toe, die hun eigen voors en tegens hebben, waar je voortdurend mee te maken hebt. We hebben niets tegen verzekeringsmaatschappijen als vermogensbeheerders. Integendeel. Maar we hebben wel graag een zetel in de beleggingscommissie van het fonds. Dan kunnen we de vinger aan de pols houden: kijken naar de convenanten en naar hoe ze beleggen.'

Del Picchia: 'Ik pleit, niet verwonderlijk, voor het verzekeringsmodel. Het enige nadeel daarvan is mogelijke belangenverstrengeling, maar de regelgevers hebben de neiging daar goed naar te kijken en interne processen zorgen er ook voor dat zulke conflicten goed worden gemanaged.'

Hoe implementeer je een ESG-strategie binnen infrastructure debt?

Van den Brink: 'Zogenaemde hernieuwbare infrastructure projecten hebben van zichzelf al ESG-kenmerken. Maar er zijn natuurlijk ook projecten die, om het maar zo te zeggen, aan de oppervlakte niets met ESG te maken hebben. Dan moeten we ons binnen die projecten juist volledig bewust zijn van ESG. We kunnen vooral doelgerichte vragen over de ESG-aanpak stellen. Dat is de beste manier om vooruit te komen.'

Schaen: 'In de sectorlimieten van onze mandaten hebben we bewust veel ruimte ingeruimd voor renewables-projecten. Verder hebben we in de afspraken met de managers uitgebreide rapportage-eisen opgenomen ten aanzien van ESG en de positieve impact die infrastructure projecten bewerkstelligen. Daarnaast bespreken we met de manager op leningniveau alle ESG-vraagstukken die zich voordoen.'

Cheung: 'Wij hechten erg veel belang aan ESG en stellen op dat gebied doelen die we moeten bereiken. Bepaalde sectoren als kernenergie, kolen, schalie-olie, fracking en teerzandolie sluiten we uit. Als we vanuit ESG-perspectief naar infrastructure kijken,



geven we de voorkeur aan minder lange durations, bijvoorbeeld tien jaar. Transparantie in de rapportage is van groot belang.'

Schaen: 'De vaak lange looptijden van infrastructure debt maken het uitsluitingsbeleid wat complexer. Tegenwoordig sluiten we bepaalde activiteiten uit die twintig tot dertig jaar geleden als normaal werden ervaren, zoals de productie van tabak. We willen voorkomen dat we nu deals financieren die misschien over tien, twintig of dertig jaar sociaal onaanvaardbaar zijn. Daarom zijn we in een continue dialoog met ons MVB-team en onze opdrachtgevers, om te toetsen wat aansluit bij de maatschappelijke normen, nu en in de toekomst.'

Fiastrre: 'Wij richten inmiddels al onze strategieën op ESG. Dat hebben we ook gedaan met betrekking tot onze strategieën voor infrastructure debt. Elk project wordt niet alleen beoordeeld vanuit een kredietperspectief, maar ook vanuit een ESG-perspectief. Naast ons internationale onderzoeksteam maken we gebruik van een extern adviesbureau dat ons toegang geeft tot de nodige databases, om de projecten die we analyseren, te benchmarken. Wat uitsluitingen betreft, kunnen we bijvoorbeeld geen steenkolendeals doen en we passen een CO₂-intensiteitsdrempel toe bij stroomopwekkingsbedrijven. Daarnaast heeft onze ESG-analist een vetorecht in de beleggingscommissie.'

> **Markus Schaen** is sinds 2008 werkzaam voor MN. Als Senior Fundmanager Fixed Income is hij verantwoordelijk voor het selecteren van externe vastrentende managers en het monitoren van de interne en externe beheerders. Tot zijn aandachtgebied behoren de liquide en illiquide vastrentende beleggingen. Schaen heeft 25 jaar ervaring in de financiële sector en werkte eerder voor de Universiteit Maastricht, Deloitte, Metro AG, Draka Holding en Koninklijke Wegener NV. Aan de Universiteit Maastricht heeft hij zijn doctoraal-titel behaald in de richting Bedrijfseconomie, waar hij later ook de Register Accountancy opleiding afrondde. Verder volgde hij de postdoctorale studie Treasury Management aan de Vrije Universiteit en het Pension Executive programma op Nyenrode.





> **Céline Tercier** is sinds 2016 Hoofd Infrastructuur Financiering van Ostrum Asset Management. Ze heeft ruim 20 jaar ervaring in het financieren van Infrastructuur. Tercier is haar carrière in 1998 begonnen bij de Export Financier COFACE, als verantwoordelijke voor grote infrastructuurprojecten. In 2008 is ze voor Natixis Global Asset Management (Ostrum) gaan werken als Hoofd EMEA Infrastructuur Management.

Tercier: 'Wij hebben de Principles for Responsible Investment van de Verenigde Naties (UNPRI) al in 2008 ondertekend. We werken ook met het Greenfin-label dat door het Franse ministerie van Milieu is toegekend. We besteden echt veel aandacht aan de E, de S en de G, waarvan we de impact kunnen meten, en we voeren een gecombineerde beoordeling uit: uitsluiting, thematische en ESG-integratie en het monitoringsproces en de meting van de CO₂-uitstoot.'

Van Rijsewijk: 'Wij hechten veel waarde aan drie topics: uitsluiting, meting, impact. We doen bijvoorbeeld niet mee als meer dan vijftientig procent van een bedrijf met kolen te maken heeft. Wij hebben methodes om de ,-score van projecten te meten en werken aan methodes om alle SDGs van de Verenigde Naties te kunnen meten. Veel van onze klanten willen weten wat de impact is van de projecten waaraan ze geld hebben uitgeleend. Waar het impactmandaten betreft, proberen we alleen dingen te doen die goed zijn. Er zijn nu nog weinig impactmandaten, maar daarover worden uiteraard heel wat discussies gevoerd.'

Del Picchia: 'We hebben in de afgelopen maanden meerdere malen gezien dat het inderdaad mogelijk is impact te hebben door kredietverlening. We zijn er immers in geslaagd convenanten te sluiten, waardoor kredietnemers gedwongen zijn over te gaan op een schonere brandstofmix. Die convenanten werden gedreven door institutionele beleggers in plaats van banken.'

Beleggers zijn op zoek naar infrastructurele kenmerken in nieuwe sectoren die verder gaan dan de gebruikelijke en traditionele infrastructuursectoren. In de toekomst zullen we steeds meer te maken krijgen met projecten die verder gaan dan de definitie van infrastructuur.

CONCLUSIE

Er zijn uiteenlopende redenen om in infrastructuur debt te beleggen: een voorspelbare cashflow, een aantrekkelijke risico-rendementsverhouding, het bereiken van duurzame doelen in de toekomst en grotere diversificatie van de credit exposure. Beleggers zijn op zoek naar infrastructurele kenmerken in nieuwe sectoren die verder gaan dan de traditionele infrastructuursectoren. Goede voorbeelden zijn telecomprojecten, met name breedbandnetwerken. De definitie van infrastructuur wordt verbreed door de verschillende leningverstrekkers. Mede hierdoor zal de vraag naar infrastructuur debt toenemen. Mandaten en fondsen hebben hun voor- en nadelen. Via een fonds kunnen kleinere beleggers ook in infrastructuurschulden investeren. Een

mandaat is meer maatwerk, maar het moet erg groot zijn om economisch efficiënt te zijn. Velen zijn het erover eens dat er behoefte is aan een goed functionerende benchmark voor infrastructuur debt. Het is echter waarschijnlijk dat die er in de komende jaren nog niet zal komen, ondanks het feit dat eraan gewerkt wordt. Het is wellicht relatief eenvoudig om de politieke risico's van infrastructurele projecten te identificeren, maar het is erg moeilijk ze te kwantificeren. Aan het implementeren van een ESG-strategie binnen infrastructuur debt wordt veel belang gehecht. Projecten worden niet meer alleen beoordeeld vanuit een kredietperspectief, maar ook vanuit een ESG-perspectief. Het draait daarbij vooral om uitsluiting, meting en impact.

Duurzaam beleggen in infrastructure debt vraagt om een afweging per project

DOOR JOLANDA DE GROOT

Steeds meer beleggers kiezen voor beleggingen in infrastructuur. Tegelijkertijd wordt het ESG-gehalte van een portefeuille steeds relevanter. Hoe kan de milieu-, sociale en governance-impact van infrastructure debt gemeten worden en zijn er wel voldoende data beschikbaar? Financial Investigator sprak met Augustin Segard, Fund Manager Infrastructure Debt bij Schroders.

Hoe pas je een ESG-strategie toe binnen infrastructure debt?

'Infra debt is uitermate geschikt voor een ESG-benadering. Het segment heeft namelijk van nature al veel maatschappelijke relevantie en een positieve impact. De huidige COVID 19-epidemie laat zien hoe kritisch de infrastructuursector vanuit maatschappelijk en gezondheidsperspectief is. Zo verbetert een toelag de mobiliteit van mensen, al zal de schade voor het landschap daartegen afgewogen moeten worden. Het is mogelijk om per asset die afweging te maken.'

Hoe gaan infrastructure private debt-fondsen om met ESG, klimaatverandering en de energietransitie?

'ESG, klimaatverandering en de energietransitie hangen eigenlijk met elkaar samen. Een probleem is echter dat er geen standaarden zijn. De beleggingsindustrie is nog bezig hierop antwoorden te vinden. Schroders heeft intern tools ontwikkeld waarmee we assets kunnen beoordelen, niet alleen op basis van ESG, maar ook op specifieke doelen zoals bijvoorbeeld de aanpak van klimaatverandering.'

Hoe kunnen beleggers in infrastructure debt de ESG-performance van de portefeuille analyseren en meten?

'Bij Schroders toetsen we assets op de E, de S en de G. Een windmolenpark heeft qua ecologie een positieve impact, maar de sociale impact kan negatief zijn voor bijvoorbeeld mensen die in de naaste omgeving wonen. Wij beoordelen elk project op sociale en ecologische impact én op goed ondernemingsbeleid. Deze drie hebben dezelfde weging. We hebben geen uitsluitingsbeleid, maar integreren de metingen in onze totale beoordeling voor een lening.

Verder kijken we specifiek naar het risico dat een asset heeft

op ESG-gebied. Olieopslag is nuttige infrastructuur, maar als er een lek is, levert dat schade op. In die beoordeling neem je dus ook een 'worst-case'-scenario mee. Om de risico's goed te kunnen meten, hebben we tools ontwikkeld in samenwerking met Deloitte. Hiermee gaan we een stap verder dan een kwalitatieve ESG-beoordeling en meten we ook de daadwerkelijke impact van een asset of project. We sluiten daarbij aan bij de duurzaamheidsdoelen van de VN. Die maken het ook mogelijk om in te zoomen op bijvoorbeeld de energietransitie.'

Foto: Archief Schroders



AUGUSTIN SEGARD

Hoe kun je binnen infrastructure ESG integreren en monitoren?

'Zoals gezegd zijn onze ESG-uitgangspunten input voor de totale beoordeling van een infrastructurele lening. Het ESG-eindoordeel ligt tussen de 1 en de 7, waarbij 7 de slechtste score is. Een asset met een ESG-score van 7 nemen we niet in portefeuille, tenzij we ervan overtuigd zijn dat de score gedurende de looptijd van de lening kan worden verbeterd. Het ESG-rapportcijfer is verder een belangrijk onderdeel in onze risicoanalyse van een lening. We blijven de asset monitoren, voeren een dialoog met de kredietnemer en rapporteren aan de beleggers over de ESG-prestaties. Transparantie is een belangrijke eerste stap om te zorgen dat de hele beleggingsindustrie haar verantwoordelijkheid kan nemen.' «

ZIJN DIVERSITEIT EN EEN VROUWENQUOTUM VOOR BEDRIJFSLEVEN EN PENSIOENFONDSEN VERSTANDIG?

Door Frits Bosch

Met de viering van het 100-jarig bestaan van het algemeen kiesrecht en de komst van een vrouwenquotum, was 2019 het jaar van de vrouw.

Vrouwen zijn aan een sterke opmars bezig en bekleden steeds meer sleutelposities op de werkvloeren. De SER bepleitte in zijn advies 'Diversiteit in de top' dat de Raad van Commissarissen bij de 88 Nederlandse beursgenoteerde bedrijven voor minimaal 30% uit vrouwen moet bestaan. Voldoet een onderneming niet aan het quotum, dan zouden alle nieuwe benoemingen van

mannelijke toezichthouders nietig moeten worden verklaard, totdat het quotum gehaald wordt. Minister Wouter Koolmees schreef aan pensioenfondsen dat uit de evaluatie van de 'Wet versterking bestuur pensioenfondsen' bleek dat veel pensioenfondsen nog geen vrouwelijke of jongere bestuurders hebben. Het vrouwenquotum en het streven naar diversiteit op de werkvloer gaat echter verder dan het belang voor bedrijven en pensioenfondsen: het raakt onze gehele maatschappij.

Er wordt ten onrechte gesteld dat een vrouwenquotum een gelijk speelveld creëert. Een vrouwenquotum creëert immers juist een ongelijk speelveld. Mannen die mogelijk beter gekwalificeerd zijn, krijgen een baan niet vanwege hun geslacht. Het quotum heeft aldus een discriminatoire uitwerking. Martin Luther King zei ooit dat mensen op 'de inhoud van hun karakter' beoordeeld zouden moeten worden. Het gaat inderdaad om karakter, kwaliteiten, competentie, talent en prestaties, zoals in onze meritocratie. Beoordeel mensen niet op zaken waar ze niets aan kunnen doen, zoals huidskleur, geslacht, seksuele geaardheid en herkomst, de LHBTI. Die zaken behoren géén rol te spelen bij de selectie van een kandidaat. Oftewel: Moge de beste kandidaat winnen! Aan dat adagium voldoet het vrouwenquotum, 'ladies first' en selectie op basis van diversiteit niet. De dwangmatigheid

ervan legt de bijl aan de wortels van onze liberale arbeidsmarkt. Het frustriert mannen als ze een functie niet krijgen enkel vanwege hun geslacht. Ik ken mannen die dit aan den lijve ondervinden. Het doodt ambitie. Een vrouwenquotum is strijdig met de grondwaarden van ons land. Dat vindt ook premier Rutte: 'Ik sta pal voor mensen, maar ik ga niemand aanspreken op één aspect van z'n identiteit. Ieder mens is uniek en een ieder die een bijdrage levert aan de Nederlandse samenleving kan rekenen op mijn steun.' Het mag duidelijk zijn dat zijn VVD en andere partijen niet instemden met een vrouwenquotum.

BEDRIJFSLEVEN

Noorwegen voerde als eerste land in Europa een vrouwenquotum in voor het bedrijfsleven. Het werkt niet. Het aantal vrouwen in de top van het bedrijfsleven blijft daar laag en dat komt niet door het mannenbolwerk. Een quotum gaat niet uit van gelijke kansen, maar van gelijke uitkomsten. Het gelijkheidsprincipe volgt de marxistische traditie die het feminisme diepgaand beïnvloedt. Het is een ideologie die de bestaande hiërarchie niet verklaart vanuit competentie, maar vanuit 'het patriërchaat'. Vrouwen zouden in een vermeend ondergeschikte en achtergestelde positie gehouden worden door mannen. Vrouwen zouden verlost moeten worden van mannen in het mannenbolwerk. Het glazen plafond zou geslecht moeten



Frits Bosch

worden, voorbijgaand aan competentie. Feministen zeggen dat meer vrouwen in het bedrijf betere resultaten oplevert. Dat is echter niet generiek te bepalen. Volgens het SCP-CBS-rapport 'Vrouwen aan de top' uit 2019, blijkt dat er geen causaal verband is tussen meer vrouwen in de top van het bedrijfsleven en de winstgevendheid van het bedrijf. Het aandeel vrouwen in de top van de 5.000 grootste bedrijven is gemiddeld 15% en er zijn geen verschillen qua winstgevendheid als vrouwen de leiding hebben. Feministen negeren deze conclusie. 30% vrouwen in de top van een bedrijf als algemene doelstelling is wetenschappelijk niet onderbouwd. Bedrijven vervullen een belangrijke maatschappelijke functie door arbeid en kapitaal voor langere termijn samen te brengen en daarmee werkgelegenheid en toegevoegde waarde te creëren door inzet, ambitie en prestaties. Bedrijven voldoen aan allerlei voorgeschreven kaders, maar dienen niet actief de problemen van de samenleving op te lossen. Die taak behoort toe aan de politiek. Veel hangt af van de kwaliteit van ons bedrijfsleven. Het is de kurk waar de hele maatschappelijke kerstboom op rust. Dat kun je niet lichtzinnig aantasten met politieke idealen, onder het (valse) voorwendsel dat het zo goed zou zijn voor bedrijven. Het tast de autonomie van het bedrijf aan en zal aandeelhouders, zijnde de eigenaren, afschrikken. Bedenk dat ons aller baan en welzijn ervan afhangt. Feministen willen dat in de waagschaal stellen, ten gunste van ideologie: diversiteit, inclusie en vooral meer macht voor vrouwen. Het is levensgevaarlijk voor onze bedrijven en de samenleving. Het aantal vrouwen op sleutelposities is in ons land de laatste vijftig jaar enorm toegenomen. Een vrouwenquotum gaat voorbij aan die trend. Hoe kan het er toch komen? Radicale feministen zijn in de minderheid, maar een minderheid kan slagen: mannen bieden geen weerwoord, bang voor naming & shaming en schade, zakelijk en privé.

Veel vrouwen zien een vrouwenquotum en de 'Excuustruus' niet zitten. Feministe en zakenvrouw van het jaar 2017, Elske Doets, noemt het een oppervlakkige quick fix, een nachtmerrie. Volgens Carolien Nagtegaal, lid van het Europees Parlement, zijn vrouwenquota 'van gisteren'. 'Vandaag kunnen vrouwen het zelf wel.' Meer vrouwen in het

bedrijfsleven en meer diversiteit is prima, maar dient op een natuurlijke wijze plaats te vinden, dus zonder dwang, quota, 'ladies first', 'naming & shaming' en aanmaningen. Vrouwen hebben zich op alle mogelijke manieren sterk ontwikkeld op diverse werkvloeren. In diverse sectoren zijn vrouwen in de meerderheid, bijvoorbeeld in de rechtspraak, de zorg, de culturele sector, het onderwijs en de medische wereld. Zou daar dan een mannenquotum moeten worden ingevoerd? Vrouwen zijn sterk ondervetegenwoordigd in van oudsher typische mannenberoepen, zoals vuilnisman, timmerman, bouwvakker, loodgieter, hoogwerker, metselaar en stratenveger. Over het invoeren van een vrouwenquotum in die beroepen hoor je feministen niet, maar wel over topjobs, meer macht voor vrouwen. Het is elitair. Vrouwen en mannen verschillen van elkaar, niet alleen fysiek, maar ook geestelijk. Mannen houden meer van 'dingen', vrouwen meer van mensen. Dit vertaalt zich naar de arbeidsmarkt. Dat dienen we te accepteren en te respecteren.

PENSIOENFONDSEN

De Tweede Kamer heeft een motie aangenomen van D66-kamerlid Van Weyenberg, waarin de regering wordt verzocht met de pensioensector te spreken over monitoring. Er moet voortaan worden gekeken welke vacatures in pensioenfondsbesturen vrijkomen en dan worden bijgehouden hoe vaak die vervuld worden door een vrouw of iemand onder de 40 jaar. Op basis van het nalevingsonderzoek van de Monitoringscommissie Code Pensioenfondsen in 2018, blijkt dat het aantal jongeren en vrouwen in pensioenfondsbesturen opnieuw is gestegen, maar de cijfers blijven achter bij de doelstellingen die de sector zichzelf gesteld heeft in de Code Pensioenfondsen: ten minste één vrouw en één man, en ten minste één persoon jonger dan 40 jaar en één persoon ouder dan 40 jaar in elk pensioenfondsbestuur. Van alle pensioenfondsen heeft in 2018, 19% én geen vrouw én geen 40-minner in het bestuur. 'Bij de opvulling van vacatures hebben niet-divers samengestelde besturen kansen laten liggen om de diversiteit binnen het bestuur te vergroten. In deze besturen werd nog dikwijls een man of een bestuurslid ouder dan 40 benoemd', zo schreef de Minister van Sociale Zaken in februari 2020

**FRITS
BOSCH**

**FEMINISME
OP DE
WERKVLOER**



vrouw, man, maatschappij

aan de Tweede Kamer. Dan willen we natuurlijk graag weten welke pensioenfondsen achterblijven bij de voorgeschreven percentages. Want dan kan naming & shaming van start gaan! Willen we deze sturing? Zijn we op weg naar een totalitair stelsel? Die vraag dienen we ons ten principale te stellen en te beantwoorden. Ik acht dit een verkeerde ontwikkeling. Hoe dan wel? Diversiteit dient via opleiding en begeleiding de weg naar boven gewezen te worden. Verandering moet van onderop komen. Dit is een vrije wereld, laat er géén dwang zijn.

In mijn boek 'Feminisme op de werkvloer' praat ik uitgebreid met vrouwen en mannen in het bedrijfsleven, in de institutionele wereld en allerlei andere sectoren. Ze spreken zich uit over vrouwenemancipatie, werk-omstandigheden, diversiteit, kansen en mogelijkheden. Ik duik in historische achtergronden van feminisme, feministische golfen, feministisch marxisme, de Clinton-affaire, #MeToo, kinderspeelgoed, boerka, 'nature-nurture', kansenongelijkheid, stereotypen, diversiteit en het vrouwenquotum. 13 werkvloeren ga ik op, waaronder ook de institutionele en de financiële werkvloer. Het zijn meestal vrouwen die zich hierover durven uitspreken. Dit keer is het een witte man... «

**Frits Bosch, auteur
'Feminisme op de werkvloer'**

Op zoek naar de juiste ESG-index

DOOR CASPAR SNIJDERS, PORTEFEUILLEMANAGER AANDELEN BIJ ACTIAM

Institutionele beleggers verduurzamen en masse hun portefeuilles. Het kiezen van een relevante benchmark is daarbij een uitdaging. Het aanbod van ESG-indices groeit als kool, maar de onderlinge verschillen zijn groot.

De wereld kent meer indices dan beursgenoteerde aandelen. De Index Industry Association (IIA) kwam medio 2019 uit op 2,96 miljoen indices. De IIA ziet in de snelle toename in aantal en variëteit 'een indicatie dat beleggers op zoek zijn naar benchmarks die aansluiten op hun (duurzame) beleggingsdoelen en -overtuigingen.'

ESG-indices bieden een kompas voor de eigen duurzame beleggingen en inzicht in ESG-gerelateerde risico's en kansen. Dat is relevante informatie voor de eigen portefeuille-allocatie. Daarnaast fungeren indices als benchmark.

Maar welk kompas sluit het beste aan op de eigen ESG-koers? Tussen indices bestaan grote verschillen, om te beginnen op het gebied van de selectiemethode.

Verschillen in indexmethodologie

De diversiteit in duurzame indices komt allereerst door verschillen in definitie. Want wat is duurzaam? Er zijn indices die zich grotendeels richten op het 'donkergroene' social responsible investing (SRI) en op impactbeleggen, indices die financiële kengetallen combineren met ESG-factoren en indices die zich beperken tot één thema (zoals CO₂-uitstoot, schoon water of biodiversiteit).

Een ESG-index sluit doorgaans aan bij een bekende traditionele market-cap-gewogen index, waarbij bedrijven met de laagste ESG-score worden geschrapt. Maar hoe streng is die selectie? Is hier sprake van een 'best-in-class'-benadering, of worden de bedrijven

met de beste ratings uit een breed universum opgenomen?

Alleen al binnen het assortiment van één indexbouwer is er variatie, om tegemoet te kunnen komen aan de verschillende klantbehoeftes. Illustratief is de indeling van indexbouwer MSCI van duurzame spin-offs van de traditionele MSCI All Country World index. De MSCI ACWI ESG Focus Index sluit iets meer uit (tabak) en mikt op een zo hoog mogelijke ESG-score, maar binnen strikte grenzen van tracking error (versus de moederindex) en sectordeviatie. De MSCI ACWI ESG Leaders Index en MSCI ACWI SRI Indices kennen meer uitsluitingen en selecteren op basis van een 'best-in-class'-benadering, waarbij de 'Leaders' de beste 50% (als percentage van de marktkapitalisatie van de moederindex) selecteren en de SRI-varianten alleen de beste 25%.

ESG-data: nog relatief schaars en niet uniform

Ook de beschikbaarheid van goede ESG-data is een belangrijke factor die bijdraagt aan de diversiteit in duurzame indices. Het aantal bedrijven dat over ESG rapporteert, is de laatste jaren stevig toegenomen. Veel bedrijven zitten met het meten en rapporteren van specifieke ESG-kengetallen echter nog in een leerproces. Daarbij is met name het gebrek aan uniformiteit een probleem.

Het gebrek aan uniformiteit is ook zichtbaar bij de verwerkers van de ESG-data (dataprovers en indexbouwers) die dit 'in-house' doen. De

Figuur 1: Lage correlaties tussen de ESG-ratings van ratingbedrijven

Totale ESG-rating

| Ratingbedrijf | Asset4 | KLD | RobecoSAM | Sustainalytics | Vigeo-Eiris |
|----------------|--------|------|-----------|----------------|-------------|
| Asset4 | -- | 0,42 | 0,64 | 0,67 | 0,71 |
| KLD | 0,42 | -- | 0,49 | 0,53 | 0,48 |
| RobecoSAM | 0,64 | 0,49 | -- | 0,68 | 0,71 |
| Sustainalytics | 0,67 | 0,53 | 0,68 | -- | 0,73 |
| Vigeo-Eiris | 0,71 | 0,48 | 0,71 | 0,73 | -- |

Milieu (E)

| | A4 | KL | RS | SA | VI |
|----|----|----|----|----|----|
| A4 | | | | | |
| KL | | | | | |
| RS | | | | | |
| SA | | | | | |
| VI | | | | | |

Maatschappij (S)

| | A4 | KL | RS | SA | VI |
|----|----|----|----|----|----|
| A4 | | | | | |
| KL | | | | | |
| RS | | | | | |
| SA | | | | | |
| VI | | | | | |

Goed bestuur (G)

| | A4 | KL | RS | SA | VI |
|----|----|----|----|----|----|
| A4 | | | | | |
| KL | | | | | |
| RS | | | | | |
| SA | | | | | |
| VI | | | | | |

■ < 0,1
 ■ 0,1 - 0,3
 ■ 0,3 - 0,5
 ■ 0,5 - 0,7
 ■ > 0,7

Bron: Rapport 'Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings' van MIT Sloan School of Management, augustus 2019

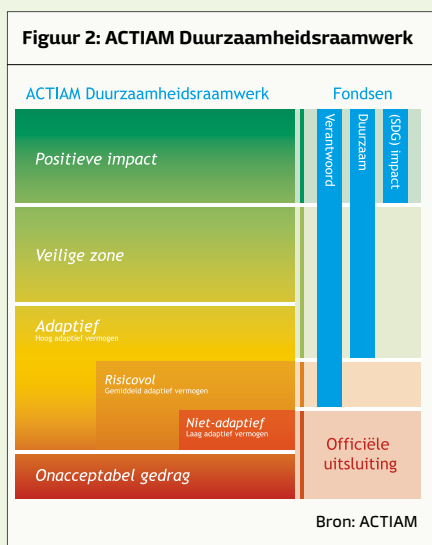
procedures en analyses wijken onderling af en er is doorgaans nog relatief veel ruimte voor menselijke interpretatie door analisten. Dat levert opmerkelijke verschillen in ESG-ratings op.

MSCI, bijvoorbeeld, beoordeelt Facebook als een ESG-middenmoter in zijn sector. S&P bevond daarentegen het bedrijf bij de jaarlijkse herweging in 2019 te licht voor de S&P500 ESG Index. Het bedrijf behoorde niet langer tot de beste 75% in zijn bedrijfstak, vanwege een lage ESG-score van 21 op een schaal van 0 tot 100. Debet daaraan waren de lage scores op Governance en Social, voortvloeiend uit de machtspositie van topman Zuckerberg en een reeks privacy-schandalen. Wel scoorde Facebook erg goed op Environmental, maar S&P kent in de bedrijfstak aan Governance en Social een hogere weging toe bij de bepaling van het eindoordeel.

Het voorbeeld van Facebook laat de impact zien van de onderlinge waardering van de E, S en G. Een andere weging zou mogelijk tot een ander (ESG-)oordeel leiden. Daarbij komt dat ook allerlei sub-segmenten van E, S en G een eigen rapportcijfer krijgen en ook deze verschillen onderling qua weging.

Het onderzoek 'Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings' van de MIT School of Management toonde in augustus vorig jaar een lage correlatie aan tussen de ESG-ratings van ruim 800 beursgenoteerde ondernemingen door vijf grote ratingbedrijven: Sustainalytics, RobecoSAM, Vigeo-Eiris, Asset4 en KLD. De gemiddelde correlatie bedroeg 0,61, waarbij een correlatie van 1 duidt op een overeenkomst van 100%. Het onderzoek trekt een vergelijking met de ratings van Moody's en S&P voor kredietwaardigheid; die hebben een correlatie van 0,99!

Dergelijke afwijkingen zenden een duidelijke boodschap naar benchmarkgebruikers om in te zoomen op de gebruikte ratingmethodiek en om dataproviders en indexbouwers daarop te toetsen.



Het Japanse Government Pension Investment Fund, het grootste pensioenfonds ter wereld, kondigde onlangs een strengere due diligence aan van indexbouwers en ESG-ratingbedrijven, conform de evaluatie van vermogensbeheerders.

Actualiteit en toekomstgerichtheid

Buiten de verschillen in indexsystematiek en ESG-scores is er nóg een uitdaging voor volgers van een ESG-benchmark: actualiteit. Verreweg de meeste indices baseren zich op historische gegevens, zoals rendementen en koersvolatiliteit. In feite is dit een momentopname van een punt in het verleden.

Dit drukt relatief zwaar op ESG-indices, omdat ESG-data minder snel geactualiseerd worden dan harde financiële data. De opkomst van nieuwe technologieën en verdere inspanningen om tot ESG-standaardisatie te komen, kunnen voor verbetering zorgen. Beleggers die een bepaalde index als benchmark gebruiken, zullen daarbij steeds moeten beseffen dat benchmark en realiteit uit elkaar kunnen gaan lopen. Een index kent doorgaans één keer per jaar of halfjaar een herweging. Hierdoor kunnen bedrijven nog lang in een benchmark blijven zitten, al voldoen ze overduidelijk niet meer aan de indexcriteria wegens bijvoorbeeld een ingrijpende gebeurtenis.

Bovendien volstaat het tegenwoordig niet meer om duurzaamheid van bedrijven te beoordelen op basis van hun impact in het verleden. Om zich voor te bereiden op de mondiale maatschappelijke uitdagingen, is het belangrijk dat vermogensbezitters en -beheerders, naast een toekomstgerichte blik op de verwachte marktontwikkelingen, ook een visie hebben op de (toekomstige) impact van duurzaamheidstransities op bedrijven.

Het is belangrijk een visie te hebben op de (toekomstige) impact van de duurzaamheids-transities op bedrijven.

Vermogensbeheerders hebben de fiduciare plicht om hun klanten uit te leggen hoe zij hun geld op een verantwoorde wijze beleggen. Hierbij is het belangrijk om te weten hoe toekomstbestendig bedrijven zijn op het gebied van de mondiale duurzaamheids-transities. Dat vergt ook andere (of een ander gebruik van) ESG-indices, waarbij vooruit wordt gekeken met een focus op de financiële materialiteit van duurzaamheidstransities. Dit vraagt bovendien om inzicht in de materiële impact van niet-duurzaam gedrag.

Conclusie

De aandacht voor ESG groeit razendsnel, zowel bij beleggers als bij indexbouwers. De grote verschillen in ESG-ratings vormen daarbij nog wel een uitdaging; ze tonen aan dat beleggers niet blind kunnen varen op uitsluitend externe ESG-oordelen. Ook is het zaak om de indexmethodologie van een benchmark goed onder de loep te nemen. Sluit deze echt aan op de eigen duurzame insteek? Er is wel steeds meer keuze in indices en maatwerkoplossingen zijn eveneens mogelijk. Daarbij zijn de actualiteit van de data en de index zelf een extra punt van aandacht. «

Tackling financial inclusion in Africa

BY KIM HUMBY

2.7 billion people around the world live on less than \$ 2.5 a day, while 2 billion people do not have a bank account. Financial services play a key role in creating an inclusive economy, giving people access to the economic system, creating opportunity and allowing them to access payments, savings and credit facilities. What are the key developments in Africa to tackle financial inclusion according to CEOs from African fintech-focused firms?

What is often misunderstood, is that many financial services technologies originate from companies on the African continent and that Sub-Saharan Africa in particular is the birthplace of many innovative solutions that could benefit hundreds of millions of underserved people around the world.

'In many ways, Africa has been at the cutting edge of financial services for years. For example, in Europe there is currently no way to send money across borders in real-time without the sender and recipient both having a bank account, but it's possible in Africa', says Dare Okoudjou, CEO of MFS Africa, Africa's most interconnected payments platform. With this statement he addresses just one key development that has shaped Africa's financial inclusion ecosystem.

The African continent has rapidly developed its IT and telecom infrastructure over the last decades and the continent now has more than 800 million registered mobile phone connections. These rapid developments are predominantly aimed at allowing hundreds of millions of unbanked people to become included in the system.

How can financial technology contribute to a better and more inclusive society?

According to Vahid Monadjem, CEO of Nomanini, a fintech platform for the informal retail ecosystem, financial inclusion means 'making the tools of modern finance widely available to the broadest set of individuals and businesses so that they can become more prosperous and secure.'

Siya Ntutela, CEO of Zande, a South-African company that provides last-mile distribution to informal retailers, agrees: 'Access is the first step towards becoming financially included.'

Cameron Goldie-Scot of Musoni, which provides banking software for microfinance organisations, defines financial inclusion as having access to credit to invest in your business, a safe place to store your savings, insurance to safeguard against emergencies, and straightforward ways to transfer funds to friends and family.

What are some of the differences between providing financial services in Africa and in Europe?

'In much of Africa, the median income is a fraction of the median income on a continent like Europe. Operating in these markets means working on a thinner income base, which is often more widely distributed across geographies and languages. Compounding this further is a significant deficit in infrastructure which, while being addressed, cannot be taken for granted,' explains Monadjem. Additionally, insurance and insurance technology



(insurtech) is less well understood in Africa than in developed markets such as Europe. 'Voluntary insurance take-up is still very low. Fewer than 10% of adults have insurance in most African countries, yet the need for insurtech is arguably even bigger here than in the developed world,' says Jeremy Leach of Inclusivity Solutions, a digital insurance provider.

What are some of the current trends in financial services in Africa?

CEOs have witnessed a rapid increase in the number of digital loans - in particular in Kenya & Nigeria - over the last years. Goldie-Scot explains: 'In Kenya, 77% of borrowers have taken out only digital loans, and a large number of these are taken from organisations that have no human contact with their clients.'

In part, as a result, digital loans have higher default rates. However, the sector has realised that for low-income or underbanked individuals, it's more effective to combine a high-touch model with the latest technology. As a result, more financial organisations are looking for technology solutions, such as state-of-the-art cloud-based banking systems for microfinance institutions, to complement their existing branches and field staff, rather than replace them.

This strategy of high-touch and direct personal contact, combined with the application of cloud-based tech, is being applied across the financial sector and beyond. Well-connected fintech solutions and local agent networks deliver the best social and financial results, as Paga, a leading payment and mobile money platform, has demonstrated by serving over 12 million customers through its network of over 22,000 local agents.

Where informal meets formal

'Informal retail is the cornerstone of retail in Africa. More than 80% of retail transactions take place in informal markets, in small kiosks on street corners and on tabletops in open-air markets,' says Monadjem. 'While modern retailers have financial tools to do things like finance stock, retailers in the informal spaces lack these means.'

Africa's supply chain is fragmented and inefficient, which is why new solutions, such as those offered by Nomanini, are thriving at the point where supply chain management, logistics and financial services meet. Sendy, a Kenyan company that offers a platform for e-commerce door-to-door deliveries, and Zande are further examples.

Zande is building an e-commerce platform to enable informal businesses to participate meaningfully in the supply chain. It illustrates the next phase of transformation, which will be dominated by business solutions and services where formal markets meet



informal markets, and where digital interaction meets the personal interface.

High standards

'In Africa, mobile money revolutionized the financial services industry by expanding access and leveraging the ubiquity of mobile agents. It also introduced two important elements of the mobile experience into financial services: a mobile-first approach on the part of the provider, and the expectation of real-time service on the part of the customer,' says Okoudjou.

In Africa, building financial services off of the systems that send calls and messages in real time has led customers to expect these services to work similarly; there is no tolerance for the three-to-five-day waiting period that a money transfer might take via bank. Thus, financial services have been developed to meet high technology standards and even higher consumer standards.

This gives many African fintech companies a very strong foundation for future growth, according to the CEOs, including outside the continent. Lidya, which provides financing to small to medium businesses, has already taken the first step with its entry into the Eastern European market, while Paga is expanding into Mexico. The CEOs all mention that fresh capital is needed to address all challenges, especially now. «

This article is written by Kim Humby, Goodwell Investments.

Drie misverstanden over Emerging Market Credits ontzenuwd

DOOR MICHEL PEKELHARING, FINANCIËEL JOURNALIST

De corona-onrust leidde in maart tot een grote schok op de aandelen- en obligatiemarkten. Daarbij bleven Emerging Market Corporate Bonds (EMC) niet buiten schot. Het is echter niet vanzelfsprekend dat deze categorie in de pas loopt met andere, meer risicovolle segmenten van de obligatiemarkt. 'Obligaties van bedrijven uit opkomende markten zijn voornamelijk in handen van lokale beleggers. Deze partijen zijn meer gericht op de eigen markt en zijn minder gevoelig voor de koersbewegingen op internationale vastrentende markten. Dat geldt met name voor Azië, wat veruit de belangrijkste regio is binnen de EMC-wereld. Ook speelt mee dat lokale partijen minder snel door outflows of een liquiditeitscrunch gedwongen worden hun positie af te bouwen. Een gevolg is dat de volatiliteit van de beleggingscategorie vaak lager ligt dan je zou denken', vertelt Qian Zhang – Senior Client Portfolio Manager Emerging Corporate Bonds bij Pictet Asset Management.

Volgens Zhang zijn er drie misverstanden die ervoor zorgen dat veel beleggers te weinig aandacht aan het segment schenken. Zo is EMC niet langer een nichemarkt. Zhang: 'Onlangs sprak ik op een congres degene die betrokken was bij het ontwerpen van de eerste volwaardige EMC-index, ruim tien jaar geleden. Zij vertelde dat er indertijd bijna niemand was die de beleggingscategorie serieus nam. Nu ziet de wereld er heel anders uit. Een conferentie die een Amerikaanse zakenbank over het

beleggingssegment organiseerde, trok eerder dit jaar ruim 500 professionals van overal ter wereld.'

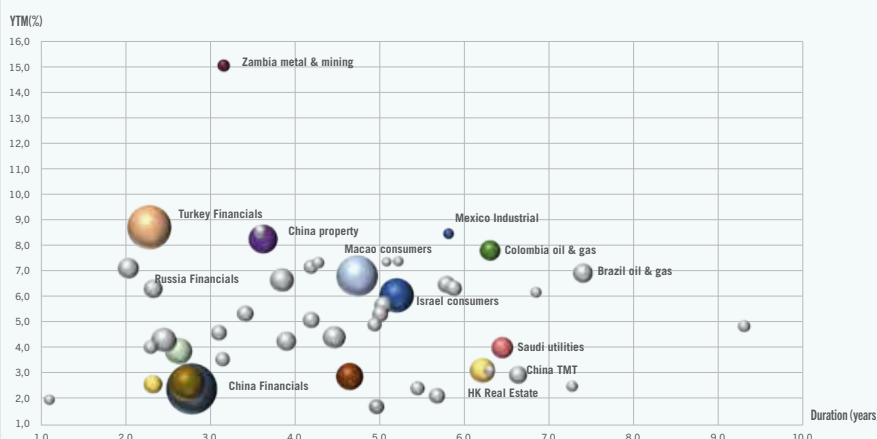
Ook in financieel opzicht legt EMC als beleggingssegment behoorlijk wat gewicht in de schaal. De marktomvang is in het afgelopen decennium ruimschoots vertienvoudigd naar ongeveer \$ 2.300 mrd¹. Dat is meer dan bijvoorbeeld de complete Europese markt voor investment grade-bedrijfsobligaties of de high yield-obligatie-

markten van de Verenigde Staten en Europa samen. Op de EMC-markt worden obligaties verhandeld van meer dan 800 bedrijven, terwijl beleggers kunnen kiezen uit ruim 35 verschillende fondsen. Het segment is hard op weg een volwassen markt te worden, met unieke eigenschappen. Het tweede misverstand is dan ook dat EMC niets zou toevoegen naast een mix van staatsobligaties uit opkomende markten en high yield-obligaties uit de ontwikkelde wereld.

Een grote gereedschapskist

'Je gereedschapskist wordt een stuk groter als je behalve in EM-staatsobligaties ook belegt in EM-bedrijfsobligaties', zegt Zhang: 'Behalve over landen, kan je namelijk ook diversifiëren over verschillende sectoren. Daarmee heb je een extra middel voor het invullen van je macro-visie via *bottom up*-obligatieselectie. Als de vooruitzichten verslechteren, kun je het zwaartepunt in de portefeuille verschuiven naar meer defensieve segmenten, zoals bijvoorbeeld financials in de meer volwassen economie van Zuid-Korea. Zodra het economisch groeitempo weer aantrekt, is het mogelijk om zwaarder in te zetten op meer cyclische segmenten, zoals Afrikaanse mijnbouwbedrijven.

Figuur 1: Procentuele marktwaarde land/sectorcombinaties bij verschillende yield- en durationniveaus



De grootte van de bolletjes geeft de procentuele marktwaarde van de land/sectorcombinatie in de index weer.

Bron: JP Morgan CEMBI BD Index per januari 2020

Bovendien heeft het marktsegment meer defensieve eigenschappen dan EM-staatsobligaties. Zhang: 'In het afgelopen decennium was de maximale drawdown van EMC bijna elk jaar lager dan dat van staatsobligaties uit opkomende landen. De beleggings-categorie is bovendien beter bestand tegen externe schokken dan vaak wordt gedacht. Een goed voorbeeld is de scherpe daling van de olieprijs in 2014. De prijsdaling binnen het EMC-segment was toen beduidend minder groot dan op de Amerikaanse high yield-markt. Veel energiebedrijven in de EMC-markt zijn grote olie- en aardgasbedrijven met een hoge kredietwaardigheid. Hoewel ze evenveel last hebben van een lagere olieprijs als Amerikaanse high yield-bedrijven, hebben ze te maken met andere lokale regelgeving en met overheden die ze onder lastige omstandigheden vaak wat meer lucht kunnen geven. Dat kan soms een voordeel zijn.'

Mooie premie, ook na valutahedge

Het derde misverstand is dat er van het mooie rendement weinig overblijft als valutarisico's worden afgedekt. Bijna alle EMC-obligaties noteren in dollars. De yield van EMC daalt weliswaar wanneer een belegger hedget van USD naar euro's, maar voor de coronacrisis lag de yield na hedgen nog steeds circa 100 punten boven die van Europese obligaties, zowel binnen het high yield-als in het investment grade-segment. Ook aan het begin van de coronacrisis, in maart 2020, bleef het rendementsverschil behoorlijk.'

Die aantrekkelijke premies zijn niet zonder meer een vergoeding voor een hoger risico in het EMC-segment, vertelt Zhang: 'De afgelopen vijftien jaar was de default-rate vergelijkbaar met, of zelfs lager dan, die van Europese en Amerikaanse bedrijfsobligaties. Dat gold ook tijdens de nasleep van de kredietcrisis in 2008. En als een bedrijf binnen het EMC-segment in de problemen komt, leidt dit niet sneller tot een faillissement dan in de ontwikkelde wereld. Hierdoor hebben fondsmanagers meer gelegenheid om bij te sturen.'



Foto: Archief Pictet Asset Management

QIAN ZHANG

Brede visie, lokale kennis

De specifieke kenmerken van het beleggingssegment maken EMC bij uitstek een aantrekkelijk werkterrein voor actief beheer. De markt wordt gedomineerd door lokale spelers. Hierdoor liggen in het lokale marktsegment veel mogelijkheden voor een grote, internationale partij met een goed beeld van de brede wereldwijde markt. Zhang benadrukt dat het daarnaast een groot voordeel is om te werken met lokale analistentteams in plaats van een centraal team, ver weg van de landen zelf: 'Een goede kennis van de lokale markt is essentieel. Het is bijvoorbeeld mogelijk om internationaal opererende banken uit Europa en de Verenigde Staten enigszins te vergelijken. Maar een bank in een opkomende economie zoals Oekraïne heeft te maken met compleet andere regelgeving en risico's dan banken in de ontwikkelde wereld of in andere opkomende markten. Wie zonder lokale expertise gaat beleggen in EMC, maakt als het ware een schilderij met een verfronter in plaats van een penseel.' Beleggers die een strategische positie overwegen in EMC, hoeven zich volgens Zhang niet af te laten schrikken door het slechte beursklimaat: 'Ik weet nog dat het er eind 2015 slecht uitzag. Brazilië verkeerde bijvoorbeeld in een diepe recessie en Russische bedrijven hadden veel last van de internationale sancties. Dankzij het ingrijpen van

centrale banken volgde echter een flink herstel, waar EMC van profiteerde.' In veel landen loopt de lange rente iets op door het vooruitzicht dat er grote stimuleringspakketten aankomen om de economie na de coronacrisis weer op gang te krijgen. Aan de andere kant drukken centrale banken de korte rente juist steeds verder omlaag. Ook als de financiële wereld zich herstelt, wordt de 'search for yield' mogelijk weer een belangrijk thema. Zhang: 'In dat scenario is EMC helemaal een aantrekkelijke belegging. Maar ook zonder die zoektocht naar rendement verdient de beleggingscategorie een plaats in de asset mix. EMC wordt een volwassen markt en heeft verschillende eigenschappen die gunstig afsteken tegen andere delen van de vastrentende wereld.' «

1 Bron: Bank of America Merrill Lynch, juli 2019

Bedrijfsobligaties uit opkomende markten (EMC) zijn uitgegroeid tot volwaardige asset class;

Het risicoprofiel steekt vaak gunstig af tegen EM-staatsobligaties en high yield-obligaties;

Ook na valuta-hedge biedt EMC uitzicht op een relatief aantrekkelijk rendement.

EEN KEERPUNT VOOR KLIMAATVERANDERING

Door Stuart Brown

Na jarenlang te hebben gepraat over klimaatverandering, komen overheden en bedrijven nu ook echt in actie. Steeds meer landen schakelen over naar een duurzame economie. Wat betekent dat voor beleggers?

Klimaatverandering en milieuvervuiling staan in Europa bovenaan de politieke agenda. Dat wordt onderstreept door de zogeheten Green Deal; het ambitieuze plan van de Europese Commissie om van Europa het eerste klimaatneutrale continent ter wereld te maken. De Green Deal is opgebouwd uit allerlei maatregelen, waaronder strenge regels voor de uitstoot van broeikasgassen en verregaande stimulering van duurzame energie en de circulaire economie. De Green Deal is in de huidige vorm nog niet goedgekeurd. Mogelijk worden er nog onderdelen

aangepast of toegevoegd. Maar met de huidige opzet is het duidelijk welke richting de Europese politiek gaat kiezen.

De financiële doelstellingen van het beleid zijn het aanjagen van investeringen in klimaatoplossingen en het tegengaan van greenwashing. Er zijn plannen voor de introductie van een duurzaam beleggingskeurmerk. Om daarvoor in aanmerking te komen, moet een duidelijke bijdrage geleverd worden aan een duurzame doelstelling. Daarnaast mag dat niet ten koste gaan van andere duurzame doelen

en zijn er minimeisen voor wat betreft arbeids- en sociale voorwaarden. De EU heeft zes duurzame doelstellingen geformuleerd:

- 1) Tegengaan van klimaatverandering;
- 2) Omschakelen naar een groene, duurzame economie;
- 3) Duurzaam gebruiken en beschermen van oppervlaktewater;
- 4) Overstappen naar een circulaire economie;
- 5) Bestrijden van milieuvervuiling;
- 6) Beschermen van gezonde ecosystemen.

Wat betekent de corona-uitbraak voor de duurzame omschakeling?

Door Amanda Young

ESG-beleggen stond in de kinderschoenen toen de kredietcrisis in 2008 het kookpunt bereikte. Indertijd was ik ervan overtuigd dat de beurskrach het einde zou betekenen van deze nieuwe beleggingsvorm, maar uiteindelijk bleek de kredietcrisis juist aanleiding voor een grote omslag. Beleggers zagen in dat veel risico's zich niet lieten vangen in financiële cijfers. ESG-beleggen – met oog voor mens, milieu en maatschappij – heeft het afgelopen decennium een enorme vlucht genomen. De kans is groot dat over een aantal jaar blijkt dat

de corona-uitbraak eveneens het startsein was voor een nieuwe groeispurt.

Op de korte termijn is de duurzame impact minder eenduidig. Het vliegverkeer ligt grotendeels stil, waardoor de CO₂-uitstoot van luchtreizen veel lager ligt dan in vorige jaren. Aan de andere kant kiezen veel bedrijven nu voor teleconferencing. De CO₂-uitstoot van datacenters is inmiddels even hoog als die van de luchtvaartbranche. Een lichtpuntje is wel dat die bedrijven steeds meer gebruik maken van groene elektriciteit. Voor luchtvaartmaatschappijen is dat voorlopig nog geen optie.

Foto: Archief ASI



Amanda Young

Dit artikel is geschreven door Amanda Young, Head of Global ESG Research bij Aberdeen Standard Investments.

EN DE WINNAARS ZIJN....

Een van de opvallende winnaars van de nieuwe politieke wind, zijn de Europese nutsbedrijven. De sector heeft een extreem zwaar decennium achter de rug. Nutsbedrijven hadden veel last van dalende stroomprijzen; het gevolg van lagere olie- en aardgasprijzen en een te groot aanbod. Bovendien kreeg de sector te maken met stijgende kosten voor het compenseren van de CO₂-uitstoot. Een gevolg was dat de winst en cashflow onder druk kwamen te staan. Dat gebeurde op een moment waarop veel nutsondernemingen al kampten met hoge schuldbelastingen. Veel bedrijven moesten flink in het dividend snijden en harde reorganisaties doorvoeren. Beleggers in deze sector hebben tien verloren jaren achter de rug met bedroevende rendementen.

Vandaag de dag ziet het plaatje er echter compleet anders uit. Per saldo is tweederde van de winst afkomstig uit de exploitatie van energienetwerken of het opwekken van duurzame energie. Dit zijn activiteiten met een stabiele of zelfs groeiende omzet. In 2010 waren netwerken en duurzame energie goed voor slechts een derde van de sectorwinst. De winsten van nutsbedrijven worden nu veel minder beïnvloed door energieprijzen en het economisch klimaat. In plaats daarvan worden de resultaten voornamelijk aangejaagd door de energietransitie. De gestage daling van de kosten voor duurzame energie in vergelijking met fossiele brandstoffen, vormen een extra stimulant.

VAN GRIJZE STROOM NAAR GROENE STROOM

Beleggers spelen op verschillende manieren op deze trend in. Dat gebeurt onder meer via de opkomst van allerlei milieugerelateerde aandeleninstrumenten, maar ook met een groeiende markt voor green bonds. Nutsbedrijven kunnen hierdoor makkelijker en tegen gunstiger voorwaarden nieuw kapitaal aantrekken. Offshore windenergie is een goed voorbeeld van de groeikansen die hierdoor ontstaan.

Aanvankelijk waren de grote windmolenparken vooral te vinden voor de kust van Europese landen. Dankzij technologische vooruitgang worden molens echter steeds efficiënter en goedkoper. Een gevolg is dat steeds meer landen kiezen voor offshore windenergie, zoals de Verenigde Staten. Brancheorganisatie International Energy Agency becijferde al dat de totale markt voor windenergie in de periode tot 2040 met gemiddeld 15% kan groeien. Die groei brengt een stroom investeringen van meer dan \$ 1 biljoen op gang.

De omslag naar duurzame energie komt in een stroomversnelling door dalende kosten en politieke maatregelen zoals de Europese Green Deal. De maatschappelijke aandacht voor het terugdringen van de CO₂-uitstoot neemt gestaag toe. Een gevolg daarvan is dat de twijfels over de houdbaarheid van duurzame bedrijfsmodellen in de nutssector steeds meer verdampen. Dat speelt leidende spelers binnen dit marktsegment in de kaart, zoals de Deense duurzame energieproducent Orsted.

VLIEGTUIGEN, TREINEN EN AUTO'S

De focus op het verlagen van de CO₂-uitstoot raakt naast nutsbedrijven nog veel meer sectoren. Mensen gaan andere keuzes maken, bijvoorbeeld door met de trein te reizen in plaats van met het vliegtuig. Dat komt zo vaak voor, dat het woord 'vlietschaamte' inmiddels is opgenomen in de Dikke Van Dale. In november 2019 – voor het uitbreken van de coronacrisis – maakte de vereniging van Duitse Luchthavens (ADV) bekend dat het aantal passagiers op binnenlandse vluchten met 12% was gedaald.

De overheid speelt ook een grote rol bij de omslag van vlieg- naar treinreizen. De Duitse regering verlaagde onlangs de btw voor treinreizen en kondigde aan € 86 miljard te gaan investeren in spoorweginfrastructuur. Ook in andere opzichten wint (groene) elektriciteit het van benzine of kerosine. Denk bijvoorbeeld aan de opmars van elektrisch rijden. Er zijn allerlei bedrijven die van die trend profiteren, zoals het Franse Schneider

Foto: Archief ASI



Stuart Brown

Electric dat energiebeheersystemen ontwikkelt.

EEN MOOIE TOEKOMST

Het draagvlak om actie te ondernemen tegen klimaatverandering wordt groter. Behalve de politiek komen ook het bedrijfsleven en de bredere maatschappij steeds meer in beweging. Hoewel de corona-uitbraak die trend mogelijk op korte termijn verstoort, blijft het beeld voor de langere termijn onveranderd. Bij de omslag naar een meer duurzame wereld loopt Europa voorop, zowel met het nemen van politieke maatregelen als met het uitrollen van een groene infrastructuur. Hierdoor komt de toekomst er wat mooier uit te zien – en dat geldt helemaal voor de bedrijven die op dit thema inspelen. «

- Klimaatverandering staat steeds vaker bovenaan de politieke - en bedrijfsagenda;
- Europa introduceert een Green Deal om in 2050 klimaatneutraal te worden;
- Het klimaatbeleid creëert volop kansen voor beleggers.

Dit artikel is geschreven door Stuart Brown, Investment Director Equities bij Aberdeen Standard Investments.

Obligatie-ETF's bewijzen zich in volatiele markten

DOOR PHILIPPE ROSET, HOOFD STATE STREET SPDR ETF'S NEDERLAND

Het gebruik van obligatie-ETF's is de afgelopen jaren enorm toegenomen. Het vermogen onder beheer van de Europese UCITS-fondsen bedraagt inmiddels meer dan \$ 250 miljard.¹ In dit artikel beschrijven we hoe deze ETF's ingezet worden als instrument in het portefeuillebeheer, waar beleggers op kunnen letten bij de productselectie uit het enorme aanbod van bijna 800 UCITS ETF's, en hoe vastrentende ETF's zich gedragen in turbulente markten.

Fixed Income-ETF's als instrument voor efficiënt portefeuillebeheer

Onze klanten geven aan dat het al enige tijd lastig is om goede prijzen te krijgen voor individuele obligaties. Dit werd met name veroorzaakt door een teruglopende liquiditeit als gevolg van enorme opkoopprogramma's van centrale banken en striktere eisen die aan investeringsbanken zijn opgelegd. ETF's bieden dan ook steeds vaker een

oplossing voor wie gemakkelijk toegang wil krijgen tot een specifiek segment van de obligatiemarkt. Er is immers een ruime keuze tussen specifieke looptijden, valuta en kredietkwaliteit. Aangezien ETF's net als een aandeel worden verhandeld, zijn er transparante prijsdata beschikbaar en worden real-time quotes aangeboden waarop direct kan worden gehandeld. Dit is bij individuele obligaties vaak niet het geval.

Door een gedeelte van de portefeuille in een ETF aan te houden, kan een portefeuillemanager gemakkelijk instroom van gelden investeren of uitstroom liquide maken. Ook een tactische wijziging kan met slechts één transactie snel worden geïmplementeerd.

Indexkeuze, structuur en ecosysteem

De turbulente markten van de laatste tijd maken vooral bij obligaties duidelijk dat indexselectie, ervaring met indexbeleggen en schaalgrootte van groot belang zijn. Sommige ETF's lijken qua naam sterk op elkaar, maar de index die gevolgd wordt, of de manier waarop de index gerepliceerd wordt, kan sterk verschillen. Bij State Street Global Advisors zijn we van mening dat beleggers gebaat zijn bij brede spreiding en dat is terug te zien in de indices die we met onze SPDR ETF's volgen.

Door een gedeelte van de portefeuille in een ETF aan te houden, kan een portefeuillemanager gemakkelijk instroom van gelden investeren of uitstroom liquide maken.



PHILIPPE ROSET

De extra bron van liquiditeit die de handel in ETF's biedt in de secundaire en primaire markt is waardevol, maar de prijs van deze liquiditeit is in tijden van volatiliteit wel hoger dan gebruikelijk.

Daarnaast is het voor een belegger goed om te bestuderen hoe de ETF precies is opgebouwd. Het indexrendement kan gerealiseerd worden door fysiek onderliggende obligaties te kopen en aan te houden, of via derivaten. In het geval van fysieke replicatie is er nog een verschil tussen het aanhouden van alle obligaties (volledige replicatie) of het aanhouden van een selectie van de obligaties uit de index (sampling). Sampling wordt toegepast om ervoor te zorgen dat het toevoegen van een extra obligatie niet meer transactiekosten met zich meebrengt dan dat deze extra obligatie bijdraagt om de index nauwkeuriger te volgen. Bij de fysieke structuur is het vervolgens nog goed om te weten of de obligaties in de ETF kunnen worden uitgeleend en in welke mate dit gebeurt.

De robuustheid van het hele ecosysteem van Fixed Income-ETF's is ook van belang in tijden van verhoogde volatiliteit. Naast een ervaren team van portefeuillemanagers zijn ook de beurzen (zoals Euronext en Bloomberg RFQ), handelshuizen (waaronder Flow Traders en Jane Street) en de systemen om de communicatie tussen de handelshuizen en de portefeuillemanagers te regelen, essentieel. Alleen op die manier kunnen de grote volumes efficiënt verwerkt worden in zowel de secundaire markt (waarin de bestaande ETF-units verhandeld worden) als in de primaire markt (waarin nieuwe units gecreëerd of bestaande units vernietigd worden bij de ETF-uitgever).

Obligatie-ETF's in turbulente markten

Tijdens de eerste weken van de uitbraak van het coronavirus zagen we dat ETF's regelmatig op een discount handelden ten opzichte van de officiële waarderingen van de NAV en de Index. Vooral bedrijfsobligaties lieten een sterke en snelle daling zien, waarbij de ETF-prijzen zich snel aanpasten.

Tegelijkertijd droogde de handel in individuele obligaties verder op en was het lastig om deze te waarderen. De NAV en indexwaarden van traditionele beleggingsfondsen en ETF's worden op basis van beschikbare quotes per obligatie berekend. Als de laatste quote enkele uren of dagen geleden tot stand is gekomen, terwijl de markten fors dalen, dan betekent dit dat de handelbare prijs van de ETF begint voor te lopen op de meer theoretische waardering van de NAV of de index. Omgekeerd werkt dit ook: bij een markt die snel stijgt, zullen de ETF-prijzen ook voorlopen op de theoretische NAV en indexwaarderingen. Op dat moment zal er sprake zijn van een premie in de prijs van de ETF ten opzichte van de NAV of indexwaarde.

Een ander fenomeen tijdens volatiele handelsdagen is dat het voor handelshuizen en investeringsbanken lastiger is om het risico van een transactie af te dekken. Ook zij krijgen te maken met een minder liquide obligatiemarkt als zij uiteindelijk de onderliggende obligaties willen kopen of verkopen. De grotere bied-laatspreads in de onderliggende obligaties vertalen zich door in de handel in de ETF's. Het grote verschil is dat er in ETF's nog wel gehandeld kan worden, terwijl het voor specifieke leningen lastig is om überhaupt een bieding te krijgen.

We verwachten dat obligatie-ETF's sterker uit de huidige crisis zullen komen.

De extra bron van liquiditeit die de handel in ETF's biedt in de secundaire en primaire markt is waardevol, maar de prijs van deze liquiditeit is wel hoger dan gebruikelijk. Uiteindelijk is de ETF minstens zo liquide als de onderliggende effecten en we verwachten niet dat de ETF-handel efficiënt kan blijven verlopen als de handel in de onderliggende bonds volledig opdroogt.

Conclusie

We verwachten dat obligatie-ETF's sterker uit de huidige crisis zullen komen, zoals dat ook na 2008 gebeurde. Dit geldt vooral voor de fysieke, breed gespreide ETF's waarin geen securities lending plaatsvindt. Meer beleggers zullen op verschillende manieren gebruik gaan maken van vastrentende ETF's als alternatief voor individuele leningen. «

1 Bron: ETFGI, per eind februari 2020

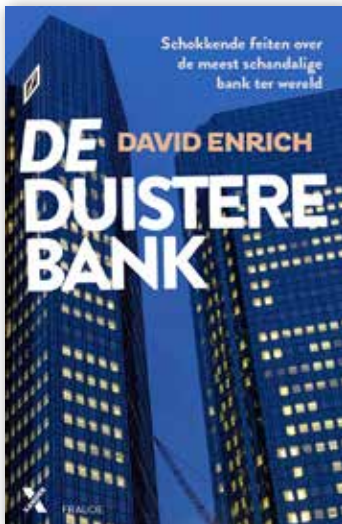
Obligatie-ETF's zijn sterk gegroeid sinds de vorige crisis in 2008;

Focus op de onderliggende index, ervaring van de beheerder en productstructuur helpen bij selectie;

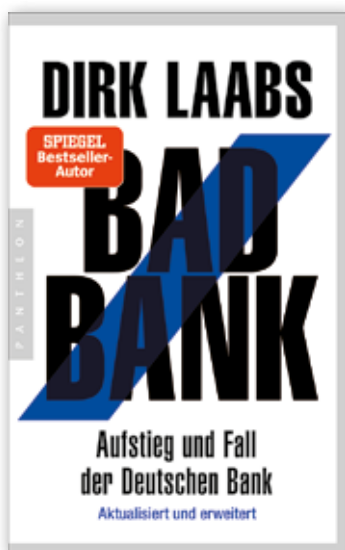
Tijdens snel veranderende markten loopt de real-time prijsvorming in obligatie-ETF's voor op de theoretische waarderingen van de NAV en de index;

De kosten voor het handelen in ETF's nemen toe tijdens volatiele dagen, maar handel blijft wel mogelijk.

Bron:
www.ssga.com/nl/nl/institutional/etfs/investment-ideas/fixed-income-etf-investing



Titel: De duistere bank
 Auteur: David Enrich
 Uitgever: Xander
 ISBN: 9789401612449



Titel: Bad Bank
 Auteur: Dirk Laabs
 Uitgever: Deutsche
 Verlags-Anstalt
 ISBN: 9783421048004

De duistere bank

Door Hans Amesz

David Enrich, Financieel Redacteur bij The New York Times en eerder werkzaam voor The Wall Street Journal, heeft de schokkende ontmaskering van Deutsche Bank beschreven, zoals hij ook verwoordt in de ondertitel van zijn boek. Noem een bankschandaal en Deutsche Bank zat er middenin: rentemanipulatie, witwassen van crimineel geld, valutahandel met schurkenstaten, de instorting van de oudste bank van Italië, verborgen derivatenverliezen, zelfmoorden van bankiers. Opgericht in 1870, vlak voor het ontstaan van het Duitse keizerrijk in 1871, zag Deutsche Bank het als haar missie om de Duitse handel in Europa en Amerika te bevorderen. De bank ontwikkelde zich tot een financiële instelling van kwaliteit en stabiliteit, maar deinsde er in de Tweede Wereldoorlog niet voor terug om de bouw van Auschwitz mede te financieren. In de jaren tachtig van de vorige eeuw was Deutsche Bank een van de machtigste concerns van de Bondsrepubliek Duitsland, met relatief grote belangen in vrijwel alle beursgenoteerde bedrijven. Bijna niets gebeurde in Duitsland zonder medeweten van de bankiers uit Frankfurt.

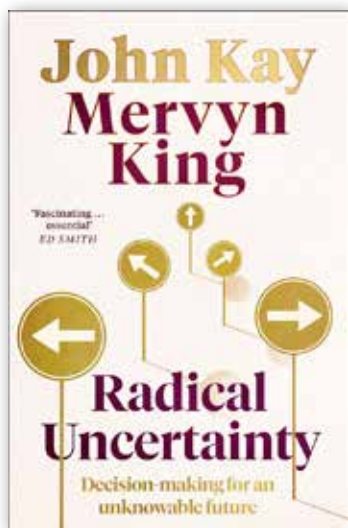
In 1985 publiceerde het gezaghebbende weekblad Der Spiegel een coverstory, getiteld 'Weltmacht Deutsche Bank'. De bank wilde meespelen op Wall Street en begon onder andere grootscheeps te handelen in derivaten. Daartoe werden voor honderden miljoenen bankiers van concurrerende banken als Merrill Lynch aangetrokken. In een mum van tijd verschoof het zwaartepunt, en 85% van de winst van Deutsche Bank, naar investment banking en handel. Enrich: 'De vroegere voorzichtige stijl van de bank leek net zo gedateerd als de donkere olieverfportretten in de gangen.' Naarmate de winst steeg, nam Deutsche Bank meer risico. De Zwitser Josef Ackermann, die van 2002 tot 2012 CEO was, runde de bank voor winst op korte termijn en stelde een rendement van vijftiwintig procent van het eigen vermogen ten doel. Volgens Enrich is dat het bankequivalent van honderdtwintig kilometer per uur rijden op een ijzige weg. Hij schrijft dat handelaren geprikkeld werden om fraude te plegen. Een handelaar, Christian Bittar, stond in de rij voor een bonus van honderd miljoen dollar. Hij kreeg zijn cheque, maar in het kader van een later onderzoek zei Bittar dat hij zich schuldig had gemaakt aan een poging een belangrijk rentetarief te manipuleren. Om meer voet aan de grond te krijgen in de Verenigde Staten, begon de bank een samenwerking met een vastgoedmagnaat die door alle andere banken was geweigerd: Donald Trump. Toen het vastgoedteam van Deutsche Bank Trump niet meer wilde bedienen omdat hij weigerde aan zijn afgesproken financiële verplichtingen te voldoen, opende private banking voor hem de deur. Dat leidde er uiteindelijk toe dat de Raad van Commissarissen tot de volgende ontboezeming kwam: 'What the hell are we doing, lending money to a guy like this?'

Bad Bank

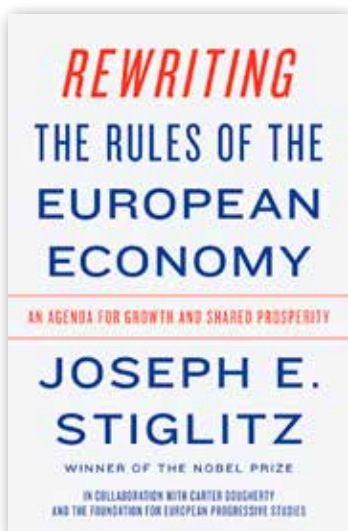
Door Hans Amesz

In David Enrich's boek 'De duistere bank' heeft topbankier Bill Broeksmit een hoofdrol. Na de zelfmoord van Broeksmit werd duidelijk dat de topbankier te veel geheimen kende van zijn werkgever Deutsche Bank. In 'De duistere bank' geeft Enrich er veel van prijs. Het boek 'Bad Bank', dat als ondertitel heeft: Aufstieg und Fall der Deutschen Bank, begint net als 'De duistere bank' ook met de zelfmoord van Broeksmit. Het boek behandelt eveneens uitgebreid de vraag hoe het mogelijk was dat een van de leidende banken in de wereld, en met afstand de grootste in Duitsland, zo diep kon vallen. Auteur Dirk Laabs vindt het vooral huiveringwekkend hoe weinig kennis verantwoordelijke politici en investment bankers ten tijde van de crisis hadden van de financiële markten. Hij vraagt zich af of dat nu anders is.

Deutsche Bank lijkt volgens het boek wel van haar verleden te hebben geleerd. In het voorjaar van 2018 werd de 47-jarige Christian Sewing de jongste CEO die Deutsche Bank ooit heeft gehad. Sewing moet de bank terugbrengen tot haar kernbezigheid: zakendoen met ondernemingen en particulieren. De bank heeft voor haar 150^{ste} verjaardag nieuw vertrouwen opgebouwd, hoewel het coronavirus nu roet in het eten kan gooien.



Titel: Radical Uncertainty
Auteurs: John Kay & Mervyn King
Uitgever: The Bridge Street Press
ISBN: 9781408712603



Titel: Rewriting the Rules of the European Economy
Auteur: Joseph Stiglitz
Uitgever: WW Norton
ISBN: 9780393355635

Radical Uncertainty

Door Joost van Mierlo

'Mist maakt alle dingen mooier', zo citeren John Kay en Mervyn King de schrijver Oscar Wilde. Het is een conclusie die de schrijvers niet direct onderschrijven. Maar wie zegt dat er niet zoiets bestaat als 'mist', sluit de ogen voor de werkelijkheid.

In Radical Uncertainty maken Kay en King duidelijk dat de toekomst niet valt te voorspellen en dat dit als feit moet worden geaccepteerd. Door onzekerheid in cijfertjes te vangen en waarschijnlijkheid van risico's te categoriseren, ontstaat bij de besluitvorming de illusie dat de toekomst onder controle is. Maar dat blijkt herhaaldelijk, en met name bij flinke crises, niet het geval.

Kay heeft als hoogleraar Economie aan de London School of Economics en gevierd columnist van The Financial Times altijd al geageerd tegen de wondere wereld van rooskleurige voorspellingen, vooral als het gaat om die van vermogensbeheerders. King was gouverneur van de Bank of England toen de kredietcrisis uitbrak. Hij leek de crisis aanvankelijk te verwelkomen als een prima manier om de excessen van banken af te straffen. Velen vonden dat hij daardoor te laat met noodzakelijke steun kwam.

Dit boek is hun manier om duidelijk te maken dat ze zich zorgen maken over de stelligheid waarmee de toekomst nog altijd wordt voorspeld. Sinds de Amerikaanse Minister van Defensie Donald Rumsfeld sprak over Unknown Unknowns en de schrijver Nassim Taleb over Black Swans, lijkt de wereld gewaarschuwd voor de Radical Uncertainty waar Kay en King het over hebben. Maar het is nog altijd niet voldoende. Het gaat erom de onzekerheid te omarmen, zoals Kay en King schrijven. Het feit dat de toekomst onvoorspelbaar is, zorgt ervoor dat altijd nieuwe oplossingen moeten worden gevonden om nieuwe problemen het hoofd te bieden. Maar je moet het lot niet tarten. De beste manier om met onzekerheid te leven, is door risico's te mijden.

Rewriting the Rules of the European Economy

Door Joost van Mierlo

Met de komst van het coronavirus lijkt Joseph Stiglitz op zijn wenken te worden bediend. Hij pleit in zijn nieuwste boek voor meer overheidsuitgaven en meer overheid in het algemeen. Met het bestrijden van de gevolgen van de corona-epidemie hebben de meeste overheden vrijwel limietloze uitgaven en investeringen aangekondigd.

Stiglitz gaat in zijn nieuwe boek, geschreven met de hulp van tientallen medewerkers van de Foundation for European Progressive Studies, fel tekeer tegen de bezuinigingsdrift die Europa en vooral de Europese Unie het afgelopen decennium in een houdgreep hield. Daardoor is de economische recessie in talloze landen nodeloos versterkt en de werkloosheid vrijwel overal tot onacceptabele hoogte gestegen.

Stiglitz beschrijft uitgebreid de ellende in landen als Griekenland, Italië en Spanje en wijst met een beschuldigende vinger naar Duitsland. De begrotingsdiscipline binnen de eurogroep is volgens Stiglitz vooral van Duitse makelij.

Europa is geleidelijk aan in de greep geraakt van een geloof in het marktdenken dat volgens Stiglitz niet past bij het continent. Het traditionele model, waarin sociale aspecten als gelijkheid en vooral een lage werkloosheid prioriteiten waren, lijkt langzamerhand vergeten.

Het is niet verrassend dat Stiglitz vooral wijst op de gevolgen van doorgeschoten globalisering. Dat doet de Nobelprijswinnaar feitelijk al ruim twintig jaar. De globalisering heeft ertoe geleid dat de ongelijkheid in veel landen is gestegen. Het is geen wonder dat het heeft geleid tot een roep om protectionisme.

Maar dat is niet noodzakelijk. Het gaat er volgens Stiglitz om kwetsbare groepen in de samenleving beter te beschermen. Dat is echter geen taak voor de EU, maar voor het leeuwendeel van de landen zelf. En laten de meeste landen juist nu voor deze benadering kiezen. Misschien om de verkeerde reden, maar daar zul je Stiglitz niet over horen klagen...



DOOR THIJS JOCHEMS, ADVISEUR EN PRIVATE INVESTOR

COLUMN

COVID-19: Vallen pensioenfondsen nu van de S-curve?

COVID-19 bestrijding is 'geframed' in de naoorlogse (WO II) context van beleid. Wat heeft dit met ons pensioenstelsel te maken? En heeft dit consequenties voor 'wat nu te doen'?

Na de Tweede Wereldoorlog bestond er een allesoverheersend politiek verlangen om de belangrijkste oorzaak van de vele Europese oorlogen, ruwweg te duiden als 'het nationalisme', te beteugelen. Het Amerikaanse Marshallplan vormde het begin van een politieke stroming die de combinatie van rationalisme, in de vorm van maakbaarheid van de samenleving, en supranationale organisaties als medicijn tegen het nationalisme zag. Dit leidde tot een meer en meer gedepoliteerd beleid, met als uitgangspunt dat overheidsorganen (= bureaucratieën) voor de juiste balans in de maakbare samenleving konden zorgen. Die balans was nodig om de kernvraagstukken van het 'democratisch kapitalisme' hanteerbaar te maken.

Een vraagstuk dat zeker nu sterk in de belangstelling staat, is hoe de creatie van welvaart en de verdeling daarvan zich verhoudt tot marktwerking en overheidscontrole. Dit in de kern politieke vraagstuk leent zich steeds minder voor een 'gedepoliteerd' beleid door de bureaucratie. Zo maken zelfs de centrale banken met hun lage rentebeleid een politieke keuze, onder meer met het effect dat kleine spaarders worden gestraft en grote schuldenaren worden beloond. Kleine spaarders zijn via pensioenfondsen geïnstitutionaliseerd. Instituties verschillen van individuele mensen doordat ze 'lerend vermogen' hebben en lessen door de generaties heen kunnen opslaan. Maar hoe gedragen instituties zich in een tijd van versnellende veranderingen?

We zijn nu zo'n zestig jaar verder met het streven om alles op basis van beleid te doen en in die periode zagen we niet alleen grote veranderingen, maar vooral versnellingen in die veranderingen. De natuurlijke beleidsreactie op de zo nu en dan optredende crises bij die versnellende veranderingen, is en was door de decennia heen meer gedetailleerde regelgeving geweest. Dat blijkt steeds minder goed te werken. De al decennia klinkende oproep tot deregulering was en is er niet voor niets.

Pensioenfondsen kunnen worden beschouwd als een modelvoorbeeld van een institutie die sterk door beleid wordt gereguleerd. Bestuur vindt plaats binnen een strak kader, vastgelegd in zowel Europese als nationale regelingen, die, zeker na de crisis van 2008, in aantal en in mate van detaillering toenamen. Dit resulteerde in een beleid met sterke procesmatige karakteristieken om te komen tot collectieve besluitvorming. Behavioural finance leert ons dat deze vorm van besluitvorming nooit tot sterke en zeker niet tot snelle veranderingen in beleid kan leiden. En dat is zeker een probleem in een samenleving die versneld aan het veranderen is.

Elke organisatie wordt vroeg of laat geconfronteerd met de fasen van de S-curve. Net als de financiële sector en vele andere sterk geregelde sectoren, bevinden pensioenfondsen zich in de eindfase van de S-curve, die gekenschetst kan worden als procesmatig. Voor een pensioenfonds is het ondoenlijk om in comité adequaat te reageren op gebeurtenissen zoals de COVID 19-crisis. Nu zijn andere aansturingen en besluitvormingsregelingen nodig. Meer ruimte voor individuele verantwoordelijkheid – en passende compensatie? – lijkt noodzakelijk binnen pensioenfondsbesturen. Hiervoor zijn aanpassingen nodig die maatschappelijk moeten worden geaccepteerd. Ik denk hierbij aan meer rule-based regulering, waarvan de uitvoering aan een enkele verantwoordelijke wordt overgelaten.

Van pensioenfondsen wordt verwacht dat ze beter kunnen beleggen dan individuen. De huidige besluitvormingsstructuur van pensioenfondsen maakt dat vrijwel onmogelijk. Een doodlopende S-curve biedt geen uitweg.

Kunnen we de 'frame' van het beleid voldoende aanpassen om ook instituties als pensioenfondsen weer een nieuwe S-curve in te laten gaan? «



HESSEL VAN BEIJMA

VAN BLACKROCK

NAAR BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT



Foto: Archief BNP Paribas AM

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

Het voelde eigenlijk direct goed. Ik ben bijzonder warm ontvangen en heb een leuke, internationale groep collega's.

U begon uw professionele carrière bij Sedgwick (Marsh McLennan) in London. Welke functie heeft u daar vervuld?

Dit was in 1996 en 1997, dus alweer een tijdje geleden. Ik had daar twee functies: Insurance Broker en Risk Consultant. Met name in die laatste rol kon ik toegevoegde waarde leveren. Als Insurance Broker was ik meer een speelbal tussen klant en underwriter. Voor de (oudere) voetbalfans: de zwaarste dag tussen al die Engelse collega's was die van de 4-1 nederlaag van Oranje tegen Engeland tijdens het EK van 1996.

U heeft daarna ruim 20 jaar bij Barclays Global Investors (BGI) en BlackRock gewerkt. Welke kennis heeft u daar opgedaan?

Omdat het alweer 5 jaar geleden was dat ik mijn economie-studie had afgerond, heb ik eerst de VBA-opleiding gedaan. De echte kennis (en ervaring) bouw je natuurlijk daarna op. Ik heb het voorrecht gehad met vele internationale kantoren te mogen werken, waardoor ik de verschillende culturen goed heb leren kennen. BGI en BlackRock hadden een enorme hoeveelheid strategieën, waarvan je er toch wel een aantal goed moest kunnen uitleggen. Het is mooi om te zien hoe die strategieën voortdurend werden en worden aangepast. Zo zijn Quant-strategieën onherkenbaar veranderd door de toepassing van Big Data en Artificial Intelligence. Een ander leermoment dat me nog lang zal bijblijven, is dat je een Fransman nooit even snel naar een McDrive moet meenemen voor een snelle lunch tussen twee meetings.

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met BNP Paribas Asset Management?

Eigenlijk via een headhunter op City Airport. Daarna heb ik een eerste gesprek gehad met Charles Janssen, die ik nog kende uit mijn Barclays-tijd en die inmiddels Head of Sales Northern Europe bij BNP Paribas Asset Management is.

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

Ik moet natuurlijk na 20 jaar elders de cultuur en diverse producten van het bedrijf nog goed leren kennen. Van belang is goed te luisteren waar klanten precies naar op zoek zijn en daar dan een oplossing voor vinden. De institutionele business is bij uitstek voor de lange termijn en dat past mij. Platte sales is niet mijn ding.

Vindt u het een uitdaging om opnieuw te beginnen?

Ik vind het een gezonde uitdaging. Met mijn 51 jaar ben ik opeens de jongste bediende, in plaats van het meubilair dat het langste aanwezig is. Dus in plaats van vraagbaak ben ik nu degene die even wegwijs gemaakt moet worden, wat tot dusver overigens goed bevalt.

Wat verwacht u in uw functie als Senior Client Relationship Manager bij BNP Paribas Asset Management te bewerkstelligen?

Ik hoop natuurlijk na een inwerkperiode de sterke naam van de organisatie, bijvoorbeeld op het gebied van ESG, alsmede de bestaande institutionele business verder uit te bouwen door de diverse institutionele relaties in hun behoeften te voorzien.

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

Ik ben vaak coach geweest van mijn kinderen bij diverse sporten (hockey, cricket, golf) en zal dat nog even blijven doen. Door mijn leeftijd zal ik vermoedelijk bij BNP Paribas Asset Management geen 20 jaar meer werken, maar het is wel mijn plan om te blijven groeien op professioneel en persoonlijk vlak. Wie weet sluit ik de laatste paar jaar wel af als economieleraar als de nood tegen die tijd in het onderwijs nog steeds zo hoog is.

» REMCO VAN AMELSFORT

is begonnen bij a.s.r. als Senior Portfolio Manager Structured Investments. Van Amelsfoort is afkomstig van Actiam.

» WALTER MUTSAERS

is Voorzitter van het Uitvoerend Bestuur van het nieuwe pensioenfonds Rail & Openbaar Vervoer, dat op 1 april van start is gegaan.

» SABIJN TIMMERS-JANSSEN

is Uitvoerend Bestuurder Finance, Risk & IT van het nieuwe pensioenfonds Rail & Openbaar Vervoer.

» JOOS NIJTMANS EN STANLEY WALTERS

zijn sinds april als Bestuurssecretaris verbonden aan Pensioenfonds Rail & Openbaar Vervoer.

» BART OLDENKAMP

is benoemd tot Uitvoerend Bestuurder Vermogensbeheer bij het nieuwe pensioenfonds Rail & Openbaar Vervoer.

» LENI BOEREN

is teruggetreden als Directievoorzitter van Kempen Capital Management en als lid van de Executive Board van Van Lanschot Kempen. Boeren vertrekt om persoonlijke redenen.

» ROY BERNIS

is benoemd tot Senior Client Account Manager bij BNP Paribas Asset Management. Hij komt over van Syntrus Achmea Real Estate & Finance en werkte eerder bij DTZ Zadelhoff en KAS BANK.

» ELOY LINDEIJER

zal per 1 oktober 2020 zijn functie als Chief Investment Management bij PGGM Vermogensbeheer neerleggen. Hij is voornemens zijn loopbaan voort te zetten op het gebied van lange termijn- en verantwoord beleggen.

» HERMIEN SMEETS-FLIER

is benoemd tot Directeur Financiën & Risicomanagement en Statutair Bestuurder bij Achmea IM. Smets-Flier werkte tot voor kort als CFO bij Aegis London.

» SHAKTIE RAMBARAN MISHRE

zal per 1 juli 2020 haar functie als voorzitter van de Pensioenfederatie neerleggen.

» LIESBETH SINKE

is door BinckBank benoemd tot Chief Financial & Risk Officer en treedt toe tot het bestuur van de bank. Liesbeth Sinke was eerder CFO bij Nationale-Nederlanden en meest recent CFRO en Bestuurslid bij MN.

» MAARTEN PERQUIN

is per 1 mei 2020 benoemd tot Voorzitter van de divisie Pensioen & Leven van Achmea. Perquin was reeds Directeur Pensioenen bij de verzekeraar.

» ROB COURTENS

is gestart bij Coöperatie Dela in de functie van Portfolio Manager Real Assets. Eerder werkte hij voor BSG en Sweco Nederland.

» MARCO SMELTER

gaat aan de slag als Director, Portfolio Manager Multi Management binnen het fiduciair managementteam van BMO Global Asset Management. Smelter stapte over van Corestone IM en werkte eerder bij Theta Capital Management en MN.

» JEROEN KAKEBEEKE

is als Senior Investment Risk Manager gestart bij PGGM Investments. Eerder werkte Kakebeeke voor Shell Pension Fund, Sprenkels & Verschuren en Timeos.

» ARIF SAAD

is door Kempen Capital Management aangesteld als Senior Beleggingsstrateeg voor het fiduciaire management-team in het Verenigd Koninkrijk. Saad komt over van Legal & General Investment Management.

» KIM HOCHFELD

is aan de slag gegaan als Senior Managing Director en Global Head of Cash bij State Street Global Advisors. Hochfeld werkte hiervoor bij Morgan Stanley IM als Managing Director en Head of Liquidity Distribution voor EMEA en Azië.

» JOHAN VANDERLUGT

is als Lead Expert Environmental, Social and Governance Advisory begonnen bij Van Lanschot Kempen. Vanderlugt is afkomstig van PRI en werkte eerder voor NNIP, Stichting Eumedion en Robeco.

» RONALD SMINIA

is aan de slag gegaan bij Candoris op het gebied van Business Development. Sminia werkte hiervoor bij NN Investment Partners.

» JASON SMITH

gaat bij Tabula IM aan de slag als CIO. Smith komt over van Goldman Sachs Asset Management. Daarvoor werkte hij bij Barclays Capital, BlackRock, J.P. Morgan, Towers Perrin en IBM.

» HAN DIEPERINK

gaat aan de slag als Senior Advisor bij Private Equity-maatschappij BB Capital.

» OSKAR POIESZ

is bij Anthos Fund & Asset Management gestart als Managing Director for Client Advisory & Solutions. De afgelopen twaalf jaar heeft Poiesz gewerkt voor Robeco. Daarvoor was hij actief bij KPMG als Manager Financial Services.

» MAURICE BÖLTE (FOTO)

is door Triodos IM aangesteld als Head of Marketing and Communications. Bölte komt over van Rabo Foundation en heeft bij Rabobank Groep verschillende marketingfuncties vervuld.



Foto: Archief Triodos IM

Maurice Bölte

Educatieve bijeenkomst voor beleggingsprofessionals van Family Offices:
Coronacrisis, Supertrends en Disruptieve Innovaties in Vermogensbeheer
2 juli 2020 van 14:00 tot 17:30 uur
ABN AMRO MeesPierson, Amsterdam

De wereld om ons heen verandert snel, zoals we de afgelopen tijd allemaal hebben kunnen zien. Dat wat we als vanzelfsprekend ervaren, blijkt niet altijd vanzelfsprekend te zijn. Hoe speel je als belegger in op de coronacrisis, klimaatverandering, energietransitie, artificial intelligence, vergrijzing en de opkomende middenklasse in Zuidoost-Azië? Wat voor kansen biedt een verschuiving van de economische en politieke macht naar het Oosten?

Diverse experts zullen ingaan op toekomstbestendig en duurzaam beleggen, aandacht bestedend aan de coronacrisis, supertrends en disruptieve innovaties in vermogensbeheer. De volgende onderwerpen komen daarbij aan bod:

- De beleggingskansen tijdens en na de coronacrisis
- Klimaatverandering en Energietransitie
- Duurzaam beleggen in Real Assets
- Artificial Intelligence
- Distressed Debt

Op **donderdagmiddag 2 juli van 14:00-17:30 uur** zullen de volgende experts de ontwikkelingen in deze vaak nog onontgonnen beleggingsgebieden belichten onder leiding van dagvoorzitter **Mik Breek** (Zelfstandig Bestuursadviseur en Eigenaar van Breek Bestuursadvies B.V.):

Sandra Phlippen, PhD (Hoofdeconoom, ABN AMRO Bank), **Jason Hsu**, PhD (Chairman & CIO, Rayliant Global Advisors), **Gareth Payne** (Senior Client Portfolio Manager, Pictet Asset Management), **Philipp Müller** (Head of Investment Solutions, BlueOrchard Finance, onderdeel van Schroders), **Reinier Mijsberg** (Zelfstandig Consultant Vastgoed), **Jeroen Heine** (Managing Director, VP Capital) en **Marc Janssen** (Managing Director, Holtburgh Real Estate).

Registratie

Deelname aan het seminar is gratis en staat open voor beleggingsprofessionals van Family Offices.

Voor het programma en registratie ga naar: www.financialinvestigator.nl/seminar-2-juli/

In samenwerking met:





ESG MEANS QUESTIONING EVERYTHING. EVEN THE QUESTIONS.

ESG Integration | Active Ownership | Negative Screening | Outcome Oriented Strategies

Our diverse affiliated managers use ESG as a powerful lens to inform their own strategies, with the vision to see the big picture, the acumen to adapt, and the wisdom to question everything. Reshaping portfolios for a changing world.

ESG that makes a difference | im.natixis.com



FOR PROFESSIONAL INVESTORS ONLY.

The above referenced entities are affiliates of Natixis Investment Managers, the holding company of a diverse line-up of specialized investment management and distribution entities worldwide. Not all offerings are available in all the jurisdictions. All investing involves risk, including the risk of capital loss. Provided by Natixis Investment Managers, Netherlands (Registration number 50774670). Registered office: Stadsplateau 7, 3521AZ Utrecht, the Netherlands. • ADINT208-1119