

FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

XI STAAT NIET OP TENEN, HIJ BREEKT BENEN

Diana Choyleva,
Enodo Economics

RONDE TAFEL DECARBONISATION OF FIXED INCOME PORTFOLIOS

7 experts aan het woord

MET IMPACT BELEGGEN IN DUURZAME INNOVATIE

Dirk Hoozemans,
Triodos Investment Management



PANELVERSLAG
What to own in
a low-yield world?

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

Meer weten Over beleggen In megatrends? Praat met De pioniers.

Pictet-Nutrition.



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

 **PICTET**
Asset Management

Building Responsible Partnerships

HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

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

RAAD VAN ADVIES

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

REDACTIERAAD

Michiel Cleij
 Hellen Goorse
 Jacqueline van Leeuwen
 Philip Menco

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Luc Aben, Rob Almeida, Marcel Andringa, Effi Bialkowski, Frank van Blokland, Marleen Bosma-Verhaegh, Hein Brans, Egbert Buitink, Diana Choyleva, Jim Cielinski, Roger Coenen, Andrew Cormack, Wes Crill, Lukas Daalder, Han Dieperink, Saïda Eggerstedt, Piet Eichholtz, Joachim Fels, Rik Fennema, Jose Garcia Zarate, Tonko Gast, Maurice Geraets, Bruno de Haas, Michael Hampden-Turner, Jerome Henrion, Jordy Hermanns, Stefan Hofrichter, Bob Homan, Dirk Hoozemans, Frank Huitema, Tjitsger Hulshoff, Andrew Jackson, Gerard van de Kuilen, Andy Langenkamp, Joost van Leenders, Mathijs Lindemulder, Jules Looijmans, Marc van Maarle, Roel Mehlkopf, Cara Milton-Edwards, Daniel Morris, Edin Mujagić, Krista Nauta, Paul O'Connor, Steven Oh, Pim Rank, Joris Roggeveen, Peter van Rooyen, Philippe Roset, Martijn Rozemuller, Toi van Rijn, Roelof Salomons, Ewout van Schaick, Rob Secker, Geoffrey Seeto, Robert Sharps, Margarita Shevtsova, Jason Simpson, Torcaïl Stewart, Arjan Stubbe, José Suarez Menendez, Kevin Thozet, Robert Tipp, Kiemthin Tjong Tjin Joe, Harry Trip, Kees Verbaas, Michael Viehs, Marc Vijver, Keith Wade, Peter van der Welle, Wouter Weijand, Fred Wouters en Pim Zomerdijk.

FOTOGRAFIE

Mark van den Brink Photography
 Ruben Eshuis Photography
 Kees Rijken
 Cor Salverius Fotografie

BASISONTWERP

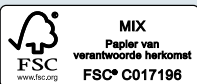
jannie.design

OPMAAK

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

DRUK EN DISTRIBUTIE

Scope Business Media in samenwerking met PreVision

**ADVERTENTIES**

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

UITGEVER

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

ABONNEMENTEN

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

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

De comeback van de inflatie

Het jaar 2021 zal de geschiedenisboeken ingaan als een van de beste beleggingsjaren voor aandelen. Ook residentieel vastgoed en grondstoffen hebben het goed gedaan door de toegenomen vraag en het afgenomen aanbod. De vraag steeg doordat de economie zich na de COVID-19-misère van 2020 razendsnel herstelde. De COVID-19-crisis en de focus op duurzaamheid zorgden voor een verminderd aanbod.

In het nieuwe jaar zal het inflatiedebat naar verwachting nog wel even doorrazen. De Fed gaat 'taperen'. De ECB is, ondanks oplopende inflatie, nog voorzichtig met het terugschroeven van de opkoopprogramma's. De rentes van de centrale banken zullen voorlopig lager blijven dan de economische groei. Op het eerste gezicht goed nieuws voor de financiële markten.

Traditiegetrouw besteedt Financial Investigator aan het einde van het jaar de nodige aandacht aan de vooruitzichten voor het nieuwe jaar. Het jaar 2021 beloofde volgens de in 2020 geraadpleegde experts een volatiel jaar vol onzekerheden te worden, met name vanwege de impact van de COVID-19-pandemie en de beschikbaarheid van vaccins.



Het beeld voor 2022 is volgens de door ons geraadpleegde beleggingsexperts redelijk eenduidig: de economie blijft groeien. De mate waarin ze dat doet, is nog wel wat onzeker. De ene specialist spreekt over een aanhoudende economische expansie, terwijl de andere voorspelt dat het groeitempo zal afzakken.

Voor de beleggingsrendementen is het, ondanks al het optimisme over de economie, evenwel oppassen geblazen. Aandelen genieten ook in 2022 de voorkeur boven fixed income. Beleggers moeten echter wel rekening houden met gematigde koerswinsten. De inflatie zal een behoorlijke uitdaging vormen voor beleggers, zo verwachten de deskundigen. Om alle onzekerheid het hoofd te bieden, menen enkele experts dat actief diversifiëren binnen de portefeuille het juiste tegenwicht kan bieden.

Ook in deze uitgave besteden we aandacht aan het onderwerp duurzaamheid en meer specifiek aan het onderwerp klimaatverandering. Tijdens de Ronde Tafel over Decarbonisation of Fixed Income Portfolios wordt de link gelegd tussen fixed income en het noodzakelijke terugdringen van de CO₂-uitstoot. Decarbonisatie is essentieel voor de aanpak van de klimaatcrisis, ook in vastrentende portefeuilles. De experts die deelnamen aan de Ronde Tafel over Fixed Income ETFs benaderen het onderwerp vastrentende waarden weer vanuit een heel ander perspectief, maar ook tijdens deze discussie vormde het onderwerp duurzaamheid een belangrijk thema.

In het coververhaal staat Dirk Hoozemans in de schijnwerpers. Het Triodos Pioneer Impact Fund, waarvan hij de beheerder is, heeft de Financial Investigator Impact Investing Award 2021 in de categorie 'Public Funds' gewonnen. Kern van de fondsstrategie is met impact beleggen in duurzame innovatie.

Ook vindt u een interview met de gezaghebbende Diana Choyleva, Chief Economist bij Enodo Economics. Zij waarschuwt daarin voor de polarisatie tussen de Verenigde Staten en China. Een confrontatie kan niet uitblijven. Taiwan zal volgens haar de katalysator zijn.

Uiteraard besteden we in deze editie aandacht aan een grote verscheidenheid aan andere interessante onderwerpen in de vorm van columns, artikelen, interviews en verslagen van paneldiscussies die plaatsvonden tijdens onze seminars.

Ik wens u fijne feestdagen en een gelukkig, voorspoedig en bovenal gezond Nieuwjaar!

Jolanda de Groot
 Hoofdredacteur

Educatieve bijeenkomst voor
 pensioenfondsbesteders
 en bestuursbureaus over
 Beleggen onder het
 Nieuwe Pensioencontract

21 maart 2021
 van 12.00 tot 17.00 uur

Meer informatie op:
www.financialinvestigator.nl

VanEck®

Access the opportunities.



Beleg in de cryptovaluta van morgen

Ethereum is niet langer de enige cryptovaluta die bitcoin op de hielen zit. Een nieuwe generatie smart contract platforms komt op:

- Sneller
- Lagere transactiekosten
- Meer capaciteit

Een nieuw, gedecentraliseerd financieel systeem ontspint zich rondom deze platformen. Zij vormen een disruptieve kracht voor de traditionele financiële sector.

Diversificeer met VanEcks kostenefficiënte ETNs:

- VanEck Vectors Solana ETN
- VanEck Vectors TRON ETN
- VanEck Vectors Polkadot ETN

Risico op verlies van kapitaal

Cryptovaluta zijn een zeer volatiele beleggingscategorie. U kunt mogelijk het volledige bedrag van uw investering verliezen. Een eventuele blootstelling aan cryptovaluta dient daarom plaats te vinden als onderdeel van een breed gespreide portefeuille.

Meer informatie: www.vaneck.com/nl/nl/digital-assets

Belangrijke kennisgeving

Uitsluitend voor informatie- en advertentiedoeleinden.

Deze informatie is afkomstig van VanEck (Europe) GmbH, Kreuznacher Straße 30, 60486 Frankfurt am Main, Duitsland. De informatie is uitsluitend bedoeld om beleggers te voorzien van algemene en voorlopige informatie en mag niet worden opgevat als beleggings-, juridisch of fiscaal advies. VanEck (Europe) GmbH en de aan VanEck (Europe) GmbH verbonden en gelieerde bedrijven (samen „VanEck“) wijzen elke aansprakelijkheid van de hand met betrekking tot beslissingen die de belegger op basis van deze informatie neemt ten aanzien van het kopen, verkopen of aanhouden van beleggingen. De visies en meningen die hier worden gegeven, zijn actueel op de datum van publicatie en kunnen worden aangepast op basis van veranderende marktomstandigheden. Bepaalde verklaringen in dit bericht kunnen ramingen en andere op de toekomst gerichte verklaringen zijn die niet overeenkomen met de werkelijkheid. VanEck geeft geen enkele garantie of waarborg, noch expliciet, noch impliciet, met betrekking tot de wenselijkheid om te beleggen in effecten of in digitale assets in het algemeen of in het in dit bericht besproken product (het „Product“) in het bijzonder, of met betrekking tot de mate waarin de onderliggende Index in staat is de rendementen van de desbetreffende markt voor digitale assets te volgen.

Beleggen brengt risico's met zich mee, waaronder mogelijk verlies van het gehele ingelegde bedrag. Lees de prospectussen en de EBI's voordat u gaat beleggen. Het prospectus kunt u raadplegen op www.vaneck.com.

Niets in dit materiaal mag in welke vorm dan ook worden veelevoudigd en er mag ook niet naar worden verwezen in andere publicaties zonder de uitdrukkelijke schriftelijke toestemming van VanEck.

Als u in het Product belegt, loopt u het risico uw inleg tot maximaal 100% te verliezen.

© VanEck (Europe) GmbH.

COVERVERHAAL

- 12 Met impact beleggen in duurzame innovatie,** Interview met Dirk Hoozemans, Triodos Investment Management

THEMA ETFs

- 22 Ronde Tafel Fixed Income ETFs**
- 32 Credit crunches vormen geen probleem voor fixed income-ETFs**
- 34 De smart home-evolutie staat nog maar aan het begin,** Interview met Martijn Rozemuller, VanEck Europe, en Peter van Rooyen, Dasym
- 36 Innovatie bij ETFs is nu vooral gericht op duurzaamheid,** State Street SPDR ETFs
- 38 Indexfondsen en ETFs van volwaardig nut bij duurzaam beleggen**

THEMA FIXED INCOME

- 40 Panelverslag De impact van China op fixed income-markten**
- 44 De uitdagingen in de obligatiemarkten te lijf met slow bond investing,** Interview met Torcaill Stewart, Baillie Gifford
- 48 De onweerstaanbare opmars van duurzame obligaties,** Interview met Saida Eggerstedt, Schroders
- 52 Panelverslag What to own in a low-yield world?**
- 56 Vijf aandachtspunten voor beleggen op de wereldwijde obligatiemarkten,** Capital Group
- 58 Partnership DCG en BNPP AM biedt versnelling groei private debt-oplossingen,** Interview met Tonko Gast, Dynamic Credit Group (partner van BNP Paribas Asset Management).
- 62 Ronde Tafel Decarbonisation of Fixed Income portfolios**

THEMA KLIMAATVERANDERING

- 72 The forest and land sector is at the nexus of some of the greatest challenges,** Interview met Geoffrey Seeto, New Forests Asia
- 74 Klimaatcrisis vraagt om gedragsveranderend leiderschap,** Roger Coenen
- 76 COP26: een beleggersperspectief,** ACTIAM
- 78 Panelverslag Klimaatverandering, Klimatrisico's en Transitierisico's**
- 82 Verantwoord beleggen wordt mainstream, maar is nog niet merkbaar,** Bekendmaking VBDO Benchmark Pensioenen 2021



Met impact beleggen in duurzame innovatie



Xi staat niet op tenen, hij breekt benen



Panelverslag What to own in a low-yield world?



62 Ronde Tafel Decarbonisation Fixed Income portfolios



78

Panelverslag
Klimaatverandering,
Klimaatrisico's en
Transitierisico's



96 Outlook 2022

THEMA OUTLOOK

- 94 Path of no return from liquidity trap,** Interview **S** with Jim Cielinski, Janus Henderson Investors
- 96 Outlook 2022**

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

- 8 Xi staat niet op tenen, hij breekt benen,** Interview met Diana Choyleva, Enodo Economics
- 16 Een pensioenfonds besturen is allang geen klaverjassen meer,** Interview met José Suarez Menendez, Het Nederlandse Pensioenfonds
- 86 De bescherming onder het Nieuwe Pensioencontract**
- 88 Maatschappelijk welzijn wint aan belang in vastgoedmarkt,** Bouwinvest
- 90 De opbouw van een Chinese aandelenportefeuille,** T. Rowe Price

COLUMNS

- 19 CFA Society VBA Netherlands:** Samen voor een individueel pensioen
- 31 Andy Langenkamp:** Totdat de bom barst
- 47 Bruno de Haas:** Rode lijnen in China
- 51 Pim Rank:** Aanwijzing vervangende benchmark: de markt wikt, de overheid beschikt
- 61 IVBN:** Terugkijkend op twintig jaar beleggingsvastgoed
- 110 Han Dieperink:** Voorspellingen voor 2022

RUBRIEKEN

- 6** Kort nieuws
- 108** Boeken
- 111** On the move special: **Krista Nauta**
- 112** On the move kort

EVENTS KALENDER

- Ronde Tafels komende periode:**
- 21 januari:** Leading women in the financial industry
 - 21 maart:** Seminar Beleggen onder het Nieuwe Pensioencontract voor pensioenfondsen

S Gesponsord

ALLEEN VOOR PROFESSIONELE BELEGGERS.

“HOE VANG IK DE ZON IN DIE ZONNEBLOEMEN?”

Vincent van Gogh (wie anders?), 1888

Een nieuwe kijk op obligatie-ETFs

Ontdek hoe Exchange Traded Funds (ETFs) oplossingen kunnen bieden in de huidige obligatiemarkt.

Beleg in grotere perspectieven.

iShares[®]
by BlackRock

Beleggingsrisico. De waarde van beleggingen en de opgebrachte inkomsten kunnen variëren. Het is niet zeker dat je je oorspronkelijke inleg terugontvangt.

Dit is een marketinguiting.

Dit is uitgegeven door BlackRock (Netherlands) B.V. BlackRock (Netherlands) B.V. is geautoriseerd en gereguleerd door de Autoriteit Financiële Markten. Statutaire zetel Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, Tel: 020 - 549 5200, Tel: 31-20-549-5200. Handelsregister nr. 17068311. Voor uw bescherming worden meestal telefoongesprekken opgenomen. © 2021 BlackRock, Inc. Alle rechten voorbehouden. 1759201

Nederlandse financiële instellingen verenigen zich om woningmarkt te verduurzamen

Twintig instellingen in de Nederlandse woning- en hypotheekmarkt, waaronder hypotheekverstrekkers, investeerders, dienstverlenende instellingen en overige partijen, hebben zich verenigd in de Energy Efficient Mortgages NL Hub (EEM NL Hub) om de Nederlandse hypotheekmarkt te verduurzamen.

In Nederland is de bebouwde omgeving verantwoordelijk voor zo'n 35% van het totale energieverbruik. Van alle gebouwen in Europa heeft onge-

veer 75% de kwalificatie 'energy inefficient', terwijl naar schatting 85% tot 95% van de bestaande bebouwing in 2050 nog in gebruik zal zijn.

Momenteel ondergaat ongeveer 1% van de gebouwen jaarlijks een verduurzamingsrenovatie. Het versnellen van de verduurzaming van de bebouwde omgeving is een belangrijke pijler in het realiseren van zowel de Europese als de Nederlandse verduurzamingsdoelstellingen zoals vastgelegd in de klimaatwet.

De hypotheekmarkt speelt volgens de EEM NL Hub een cruciale rol in de klimaat- en energie(transitie)plannen. Het samenwerkingsverband wil hieraan bijdragen door een eenduidige interpretatie te ontwikkelen voor groene hypotheek die de EU Taxonomie 'vertaalt' naar de Nederlandse woning- en hypotheekmarkt, met als doel transparantie te creëren voor zowel investeerders als consumenten.

DE AGENDA VAN

Toi van Rijn

Prioriteiten zakelijk

- Onopvallend meedenken met alles wat hier moet gebeuren. Waar nodig kom ik met oplossingsrichtingen. Alles wat belangrijk is voor deelnemers, bestuur en secretariaat van Eumedion moet geruisloos blijven doordraaien.
- Vraagbaak zijn voor deelnemers en niet-deelnemers.
- Coördinatie en behandeling van jaarplanning en vergaderschema van het Algemeen Bestuur, de commissies en het secretariaat. Verzending van vergaderstukken aan het Dagelijks Bestuur en het Algemeen Bestuur.
- Website: actueel lidmaatschap van bestuur, commissies en deelnemers bijhouden.
- Organiseren! Bestuursvergaderingen, commissievergaderingen, intern werkoverleg, kennis-sessies, ons jaarlijks symposium. Dat laatste hebben we

net gehad! Overig regelwerk: etentjes, borrels en boekingen vergaderkamers, bloemetjes, kaartjes en presentjes versturen.

Ook prioriteit

- Familie, gezin, vrienden en 'oma hond' uit het dierenasiel.
- Mantelzorg verlenen aan mijn lieve hoogbejaarde ouders, samen met broers en zussen. Graag blijf ik een nachtje logeren als ik om de 14 dagen bij hen ben.
- Muziek: ik dans graag tijdens een strandwandeling met 'oma hond' of met mijn ouders in hun woonkamer!
- 1 juni 2022: de autobiografie (mét audio-versie) over het leven van mijn ouders is dan af.
- Humor! Mijn motto? Zorg voor een glimlach op het gezicht van je medemens, ook al is het een onbekende. Je weet nooit of je op dat moment het verschil kan maken.



Opgevoed met de mentaliteit van haar ouders, échte ondernemers, beschikt Toi van Rijn over doorzettingsvermogen, inlevingsvermogen en een positieve instelling. Na tegenslagen creëert zij altijd wat nieuws. Ooit was zij horeca-ondernemer, tot zij het roer radicaal omgooide voor een kantoorbaan. Ook daar zet zij haar servicegerichte instelling 100% in: hoe men doet, hoe men ontmoet.

Schroders Capital neemt vastgoed-specialist Cairn Real Estate over

Schroders Capital heeft overeenstemming bereikt over de overname van Cairn Real Estate, een in Nederland gevestigd vastgoedfonds en asset manager met € 1,3 miljard aan beheerd vermogen.

Met deze overname breidt Schroders Capital zijn klan-tenaanbod uit en krijgt het meer toegang tot Nederlandse vastgoedexpertise met ter plaatse aanwezige beleggingsspecialisten.

Cairn, dat wordt verkocht door de Duitse vermogens-beheergroep MPC Capital, is gespecialiseerd in een reeks sectoren, waaronder logistiek, kantoren en gezondheidszorg. Het werd in 2006 opgericht en beheert assets namens institutionele beleggers, family offices en private equity-investeerders in het hele risicospectrum.



INVESCO

Crypto's verdringen goud niet als inflatiehedge

Goud is nog steeds veel kostbaarder dan voor de COVID-19-pandemie. Toch blijft het edelmetaal volgens Invesco wel onder de piek van maart 2020, hoewel de inflatierisico's en geopolitieke dreigingen zijn toegenomen. Is goud dan zijn eeuwenoude rol als hedge tegen instabiliteit en onzekerheid aan het verliezen aan de cryptomunten?

Nee, meent marktstrateeg Arnab Das van Invesco: 'Ten eerste zijn de meeste centrale banken begonnen met het normaliseren van hun beleid, waardoor de aantrekkingskracht van goud afneemt. Ten tweede hebben centrale banken in het verleden herhaaldelijk extreme staartrisico's beperkt. Centrale banken hebben alles gedaan wat nodig was tijdens de wereldwijde pandemie. Nu pakken ze de dreiging van een hoge inflatie aan. Goud is daarom minder in trek als verzekering tegen dergelijke staartrisicoscenario's van ernstige deflatie of ongecontroleerde inflatie. Ten derde kan een groot deel van de huidige inflatiedruk het gevolg zijn van de economische aanpassing aan een late of post-COVID-19-omgeving. De vraag is in een groot deel van de wereld weer aangetrokken, maar het aanbod blijft achter als gevolg van knelpunten, tekorten en mismatches op de arbeidsmarkt.'

Ondertussen hebben de cryptomunten wel de wind in de zeilen, maar zijn ze volgens Das nog geen alternatief voor goud als inflatiehedge. 'Veel centrale banken zijn niet in staat of bereid om crypto's te kopen. Bovendien heeft de aantrekkingskracht van crypto's wellicht meer te maken met hun innovatieve karakter dan met de angst voor inflatie. En ten slotte kan je goud in het slechtste geval als een veiligere haven beschouwen dan crypto's. Voor crypto's moeten financiële transacties normaal blijven verlopen. Dat is niet het geval bij goud.'

OSTRUM AM

Risico's van een harde Brexit terug van weggeweest

De risico's van een harde Brexit zijn terug van weggeweest nu het Verenigd Koninkrijk vraagt om een hervorming van het Ierse protocol, een essentieel onderdeel van het scheidingsakkoord. Dat schrijft Aline Goupil-Ragueinels, Strateeg Ontwikkelde Landen bij asset manager Ostrum AM, onderdeel van Natixis Investment Managers.

Goupil-Ragueinels stelt dat bepaalde eisen van de Britse regering rondom het Ierse protocol, dat het vrije verkeer waarborgt tussen Noord-Ierland (lid van het VK) en de Republiek Ierland, (EU-lid) onverenigbaar zijn met de regels van de EU.

Nu de onderhandelingen met de EU al een tijd in een impasse verkeren, dreigt het VK Artikel 16, dat erin voorziet dat beide partijen eenzijdig mogen ingrijpen als de afspraken leiden tot economische of maatschappelijke problemen, in werking te stellen en een aantal bepalingen te schrappen.

'De EU bereidt in dat geval vergeldingsmaatregelen voor, waaronder de mogelijkheid om de handelsovereenkomst op te schorten.' Het risico van een harde Brexit is dus opnieuw actueel, stelt de strateeg van Ostrum AM.

'Hoewel de laatste besprekingen bemoedigend lijken, blijft het VK dreigen Artikel 16 in werking te stellen. Dit zorgt voor onzekerheid die verder kan wegen op de groei in het VK en kan leiden tot een hogere volatiliteit van het pond.'

Goupil-Ragueinels vreest dat nog hardere dreigementen van het VK over artikel 16, de Bank of England (BoE) voor een dilemma stellen.

'Enerzijds zouden de risico's voor de groei de BoE ertoe moeten aanzetten een voorzichtiger houding aan te nemen en te wachten met het verhogen van de rente. Anderzijds zal de waardedaling van het pond zich vertalen in een stijging van de prijzen van ingevoerde goederen, hetgeen de inflatiedruk kan verhogen en de BoE ertoe kan aanzetten haar tarieven te verhogen.'

De impact op aandelenmarkten hangt volgens Ostrum AM af van het optreden van het VK en de reactie van de EU. 'Hoe groter deze zijn, hoe groter de risico's voor de groei. Dit zal wegen op de winstvooruitzichten voor bedrijven die het sterkst afhankelijk zijn van de interne markt. De FTSE 250-index, die een betere afspiegeling vormt van de situatie op de binnenlandse markt, zal dan ook zwaarder worden getroffen.'

De spanningen tussen het VK en de EU zullen waarschijnlijk opnieuw oplopen, waardoor het risico toeneemt dat het VK uiteindelijk actie onderneemt, concludeert Goupil-Ragueinels. 'Dit zal gevolgen hebben voor de Britse groei en de financiële markten. Het pond zal onderhevig zijn aan grote volatiliteit.'

Xi staat niet op tenen, hij breekt benen

De wereld raakt steeds meer in de greep van de polarisatie tussen de Verenigde Staten en China. Een confrontatie kan niet uitblijven. Taiwan zal de katalysator zijn. Dit gebeurt in de komende vier jaar.

Door Joost van Mierlo Fotografie Cor Salverius Fotografie

Diana Choyleva heeft zich de afgelopen jaren ontpopt als een van de meest gezaghebbende en meest spraakmakende commentatoren inzake China. Als oprichter en Chief Economist van de in Londen gevestigde economische, politieke en geopolitieke consultancyfirma Enodo Economics informeert Choyleva bedrijven en asset managers wereldwijd over Chinese aangelegenheden en waarschuwt ze voor de polarisatie tussen de Verenigde Staten en China.

Volgens Choyleva gaat het om ‘The Great Decoupling’, een term die zij heeft bedacht en waarvan zij denkt dat die de komende decennia zal bepalen. Zij merkt dat de term aanslaat, net zoals eerder gebeurde met het door Jim O’Neill, voormalig Chairman bij Goldman Sachs Asset Management, bedachte acroniem BRICs voor de opkomende markten Brazilië, Rusland, India en China.

De wereld zal verdeeld raken in twee aparte invloedssferen, zo is de overtuiging van Choyleva. Dat heeft verstrekkende gevolgen, die zowel door beleggers als door bedrijven worden onderschat. Het meest zorgwekkend is de situatie rond Taiwan, dat door China als een afvallige provincie wordt beschouwd. De terugkeer van Taiwan als provincie van China wordt door de Chinese regering als een erezaak beschouwd. Voor de VS is de bereidheid om Taiwan te verdedigen cruciaal om de status als belangrijkste wereldmogendheid te behouden.

De bevolking van Taiwan is geleidelijk aan van standpunt veranderd. Op dit moment beschouwt 60% zichzelf als Taiwanese in plaats van Chinees. Dat percentage is gestegen sinds het beleid van de Chinese

president Xi Jinping autocratischer werd. Met het de kop indrukken van het verzet in Hongkong is in Taiwanese ogen nu echt een einde gemaakt aan de ‘een land, twee systemen’-politiek, die voormalig leider Deng Xiaoping formuleerde om Taiwan te integreren.’

Durft China een militaire machtsovername van Taiwan wel aan?

‘De positie van China is de afgelopen jaren zowel op technologisch als op militair gebied aanzienlijk versterkt. Dat blijkt bijvoorbeeld uit het testen van de hypersonische raket enkele maanden geleden. Geloof maar dat dit de defensietop in de VS heel nerveus heeft gemaakt.

Een militaire machtsovername zou voor China een enorme stap zijn. Maar de militaire krachtsverhouding tussen China en Taiwan is erg sterk ten voordele van China gekeerd. Desalniettemin zal een invasie praktische problemen opleveren. Zelfs onder betere omstandigheden is een amfibische invasie de moeilijkste militaire operatie die er is.’

Maar wil China zo’n confrontatie wel?

‘Een van de dingen die westerse politici zouden moeten leren, is dat Chinezen, als het op belangrijke zaken aankomt, zeggen wat ze bedoelen. Als je de retoriek volgt, is er geen twijfel over mogelijk. Bij een van zijn laatste toespraken koppelde Xi Jinping het bereiken van de Chinese droom aan de terugkeer van Taiwan. De Partij heeft altijd gezegd dat een militaire operatie een optie is.

Voor Xi is het een soort erezaak. Hij ziet zichzelf als een man met een missie. Hij wil de Chinese geschiedenisboekjes in-

‘Een van de dingen die westerse politici zouden moeten leren, is dat Chinezen, als het op belangrijke zaken aankomt, zeggen wat ze bedoelen.’



CV

Diana Choyleva

Diana Choyleva is Hoofdeconoom bij Enodo Economics, een onafhankelijk consultancybedrijf, gespecialiseerd in macro-economische en politieke prognoses. Deze firma heeft zij in 2016 opgericht. De focus van Enodo ligt op China. Eerder werkte Choyleva als Hoofdeconoom en Hoofd Research bij Lombard Street Research. Zij werd vooral bekend om haar analyses inzake China en het boek dat ze in 2011 schreef: 'The American Phoenix - and why China and Europe will struggle after the coming slump.'

gaan. Dat zal hem niet lukken met het bereiken van de 'Common Prosperity', oftewel de 'Gematigde Welvaart voor Iedereen', wat zijn economische streven is. Dat is belangrijk, maar als hij de eenwording van het land tot stand brengt, is zijn rol historisch.'

Het klinkt als een bijna persoonlijke passie.

'Voor de Partij is het een heilige missie. Alles wat Xi Jinping tot nu toe heeft gezegd en gedaan, wijst erop dat hij degene wil zijn die dit zal bereiken.'

Hoe krachtig is Xi?

'Ik noem hem de meest machtige leider uit de geschiedenis van China. Dat heeft overigens niet alleen met zijn positie binnen de partij te maken. Ook Mao en Deng waren wat dat betreft heel krachtig. Maar de economische macht van China is vandaag de dag onvergelijkbaar met die van het armlastige China onder Mao. En met Deng begon de economische opgang pas.'

Maar zo'n krachtige positie roept toch altijd verzet op?

'Verzet is moeilijk in China. Met de moderne technologische mogelijkheden die er zijn, wordt iedereen in de gaten gehouden. Dat is aanzienlijk versterkt sinds de revoluties in Arabische landen tijdens de Arabische Lente. Dat zorgde voor enorme angst binnen de Communistische Partij. Ik denk niet dat een revolutie mogelijk is in China, behalve misschien als er een totale hongersnood uitbreekt.'

Hoe zit het met het verzet in de eigen partij?

'Er zijn enkele recente signalen dat er wrijving is in de top van de partij. Maar het is onduidelijk of we hier te maken hebben met een paranoïde angst van Xi zelf, of dat er ook echt sprake is van serieus verzet.'

De Chinese Communistische Partij is een black box die moeilijk te doorgronden is. We weten dat Xi opereert

met een kleine groep van vertrouwelingen. We weten ook dat hij harde maatregelen niet schuwt. Hij staat niet gewoon maar op een paar tenen, hij breekt benen. Dat blijkt bijvoorbeeld uit de manier waarop hij miljardairs als Jack Ma aanpakt.'

Heeft de succesvolle COVID-19-aanpak niet alle kritiek gesmoord?

'Het klopt dat de COVID-19-uitbraak de potentie had om een Tsjernobyl-moment voor China te worden. In zijn behandeling van het probleem hield Xi daar ook rekening mee. Het is met terugwerkende kracht interessant om te zien wie begin vorig jaar naar voren werden geschoven om de problemen te adresseren. Dat zouden de zondebokken zijn geweest op het moment dat het mis zou gaan.'

Maar het ging niet mis. Xi strijkt nu zelf met de eer van de succesvolle aanpak. Als het al een echt succes is. Want het is nu lastig om van de zero tolerance-strategie af te dwalen. In het uitvaardigen van een uitgaansverbod en het handhaven daarvan is China moeilijk te evenaren. Maar het land is achtergebleven met het ontwikkelen van vaccins. Er wordt wel gevaccineerd, maar deze vaccins zijn aanzienlijk minder effectief dan die in het Westen. De rest van de wereld leert om met COVID-19 te leven. Voor China resteert vanwege politieke redenen geen andere mogelijkheid dan vast te houden aan het zero tolerance-beleid.'

Heeft het succes van de COVID-19-strategie en het stijgende aanzien binnen zijn eigen partij een conflict met Taiwan dichterbij gebracht?

'Dat denk ik niet. Die confrontatie zat er al langer aan te komen. Als de COVID-19-strategie volledig mislukt was, zou er sprake hebben kunnen zijn van een vertraging. Maar de escalatie rond de situatie in Taiwan heeft met andere zaken te maken.'

>



Op welke zaken doelt u?

'Het heeft vooral met Xi zelf te maken. Binnen de partij is altijd gezegd dat Taiwan in 2049, een eeuw na de communistische revolutie, weer herenigd moest zijn met China. De vraag is waarom die ultieme datum in de afgelopen jaren naar voren is gehaald. Dat heeft waarschijnlijk met Xi te maken. Hij heeft niet het eeuwige leven. Gezien zijn leeftijd kan hij tot zeg maar 2035 een effectieve leider zijn.

Maar zo lang wil Xi niet wachten. De meest belangrijke aanwijzing daarvoor is te vinden in Hongkong. Xi heeft afscheid genomen van de gedachte dat het mogelijk is om in China met twee systemen te werken. Dat heeft er feitelijk voor gezorgd dat een vredelievende oplossing in Taiwan niet langer tot de mogelijkheden behoort. China zal Taiwan volledig willen integreren, op dezelfde manier zoals dat nu gebeurt in Hongkong.'

Taiwan zal zich natuurlijk verzetten, geholpen door de Verenigde Staten.

'Niemand weet precies wat er zal gebeuren. Taiwanese denken zelf, als we uitgaan van een niet-nucleaire oorlog, dat ze een tot twee weken weerstand kunnen bieden in het geval van een Chinese invasie van het land. Dat is natuurlijk niet lang.

De rol van de VS is onduidelijk. De belangrijkste risicocalculatie die Xi Jinping moet maken, is of de Amerikanen uiteindelijk Taiwan gaan beschermen of niet. Maar de VS richt zich met zijn militaire strategie steeds meer op de Indo-Pacific. Daardoor ziet China de mogelijkheden verminderen om Taiwan in zijn schoot terug te krijgen. Er is sprake van een dynamiek die een eigen leven is gaan leiden.'

Hoe reageren de Taiwanese op deze situatie?

'Het is verrassend hoe weinig zorgen Taiwanese zich maken over de ontwikkelingen. Het is alsof ze zich niet bewust zijn van de veranderende wereld. Ik denk dat ze zich serieus de vraag moeten stellen of ze

wel in Taiwan willen blijven. Ze moeten zich, als ze blijven, afvragen of ze voor hun leven willen vechten. Het zou onredelijk zijn om op de steun van de VS en andere mogelijkheden te rekenen als de eigen bevolking niet bereid is om zichzelf te verdedigen.'

Wat betekenen de spanningen voor ondernemingen die afhankelijk zijn van Taiwanese halfgeleiders?

'Het betekent dat ze zich ernstige zorgen moeten maken. Ze moeten op zoek naar mogelijke alternatieven. Zelfs als een militair conflict in Taiwan wordt vermeden, voorzie ik een wereld met een Amerikaanse invloedssfeer en met een Chinese invloedssfeer. Die landen hebben beide te maken met hun eigen bevoorradingsystemen. Er dreigt een einde van de globalisering zoals we die de afgelopen decennia hebben leren kennen. Het is de wereld waar we mee te maken krijgen.'

Hoe vertaalt de situatie in Taiwan zich voor de wereldeconomie en wereldwijde markten?

'Op dit moment lijkt Beijing te kiezen voor het opvoeren van de spanningen zonder tot oorlog over te gaan. De druk op de zogenoemde grijze zone wordt wel opgevoerd. Taiwan is daardoor niet langer een randprobleem voor specialisten. Het verdient de aandacht van zowel bedrijven als andere landen.

De activiteiten van de Chinese marine en de militaire operaties in de wateren rondom Taiwan stijgen. Dat geldt ook voor de vlootbewegingen van de Amerikaanse vloot en die van bondgenoten van de VS. Het grootste risico op dit moment is dat een confrontatie wordt veroorzaakt als

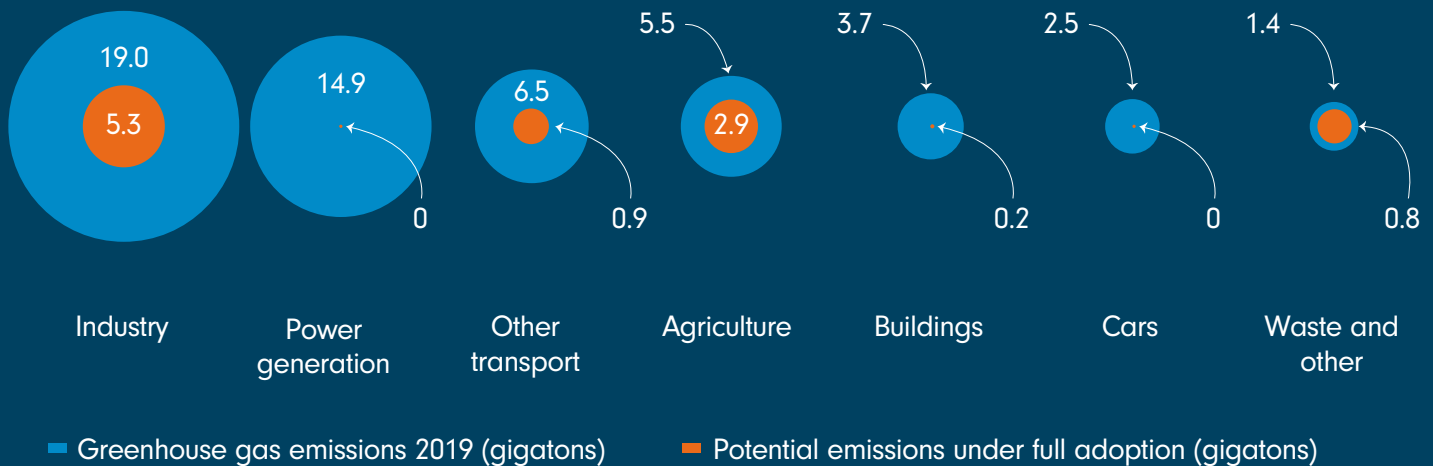
gevolg van een op zichzelf niet veelbetekenend ongeluk.

Beleggers kijken normaal gesproken vooral naar centrale banken om hun risicobeleid te bepalen. Maar geopolitieke overwegingen worden steeds belangrijker. Dat zal de komende jaren alleen maar sterker worden.' ■

'Het is verrassend hoe weinig zorgen Taiwanese zich maken over de ontwikkelingen. Het is alsof ze zich niet bewust zijn van de veranderende wereld.'

Net zero needs decarbonisation solutions.

Potential emission cut across industries.



Source: Fidelity International, January 2021. Calculations are based on multiple sources including reliable secondary research, company filings and Fidelity analyst estimates.



Despite global cooperation on climate change, a chasm remains between government plans to cut emissions and the shared goal of net zero by 2050. Nascent decarbonisation solutions may help bridge the gap.

READ MORE:
 scan the QR code
 to learn more about
 climate solutions



Important Information: This document is provided for information purposes only and is intended only for the person or entity to which it is sent. It must not be reproduced or circulated to any other party without prior permission of Fidelity. This does not constitute a distribution, an offer or solicitation to engage the investment management services of Fidelity, or an offer to buy or sell or the solicitation of any offer to buy or sell any securities in any jurisdiction or country where such distribution or offer is not authorised or would be contrary to local laws or regulations. Fidelity makes no representations that the contents are appropriate for use in all locations or that the transactions or services discussed are available or appropriate for sale or use in all jurisdictions or countries or by all investors or counterparties. This communication is not directed at, and must not be acted on by persons inside the United States and is otherwise only directed at persons residing in jurisdictions where the relevant funds are authorised for distribution or where no such authorisation is required. Fidelity is not authorised to manage or distribute investment funds or products in, or to provide investment management or advisory services to persons resident in, mainland China. All persons and entities accessing the information do so on their own initiative and are responsible for compliance with applicable local laws and regulations and should consult their professional advisers. Reference in this document to specific securities should not be interpreted as a recommendation to buy or sell these securities, but is included for the purposes of illustration only. Investors should also note that the views expressed may no longer be current and may have already been acted upon by Fidelity. The research and analysis used in this documentation is gathered by Fidelity for its use as an investment manager and may have already been acted upon for its own purposes. This material was created by Fidelity International. Past performance is not a reliable indicator of future results. This document may contain materials from third-parties which are supplied by companies that are not affiliated with any Fidelity entity (Third-Party Content). Fidelity has not been involved in the preparation, adoption or editing of such third-party materials and does not explicitly or implicitly endorse or approve such content. Fidelity International refers to the group of companies which form the global investment management organization that provides products and services in designated jurisdictions outside of North America Fidelity, Fidelity International, the Fidelity International logo and F symbol are trademarks of FIL Limited. Fidelity only offers information on products and services and does not provide investment advice based on individual circumstances. Issued in Europe: Issued by FIL Investments International (FCA registered number 122170) a firm authorised and regulated by the Financial Conduct Authority, FIL (Luxembourg) S.A., authorised and supervised by the CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier). ED21 - 154



Met impact beleggen in duurzame innovatie

Het Triodos Pioneer Impact Fund heeft de Financial Investigator Impact Investing Award 2021 in de categorie ‘Public Funds’ gewonnen. Fondsbeheerder Dirk Hoozemans legt het succes van het fonds, dat wereldwijd in beursgenoteerde aandelen van kleine en middelgrote bedrijven belegt, vooral bij de definiëring van zeven duurzame transitiesthema’s én bij een viertraps beleggingsproces dat begint met een positieve selectie.

Door Harry Geels Fotografie Kees Rijken

Gefeliciteerd met het winnen van de Financial Investigator Impact Investing Award 2021 in de categorie ‘Public Funds’. Wat zijn de doelstellingen van het Triodos Pioneer Impact Fund?

‘Dank voor de felicitatie. Het is een mooie erkenning voor het Triodos Pioneer Impact Fund, een fonds dat investeert in kleine en middelgrote beursgenoteerde bedrijven die actief bijdragen aan innovatieve en duurzame oplossingen voor de toekomst. We streven positieve sociale en ecologische impact na met een risicogewogen rendement dat over de middellange termijn op zijn minst in lijn is met de markt. Het fonds is ingedeeld bij categorie 9 van de SFDR en heeft duidelijke doelstellingen ten aanzien van impact, die samenkomen in zeven beleggings-thema’s. In deze zeven transitiethema’s proberen we ondernemingen te vinden die met hun producten of diensten een oplossing bieden voor de maatschappelijke uitdagingen waar we voor staan.

De thema’s adresseren de uitdagingen zoals neergezet in de zeventien SDGs van de VN. Hoewel we proberen een zo breed mogelijk net te gooien om de SDGs, ook om een brede spreiding te realiseren, worden er wel accenten gelegd. Het ene SDG laat zich nu eenmaal wat beter beleggen dan de andere. Een van de onderscheidende punten van dit fonds is dat we met een duidelijke impact-rapportage aantonen wat de geleverde bijdrage is van het fonds aan de zeventien SDGs. Onze transitiethema’s, in combinatie met strikte minimumstandaarden, zorgen ervoor dat we heldere keuzes kunnen maken ten aanzien van de beursgenoteerde bedrijven waarin we wel of juist niet beleggen en hoe we dus impact kunnen realiseren met onze beleggingen. De impact van onze beleggingen

wordt verder versterkt door te stemmen op aandeelhoudersvergaderingen en door engagementdialogen met bedrijven aan te gaan.’

Impactfondsen schieten als paddenstoelen uit de grond. Wat vindt u van deze ontwikkeling?

‘Impactbeleggen wordt inderdaad steeds populairder. Enerzijds is het goed dat steeds meer beleggers impact nastreven, anderzijds betekent dit dat we als Triodos steeds beter ons best moeten doen om voorop te blijven lopen. Thought leader blijven, is echter een uitdaging die we graag aangaan. De keerzijde van de medaille van de toenemende populariteit van impactbeleggen is wel dat green- of rainbow-washing meer en meer een reëel gevaar vormt, hetgeen weer een verkeerde uitstraling op onze business kan hebben. De toenemende regelgeving, zoals de SFDR en de taxonomie die er nog aan komt, gaat beleggers naar verwachting wel helpen om door de bomen het bos te zien.’

Waarom hebben we impactbeleggen nodig om de uitdagingen van dit moment het hoofd te bieden?

‘Er zijn te veel uitdagingen om ze allemaal op te noemen, maar laat ik er een aantal uitlichten. De eerste is demografisch van aard: vergrijzing, snelle bevolkingsgroei en verstedelijking. De tweede uitdaging betreft onze planeet, of meer specifiek het steeds schaarser worden van hulpbronnen, de opwarming van de aarde en de achteruitgang van de biodiversiteit. Ten derde zien we een steeds groter wordende ongelijkheid in inkomen, vermogen, toegang tot gezondheidszorg en technologie. Ook zijn er verschillende benaderingen van omgang met sociale inclusie en diversiteit. We kunnen natuurlijk niet al deze uitdagingen

‘In zeven transitiethema’s proberen we ondernemingen te vangen die met hun producten of diensten een oplossing bieden voor de maatschappelijke uitdagingen waar we voor staan.’

via de beurs oplossen, maar middels onze manier van impactbeleggen kunnen we wel een positieve bijdrage leveren aan de transitie naar een beter systeem.

Meer in algemene zin kun je stellen dat impactbeleggen een rol speelt bij het adresseren van wereldwijde uitdagingen vanwege het sturende karakter van de beleggingen. De termen ‘intentionality’ en ‘directionality’ zijn daarbij belangrijk: bedrijven waarin we als impactbelegger beleggen, dienen de intentie te hebben om positieve impact te realiseren en ook de juiste richting op te bewegen. Wat we wel zien, is dat er vaak vooral naar ESG-scores wordt gekeken. Voor ons zijn ESG-scores belangrijk, maar niet zaligmakend. Bedrijven die zich sterk maken om duurzamer te worden, sluiten we a priori niet uit, mits ze aan onze strikte standaarden voldoen. Elk bedrijf heeft een ‘handprint’, het ‘wat’, en een ‘footprint’, het ‘hoe’. Het ‘wat’ is bij ons belangrijker dan het ‘hoe’. Dat eerste zit vaak niet goed in de ESG-scores verwerkt, maar daar zit wél de essentie van impact. We maken altijd een vijf jaar vooruitkijkende duurzaamheidsanalyse. Hoe gaan over die periode bijvoorbeeld de CO₂-uitstoot, het waterverbruik of de diversiteit van het personeel zich ontwikkelen bij een bedrijf dat een product of dienst met positieve impact levert?’

Met welke meer specifieke impactthema’s proberen jullie de wereld een duwtje in de rug te geven?

‘We hebben de eerder besproken grote uitdagingen naast de SDGs gelegd en vervolgens zeven belegbare duurzame transitiethema’s gedefinieerd: 1) duurzame voeding en agricultuur, 2) hernieuwbare grondstoffen, 3) circulaire economie, 4) duurzame mobiliteit en infrastructuur, 5) innovatie voor duurzaamheid, 6) welvarende en gezonde mensen en 7) een inclusieve samenleving. Alle bedrijven waarin door het fonds wordt geïnvesteerd, vallen in een van deze transitiethema’s.

Welke kernpunten heeft jullie beleggingsbeleid en hoe ziet het beleggingsproces eruit?

‘Ons proces kent vier grote stappen. De eerste stap, en daarin zijn we volgens mij redelijk uniek, is positieve selectie of ideeëngeneratie op basis van de hiervoor

besproken zeven transitiethema’s. Op allerlei manieren kunnen we op een interessant bedrijf stuiten:

door diepgaande sector kennis, via de media, door bezoek aan een conferentie of door eigen research. Vervolgens wordt vastgesteld of dat idee past binnen een van onze zeven transitiethema’s, of het bedrijf groot en verhandelbaar genoeg is om in te beleggen en of het zich qua bedrijfsactiviteiten ook in de goede richting beweegt. De tweede stap gaat over uitsluitingen. Wij hanteren strenge standaarden ten aanzien van producten, processen en internationale richtlijnen en wet- en regelgeving waar bedrijven aan moeten voldoen. In de praktijk betekent dit dat veel bedrijven die in stap 1 naar voren zijn gekomen in stap 2 afvallen. Als zo’n standaard pas later, dus nadat het aandeel in het fonds is opgenomen, wordt geschonden, door bijvoorbeeld een duidelijke controverse, een overname of het ontplooiën van nieuwe activiteiten, dan hebben we drie maanden de tijd om er afscheid van te nemen.

In de derde stap wordt een geïntegreerde klassieke financiële, strategische én duurzaamheidsanalyse gedaan. Hier speelt materialiteit een belangrijke rol: wat zijn de belangrijke duurzaamheidsrisico’s en -kansen? In deze stap worden ook duurzaamheidsscenario’s gemaakt, bijvoorbeeld: wat gaat verduurzaming van processen of de introductie van een CO₂-belasting betekenen voor de groei, winst en investeringen van een bedrijf? In tegenstelling tot bij veel andere partijen is de duurzaamheidsanalyse dus niet gebaseerd op ratings van derde partijen, die vaak terugkijkend van aard zijn en de kwaliteit van rapportage meten in plaats van de kwaliteit van gedrag. Bij ons is de duurzaamheidsanalyse vooruitkijkend en gebaseerd op eigen inzichten omtrent de materiële duurzaamheidsvraagstukken van de betreffende onderneming. Uiteindelijk komen we hier ook tot een waardebeoordeling van aandelen. Tot slot gaat de fondsbeheerder hiermee aan de slag: welke bedrijven worden eventueel gekocht en tegen welke positiegrootte?’

Hoe ziet de portefeuille er op dit moment uit?

‘De portefeuille wordt bottom-up samengesteld, met een top down sanity check, waarin we kijken of alle transitie-

Dirk Hoozemans

Dirk Hoozemans werkt sinds 2017 bij Triodos Investment Management als Fondsmanager van het Triodos Pioneer Impact Fund. Daarvoor werkte hij bij Robeco, waar hij verschillende portefeuillebeheerfuncties bekleedde, waaronder Portfoliomanager van het Robeco Global Energy Fund en Co-Portfoliomanager van het Robeco NV Fund.



thema's goed vertegenwoordigd zijn en of we niet al te grote regionale afwijkingen hebben. Wat betreft de

regio-allocatie hebben we op dit moment een neutrale wegging in Europa, en zijn we onderwogen in de Verenigde Staten en overwogen in Japan. De onderweging in de VS komt enerzijds door de hoge waarderingen van de individuele bedrijven en anderzijds doordat de VS nog altijd achterloopt op duurzaamheidsgebied. We zien grote loonkloven en daarnaast worden winsten per aandeel sterk ondersteund door inkoop van eigen aandelen, of worden boekhoudregels flexibel geïnterpreteerd om beter voor de dag te komen of hoge bonussen mogelijk te maken.

Aan de andere kant is de Japanse beurs juist relatief goedkoop en zet het land wat betreft duurzaamheid grote stappen vooruit, vooral na de introductie van de Corporate Governance Code in 2015. Japanse bedrijven zijn in hun beleid en bedrijfsvoering ook steeds meer de SDGs gaan omarmen. Ze zijn ook beter gaan rapporteren over duurzaamheid.

Sectoraal kunnen we wel flink afwijken van de index. Traditionele op koolwaterstof gebaseerde energie- en nutsbedrijven hebben we bijvoorbeeld niet en ook weinig Financials halen de selectie. Veel banken lenen bijvoorbeeld nog altijd geld aan 'verkeerde' bedrijven en veel verzekeraars beleggen nog altijd in bijvoorbeeld fossiele brandstoffen, tabak of de wapenindustrie. Overwogen zijn industriële en technologiebedrijven, alsmede de gezondheidssector. Wat betreft stijl domineren de groeibedrijven, wat ook in de fondsresultaten tot uiting komt. Vorig jaar had groei een goed jaar en deed ons fonds het ook uitstekend. In 2021 is groei in wat uitdagendere marktomstandigheden terechtgekomen en doen juist waarde aandelen het

goed. Verder houden we ons aan de SICAV-spreidingsregels, wat er bij ons praktisch op neerkomt dat wij de grootste 'holding' op maximaal 4% houden.'

Is impactbeleggen risicovoller dan gewoon ESG-beleggen?

'Op de korte termijn wellicht wel, omdat impactbeleggen potentieel meer afwijkt van de benchmark, in het geval van ons fonds is dat de MSCI World Small & Mid Cap Index. Op de lange termijn denken wij dat de risico's lager zijn als gevolg van de manier waarop het economisch systeem zich zal ontwikkelen, waardoor de benchmark eerder onze kant op zal bewegen. Ik probeer eigenlijk altijd het woord 'benchmark' te vermijden, omdat we benchmark-agnostisch beleggen. We zien het meer als een referentie-index, maar zeker niet als het vertrekpunt voor het samenstellen van een portefeuille.'

Triodos IM profileert zich nadrukkelijk als impactbelegger. Waar ligt het onderscheid met andere vermogensbeheerders?

'Impactbeleggen is alles wat we doen bij Triodos. Sterker nog, Triodos Bank is veertig jaar geleden opgericht met het oog op het financieren van positieve sociale en ecologische impact. Bij veel grotere spelers is impactbeleggen vaak een van de vele takken van sport, en niet de enige. Vier jaar geleden hebben we als Triodos Investment

Management besloten alles met betrekking tot beleggen op de beurs in huis te gaan doen, waar we voorheen alleen duurzaamheidsonderzoek in huis deden en de rest uitbesteedden aan andere partijen. Destijds zijn veel teamleden van andere vermogensbeheerders naar Triodos gekomen. En we breiden nog altijd uit. Dat is ook nodig om voorop te kunnen blijven lopen.' ■

'Een van de onderscheidende punten van dit fonds is dat we met een duidelijke impactrapportage aantonen wat de geleverde bijdrage is van het fonds aan de zeventien SDGs.'

Een pensioenfonds besturen, is allang geen klaverjassen meer

Zijn naam wekt soms andere verwachtingen. Spreekt hij wel Nederlands? Jazeker, hij is gewoon geboren en getogen in Amsterdam, als zoon van een Spaanse vader en een Nederlandse moeder. Financial Investigator sprak met José Suarez Menendez, Bestuursvoorzitter van Het Nederlandse Pensioenfonds en Directeur van Bedrijfstakpensioenfonds Levensmiddelen en Stichting Pensioenfonds Wonen.

Door Lies van Rijssen

‘Op Aruba ben ik besmet geraakt met het pensioenfondsvirus. Ik heb daar elf jaar gewoond en gewerkt. Ik had een adviesbureau voor financiële planning en advies. Op een zeker moment werd een pensioenfonds mijn cliënt. Het verzoek was het fonds te ondersteunen door deelnemers te informeren en nieuwe klanten te werven. Het pensioenfonds - voor de toeristische sector op Aruba, er zijn daar nogal wat hotels - kende geen verplichtstelling, maar wilde graag groeien. Zo begon mijn pensioenloopbaan.

Een jaar later vroeg dit pensioenfonds, dat er in die tijd niet erg florissant voor stond, of ik voorzitter van het bestuur wilde worden. Ik had wel wat ideeën over een aanpak voor verbetering van de situatie, maar wilde daarover eerst in gesprek met de Centrale Bank en een actuaaris. Toen de Bank aangaf mijn aanpak haalbaar te vinden, heb ik ‘ja’ gezegd tegen het bestuur. De wetgeving op de eilanden lijkt veel op de oudere Nederlandse wetgeving. De

‘landsverordening’ over pensioen, bijvoorbeeld, was geënt op onze oude PSW.

Terug in Nederland heb ik aanvankelijk nog korte tijd buiten de pensioenwereld gewerkt, tot er een vacature voorbijkwam vanuit FNV Bondgenoten voor een Beleidsmedewerker Pensioenen die ook geschikt was om zitting te nemen in pensioenfondsbesturen. Vanaf dat moment ben ik in Nederland verdergegaan in de pensioensector. Inmiddels stel ik vast dat er geen leuker werkgebied bestaat. Pensioen is complex en daardoor uitdagend. Natuurlijk kan je op meer gebieden een intellectuele uitdaging vinden, maar het leuke aan de pensioenwereld is dat pensioen maatschappelijk relevant is. Mensen hebben hun pensioen nodig om van te leven. Dat is belangrijk voor ze.

Ik ben voorzitter van een algemeen pensioenfonds, een APF dus. APF-en zijn geen aparte tak van sport

‘Het gaat bij een APF om het in stand kunnen houden van een bepaalde mate van eigenheid én het aansluiting zoeken bij partijen die zich bij die karakteristieken ook thuis voelen en ervoor voelen om naar het grote verband over te stappen.’

CV

José Suarez Menendez



José Suarez Menendez is sinds 2016 Voorzitter van Het Nederlandse Pensioenfonds. Daarnaast is hij Directeur van de bestuursbureaus van Stichting Pensioenfonds Wonen en Bedrijfstakpensioenfonds Levensmiddelenbedrijf. Suarez Menendez leerde de pensioenwereld kennen op Aruba, waar hij Bestuursvoorzitter en later Directeur was van Pension Fund Tourism Sector Aruba. Na zijn terugkeer in Nederland werkte hij vanaf 2009 bij diverse pensioenfondsen, onder meer als Bestuurslid, Werknemersvoorzitter en Directeur.

in de pensioenwereld. Natuurlijk, anders dan ‘gewone’ pensioenfondsen (BPF-en en OPF-en) hebben ze een groeiambitie en een APF kent financieel van elkaar gescheiden kringen die we mogen ringfencen binnen het APF. Maar verder blijven APF-en pensioenfondsen, die binnen de kringen met alle vraagstukken te maken hebben waar ieder ander fonds ook mee van doen heeft. De groeiambitie van APF-en maakt deze pensioenfondsen echter wel weer tot een op zichzelf staand fenomeen. Doordat wij ons ook richten op het opzetten van nieuwe kringen en het werven van pensioenfondsen die bij ons aansluiten, verschilt ons fonds wezenlijk van een BPF waar een verplichtstelling aanwezig is. Wij moeten fondsen ervan overtuigen dat het goed voor ze is om zich bij ons aan te sluiten. Ik ken de wereld van de BPF-en ook. Ik ben momenteel Directeur van het bestuursbureau van twee BPF-en. De ene rondt eind dit jaar een CWO af en liquideert daarna. Bij de andere richten we ons vooral op handhaving van de verplichtstelling, zodat iedereen die in het fonds moet deelnemen ook daadwerkelijk deelneemt.

Een APF kan veel pensioenfondsen in de toekomst een thuishaven bieden, juist omdat de gewenste diversiteit vanwege al die verschillende kringen bij een APF een gegeven is. Deze diversiteit valt binnen een BPF moeilijk te organiseren. BPF-en kennen doorgaans nog wel wat verschillende en van elkaar afwijkende regelingen, maar

dat zijn meestal erfenissen uit het verleden, overgangs- of excedentregelingen. Dat is van een heel andere aard dan de diversiteit binnen een APF. We nemen in onze kringen fondsen op zoals ze zijn, met handhaving van hun pensioenregeling en voorkeuren op het gebied van solidariteit, risicohouding of ESG-beleid. Dat zorgt voor behoud van meer eigen karakteristieken dan mogelijk zou zijn wanneer zo’n fonds zich aansluit bij een BPF. Dan gaat zo’n pensioenfonds uiteindelijk toch op in de regeling van dat BPF.

Het gaat bij een APF dus om het in stand kunnen houden van een bepaalde mate van eigenheid én het aansluiting zoeken bij partijen die zich bij die karakteristieken ook thuis voelen en ervoor voelen om naar het grote verband over te stappen. Maar uiteindelijk is er wel een grens aan het aantal kringen dat het bestuur kan bedienen en managen. Er zit ook gewoon een einde aan de dag, met hoeveel plezier en energie we binnen ons APF ook aan de slag zijn. De hele sector van losse fondsen naar losse kringen overpompen biedt de deelnemer trouwens ook geen meerwaarde in de zin van een goedkopere en efficiëntere uitvoering. En juist dat is het onderscheidend vermogen dat de APF-moeten kunnen bieden. Zij willen het vliegwiel zijn in het aanzwengelen van meer efficiëntie tegen lagere kosten. Zodat meer geld van de inleg voor pensioen daadwerkelijk naar de opbouw van pensioen kan gaan en er minder hoeft te worden uitgeven aan >

‘Veel van mijn zakelijke prioriteiten zullen in 2022 uiteraard in het teken staan van het traject naar het nieuwe stelsel.’

kosten van het beheer van de pensioenen. Ook voor de overgang naar het nieuwe stelsel willen we er zijn voor de fondsen die op zoek zijn naar een oplossing. Door samen met ons de reis te maken naar het nieuwe stelsel, kunnen ze zich een hoop kosten en zorgen besparen. Samen met de andere kringen de vraagstukken oppakken is een stuk goedkoper dan ieder voor zich.

In de pensioenwereld heeft in de afgelopen pakweg tien jaar een gigantische professionaliseringsslag plaatsgevonden. Toen ik bij FNV Bondgenoten begon, was het tamelijk gemakkelijk om pensioenfondsbestuurder te worden. Dat proces is enorm aangescherpt. Je plaatst als werkgever of werknemersorganisatie niet meer zomaar even iemand in een fondsbestuur onder het motto dat je na een korte opleiding bij een of ander instituut de rest van het vak gaande de rit wel oppakt. Die tijd is voorbij. Voorgoed. Het Eisenpakket waaraan bestuurders in spe moeten voldoen, is steeds verder uitgedijd. De hoeveelheid wet- en regelgeving is sterk toegenomen. Je moet als pensioenfondsbestuurder veel meer dan vroeger. Dat is terecht! Ik herinner nog even aan de uitspraak van Gerrit Zalm van nog niet eens zo heel lang geleden dat je ‘als je in een pensioenfondsbestuur gaat zitten, moet zorgen in ieder geval met zijn vieren te zijn, want dan kan je nog klaverjassen.’ Die gedachtegang is al jaren volstrekt achterhaald. Pensioenfondsbesturen vergaderen meerdere keren per maand en hebben een bomvolle agenda.

Het stelsel zelf heeft zich ook doorontwikkeld, onder andere door de instelling van het APF. En nu komt er zoals bekend een heel nieuw pensioenstelsel aan. We hebben nog heel wat discussie over de precieze inrichting en afstemming daarvan voor de boeg. Maar gelukkig staat wel vast dat we afscheid nemen van het huidige FTK. De werking van ons huidige stelsel is op dit moment niet meer uit te leggen aan deelnemers. Door de rentestanden mogen we maar weinig nettorendement verwachten, kampen veel fondsen met lage dekkingsgraden en moeten sommige deelnemers en gepensioneerden kortingen accepteren. Ik krijg het mijn eigen moeder niet meer uitgelegd. Zij heeft echt het idee dat er iemand met zijn hand in de pot zit en daar geld uithaalt. Dat het goed gaat met de economie maar de dekkingsgraad daalt, is voor haar onbegrijpelijk. Het is alsof pensioenfondsen geen beleggingsrendement weten te behalen, terwijl veel fondsen daar toch juist wél goed in slagen. Van de rol van

de rente raken we nooit helemaal af, maar het zichtbaar maken van de potjes waarin mensen hun

vermogen kunnen zien toenemen, gaat naar mijn idee verhelderend werken. Of we dan met een beschermingsrendement gaan werken en afslagen maken die het stelsel opnieuw zodanig complex maken dat niemand het meer kan volgen? Ik hoop het niet. Als ook het nieuwe stelsel weer te complex wordt om uit te leggen, hebben we echt een grote kans gemist. Als we het begrijpelijk kunnen houden, kan het vertrouwen in pensioen en pensioenfondsen juist weer toenemen.

Veel van mijn zakelijke prioriteiten zullen in 2022 uiteraard in het teken staan van het traject naar het nieuwe stelsel. Hopelijk houdt Den Haag het tempo erin. Verder zal het belang van ESG in de sector en de fondsen waarbij ik betrokken ben alleen maar verder toenemen en zullen we verder werken aan het bouwen van de bestuurlijke teams en aan onszelf. Alles om efficiënter te zijn en nog beter te kunnen focussen op wat ertoe doet voor deelnemers. Het gaat erom dat we onze tijd besteden aan de juiste dingen, aan de organisatie van het pensioenfonds in al zijn rollen met inbegrip van alle gremia en de bestuursondersteuning. Dat moet een goede geoliede machine zijn waarin alle gremia zich optimaal kunnen ontwikkelen en zich kunnen richten op hun taken in het belang van de deelnemer voor wie we het pensioen organiseren. We moeten bij de oneindige stroom van wetgeving, kaders en de vele hoepeltjes waar we doorheen moeten springen nooit uit het oog verliezen dat alles primair gaat om het realiseren van het pensioen voor de deelnemer. Dat moet steeds in beeld blijven. Al het andere moet niet meer zijn dan het gevolg van hoe het wettelijk dan wel technisch georganiseerd wordt.

Er is soms minder leven naast de pensioenen dan ik zou willen. Ik probeer af en toe een rondje te golfen. Leuke dingen te ondernemen met mijn vrouw. Onze dochter is inmiddels het huis uit. Nu het slot weer een beetje van de deur mag - al is het de vraag hoe lang dat zo kan blijven - hopen we weer meer naar concerten te gaan en weer meer te gaan dansen. We dansen graag salsa en merengue en volgen flamenco-lessen. Mijn vrouw is van Aruba. Door alles heen houdt de muziek uit Latijns-Amerika en de Caraïben ons op de been.’ ■

Samen voor een individueel pensioen

De maatschappij wordt steeds individualistischer. En ons pensioen ook. Voor iedereen een eigen potje met pensioeneuro's. Wat betekent dat voor deelnemers? Gevoelsmatig en in de praktijk? En hoe beleg je in een individualistische wereld?

De verzuiling is afgebrokkeld, de verzorgingsstaat wordt almaar kleiner en we zitten uren per dag verzonken in ons eigen kleine wereldje van blauw licht. Gelukkig hebben we elke paar jaar nog een voetbalkampioenschap en rijden Tom Dumoulin en Mathieu van der Poel 's zomers voor de zege in de Tour de France. Zo hebben we toch nog een stukje collectieve beleving in een individuele samenleving.

Individualisering heeft gevolgen voor het pensioen. De demografische ontwikkelingen, de veranderende arbeidsmarkt, de stijgende welvaart en de wens tot persoonlijke arbeidsvoorwaardenpakketten. Alles leidt tot pensioenopbouw met individuele kapitalen. Die trend is niet nieuw. De afgelopen tien jaar is de markt voor premiepensioeninstellingen, als protagonist van DC-pensioen, gegroeid van niks tot een jaarpremie van ruim € 2,5 miljard, meer dan 20.000 werkgevers en ruim een miljoen deelnemers. En ook het Pensioenakkoord brengt Nederland naar een DC-omgeving met individuele pensioenpotjes.

Individualisering blijkt in de praktijk een paradigmaverandering. Een eigen pensioenpot geeft nieuwe aandacht, roept nieuwe vragen op en brengt gezonde argwaan mee. Vertrouwen is niet vanzelfsprekend. En als iets 'eigen' wordt, willen mensen ook invloed. Maar we weten ook dat de mens geen rationeel wezen is en

zeker met pensioenonderwerpen leert de DC-markt dat mensen cognitieve problemen hebben. We kunnen welvaart van later niet afwegen tegen kosten van nu. We associëren pensioen met de negatieve connotatie van ouderdom en stellen daardoor keuzes almaar uit. En we vinden pensioen maar complex en verzanden na veel inspanning in lethargie. Maar als het over kosten gaat, springen we op: die moeten omlaag! Individualisering is logisch, maar het levert nieuwe uitdagingen op. Kunnen we die wel aan? Hoe gaan we hiermee om in DC-land?

Gelukkig is de wereld niet zo zwart-wit. Het onderscheid tussen collectief en individueel is geen binaire keuze. Nee, er is meer dan dat. Er is de tussenlaag: groepen van individuen of deelgroepen van een collectief. De kwintessens zit hem in de gelaagdheid van besluitvorming: sommige besluiten gelden op collectief niveau, sommige besluiten op doelgroepniveau en andere besluiten op individueel niveau. Beleggingsbeginselen en portefeuilleconstructie op collectief niveau, default life-cycles op doelgroepniveau en de keuze-architectuur op individueel niveau. Individuele deelnemers 'erven' het beleggingsbeleid van de doelgroep en het collectief en krijgen een keuze-architectuur met defaults en begeleiding voor individuele keuzes. Beleggingen blijven zo collectief. Maar is goed beleggen voldoende?

Beleggen in een individuele omgeving vraagt om passendheid, geschiktheid en zorgplicht. Om het correct investeren van gelden, altijd juist en altijd op tijd. En het gaat om adequate communicatie. Informeren is niet meer voldoende, het gaat meer en meer om begeleiden, activeren, nudgen en adviseren. Pensioen in de individuele wereld: nieuwe uitdagingen en nieuwe expertise. Zo winnen we allemaal de gele trui. ■



Door **Tjitsger Hulshoff**,
Lid van de
ALM-commissie
van CFA Society
VBA Netherlands



Pensioenseminar 22 maart:
Beleggen onder het
Nieuwe Pensioencontract

**'In de toekomst zal
het beleggingsbeleid
meer en meer gaan lijken
op wat er nu in de
DC-regeling gaande is.'**



Family Offices seminar
13 april:

**Hoe speel je
optimaal in op
beleggingskansen
post-COVID-19?**

**'We zijn vaak
goed in onze
aankoopstrategie,
verkopen is al
iets meer een
uitdaging,
maar vast blijven
houden aan iets
wat het goed
doet, is een van
de lastigste
dingen
in ons vak.'**





Pensioenseminar 23 juni:
Duurzaam beleggen
in Real Assets
onder het NPC

**'Elk gebouw
heeft impact,
zowel positief
als negatief.'**



Verzekeraarsseminar 27 september:
Balansmanagement
en Vermogensbeheer
voor Verzekeraars

**'Rendement en
balansvolatiliteit
kunnen hand in
hand gaan.'**





Belangstelling voor vastrentende ETFs toegenomen



Fixed Income ETFs hebben de marktverstoring en -ontwrichting van 2020 goed doorstaan. Velen hadden verwacht dat de populariteit van obligatie-ETFs als een kaartenhuis ineen zou storten, maar het tegenovergestelde is gebeurd, zo bleek uit de piek in de handelsvolumes. ETFs bleven hun benchmark volgen en naarmate meer beleggers een beroep deden op deze passieve beleggingsinstrumenten werden ze indicatoren van reële prijzen.

Door Hans Amesz

In hoeverre kunnen we bij vastrentende ETFs spreken van passief beleggen? De samenstelling van een ETF voor vastrentende waarden vereist immers veel actieve beslissingen en selecties, bijvoorbeeld stratified sampling.

Cara Milton-Edwards: 'Stratified sampling is een zeer actief proces. Er wordt gekeken naar de risico- en rendementskenmerken binnen een index en onze portfoliomanagers zorgen ervoor dat de kenmerken die geëigend zijn voor een bepaalde asset class op elkaar worden afgestemd. De portfoliomanagers moeten over veel expertise beschikken ten aanzien van de verschillende beleggingscategorieën. Daarnaast moet de technologie goed op orde zijn. In dit verband hebben wij het over onze Aladdin-technologie. Welnu, dit geeft onze portfoliomanagers echt de flexibiliteit om waarde toe te voegen. Zo zijn we in staat om ervoor te zorgen dat vastrentende ETFs hun indices nauwkeurig volgen. Een voorbeeld van hoe wij waarde kunnen toevoegen, is dat onze portfoliomanagers in staat zijn obligaties aan te houden met een resterende looptijd van minder dan een jaar of tot de vervaldatum. Dat geeft flexibiliteit. Een andere manier waarop we proberen waarde toe te voegen, wat vorig jaar ook van bijzonder belang was, is door schaal- en crossingopportunities te benutten. Toen de rating van obligaties werd verlaagd, konden we intern posities overhevelen uit investment grade-fondsen naar high yield-ETFs en index mutual funds, zonder transacties te hoeven verrichten op de onderliggende markt. Dat leidde uiteindelijk tot kostenbesparingen voor de beleggers.'

Jules Looijmans: 'Beheerders van ETFs moeten inderdaad actieve beslissingen nemen. Het is ook belangrijk te vermelden dat ze altijd een beslissing moeten nemen over het al dan niet deelnemen aan nieuwe emissies, wanneer er onder meer moet worden geherbalanceerd en er opnieuw moet worden afgestemd op de onderliggende index. De beheerders zijn eerder actief dan louter passief.'

Jose Garcia Zarate: 'We moeten onderscheid maken tussen het beheer en de

doelstellingen van ETFs. In termen van beheer worden er veel actieve beslissingen genomen. Dat gaat hand in hand met de aard van de vastrentende markt. Mensen en technologie zijn erg belangrijk. Dit ontkracht de mythe dat ETFs alleen door machines kunnen worden bemand. Er gebeuren heel wat interessante activiteiten op fondsniveau, maar de beleggingsresultaten zijn meestal puur passief, want wat beleggers krijgen, is het rendement van de index.'

Jason Simpson: 'Vanaf de constructie van de index is er sprake van een actief proces. Als je een index samenstelt, kijk je in eerste instantie naar allerlei regels. Maar het gaat om het maken van een selectie en dat is een actieve beslissing. Vanuit een beleggingsperspectief koop je een index en weet je welke performance je aantrekkelijk vindt. Maar voorafgaand aan het samenstellen van de index, zijn al veel actieve beslissingen genomen.'

Marc van Maarle: 'Vanuit de kant van de fondsbeheerder gaat het bij een vastrentende ETF om een passieve belegging. Hij kan de tracking error monitoren en bijsturen en levert min of meer het rendement van de index. Er is echter sprake van een actief proces als het gaat om het kiezen van de index die de belegger zou willen repliceren.'

Wat is jullie ervaring met de kwaliteit van de data en de informatie over de onderliggende obligaties in Fixed Income ETFs en hoe kan die worden verbeterd?

Garcia Zarate: 'Als we onderzoek doen naar obligatie-indices is het soms heel moeilijk om echt te begrijpen waar indexaanbieders hun prijzen vandaan halen, hoeveel prijzen ze op een gegeven moment krijgen, hoe vaak ze die prijzen krijgen en wat de kwaliteit van die prijzen is. Er zijn dus enkele belangrijke uitdagingen die hoe dan ook zullen blijven bestaan, omdat de aard van de obligatiemarkt is zoals hij is. Er is meer transparantie nodig over de beschikbaarheid, de bronnen en de kwaliteit van obligatieprijzen. Hoe bereik je dat? Gezien de aard van de obligatiemarkt is dat heel ingewikkeld.'

Voorzitter:

Joris Roggeveen,
Altis Investment Management

Deelnemers:

Jose Garcia Zarate,
Morningstar
Jules Looijmans, Auréus
Marc van Maarle, Index People
Cara Milton-Edwards,
BlackRock / iShares
Jason Simpson, State Street
SPDR ETFs



VOORZITTER

Joris Roggeveen

Joris Roggeveen is Senior Portfolio Manager bij Altis Investment Management, met een focus op passieve strategieën. Hij is verantwoordelijk voor het selecteren en monitoren van externe vermogensbeheerders, het managen van klantportefeuilles en het onderhouden van klantrelaties. Hiervoor heeft hij bij ING gewerkt als Beleggingsadviseur en bij het ING Investment Office als Beleggingsanalist. Hij is geregistreerd bij het DSI als Beleggingsanalist en Institutioneel Portfolio Manager en is CAIA-charterholder.



Jose Garcia Zarate

Jose Garcia Zarate is Associate Director van Morningstar's Europese onderzoeksteam voor passieve fondsen. Hij was eerder Senior Analyst in het team, dat ETFs, ETPs en indexfondsen volgt. Voordat hij in 2010 in dienst kwam, werkte hij zeven jaar als Senior Obligatieanalist bij 4cast, een economisch adviesbureau en leverancier van financieel marktonderzoek. Eerder was hij Macro-economisch Analyst voor S&P MMS en Macro-economisch Landenanalist voor Hilfe Research. Garcia Zarate begon zijn carrière als Analyst-stagiair voor het Ministerie van Economie in Spanje.



Jules Looijmans

Jules Looijmans is zijn carrière in de financiële wereld begonnen als Trainee Vermogensbeheerder bij Ritzer en Rouw Private Management, na de opleiding Bedrijfseconomie (traject Finance) aan de Universiteit Maastricht. Hij ontwikkelde zich bij dit multi-family office verder als asset manager en trad in 2015 toe tot het IC. Na de fusie van Ritzer en Rouw met Auréus Group is hij voor zijn nieuwe werkgever actief als Senior Portfolio Manager.



Marc van Maarle

Marc van Maarle is Senior Institutioneel Vermogensbeheerder bij Index People en heeft ruim 25 jaar ervaring op het gebied van (institutioneel) vermogensbeheer en corporate treasury. Hij werkt sinds mei 2014 bij Index People en is eindverantwoordelijk voor alle beleggingsinhoudelijke zaken en de hiermee samenhangende operationele aspecten ten behoeve van institutionele klanten. Daarnaast is hij voorzitter van de beleggingscommissie van Index People en in die rol verantwoordelijk voor onder meer de portefeuilleconstructie van de (maatwerk-) portefeuilles van de zakelijke en particuliere klanten.



Cara Milton-Edwards

Cara Milton-Edwards houdt zich bij BlackRock bezig met de productstrategie van obligatie-ETFs. Voordat zij zich in het bijzonder op ETFs ging richten, waren systematische index- en actieve strategieën haar werkterrein. Milton-Edwards maakt deel uit van het team dat ondersteuning biedt ten behoeve van de klantbetrokkenheid, door zich in te zetten voor een toonaangevende positie van BlackRock en iShares op de obligatiemarkten en de markt voor obligatie-ETFs en te werken aan de ontwikkeling van nieuwe producten op dit vlak.



Jason Simpson

Jason Simpson werkt al meer dan 25 jaar in de financiële wereld als Markteconoom en Rentestrateg. Hij trad begin 2020 in dienst bij State Street Global Advisors als Senior Fixed Income Strategist om samen te werken met het ETF Strategy & Research-team van SPDR ETFs in Londen. Zijn focus ligt op Fixed Income en ESG ETFs. Eerder werkte Simpson bij Société Générale, Santander Bank UK, Royal Bank of Scotland en ABN AMRO.

‘Er is meer transparantie nodig over de beschikbaarheid, de bronnen en de kwaliteit van obligatieprijzen.’

Simpson: ‘Wij proberen ons te houden aan behoorlijk liquide, frequent verhandelde markten, wat betekent dat de kwaliteit van de gegevens over het algemeen vrij goed is. We krijgen vrijwel alles wat we nodig hebben van kwalitatief goede providers. Op het gebied van ESG bestaan daarentegen afwijkingen tussen de verschillende dataleveranciers. Als je met twee leveranciers praat, kun je twee heel verschillende ESG-ratings krijgen. Om dat te omzeilen, hebben we de R- of verantwoordelijkheidsfactor ontwikkeld, die onze eigen in house ESG-score vormt en is afgeleid van vier verschillende dataleveranciers.’

Van Maarle: ‘Normaal gesproken maken wij gebruik van een grote dataleverancier om alle soorten fondsen te analyseren en dat werkt over het algemeen prima. Je moet er wel altijd rekening mee houden dat sommige zaken worden weggelaten of niet zijn geprijsd. Wij hebben de grootste problemen met ESG-ratings, omdat de verschillende leveranciers van ESG-scores soms tot heel verschillende ratings komen. Dat moet worden verbeterd. Misschien kunnen EU-richtlijnen daarbij helpen.’

Milton-Edwards: ‘Met name op het gebied van green bonds worden niet altijd de juiste gegevens verschaft. We moeten veel meer informatie hebben over het gebruik van de opbrengsten en over de projecten die met green bonds worden gefinancierd. En daarbij ben je vaak afhankelijk van de ETF-emittent die de expertise in huis heeft of die over een voldoende groot team beschikt om er op uit te trekken. De markt voor green bonds is de afgelopen vier jaar sterk veranderd. We proberen allemaal bij te blijven. Uitgevers van ETFs, beleggers en dataleveranciers moeten nauw samenwerken.’

Looijmans: ‘Soms zijn de gegevens een beetje inconsistent in termen van ESG-scores. Maar de meeste data die we nodig hebben om risico's te beoordelen binnen onze vastrentende allocatie zijn beschikbaar. En zo niet, dan voegen we ze handmatig toe, zodat we alles beschikbaar hebben om onze vastrentende allocatie goed te beheren.’

‘Met name op het gebied van green bonds worden niet altijd de juiste gegevens verschaft. We moeten veel meer informatie hebben over het gebruik van de opbrengsten en over de projecten die met green bonds worden gefinancierd.’

Garcia Zarate: ‘Er gaat heel wat denkwerk schuil achter het creëren van data points. Natuurlijk moet je eerst de gegevens hebben, maar vervolgens moet je ervoor zorgen dat ze bruikbaar zijn voor klanten. Het vergt veel ontwikkeling en een diepgaand proces van kwaliteitscontrole voordat je daadwerkelijk iets naar buiten kunt brengen.’

Bij passieve strategieën zijn de wegingen van effecten, sectoren en landen bijproducten van hun wegingen in het beleggings-universum. Dit betekent dat een bedrijf of land dat meer schulden heeft uitstaan, een groter gewicht inneemt in een index en dus in een ETF dat deze index volgt. Dit kan een ongewenst neveneffect zijn van passief beleggen in vastrentende waarden. Zou het niet beter zijn om wegingsmechanismen te ontwikkelen op basis van bijvoorbeeld het BBP of fundamentele bedrijfsgegevens?

Looijmans: ‘Bij passief beleggen in vastrentende waarden word je meer blootgesteld aan bedrijven en landen met meer schulden dan waarschijnlijk wenselijk is. Voor ons betekende dit dat we vooral via actief beheerde fondsen in vastrentende waarden investeerden, omdat die soms ook flexibel kunnen zijn in onder meer looptijden en exposure.’

Garcia Zarate: ‘Niet het absolute niveau van de schuld is van belang, maar het vermogen van de emittent om die schuld terug te betalen. Je hoeft je bijvoorbeeld niet echt zorgen te maken of de Ameri- >

‘Niet het absolute niveau van de schuld is van belang, maar het vermogen van de emittent om die schuld terug te betalen.’

kaanse staatsschuld 150% of 200% van het BBP is, je weet gewoon dat de Verenigde Staten je gaan terugbetalen. Het gaat, denk ik, om de kwestie van strategische beta. Wat strategische of slimme beta voor obligatiemarkten betekent, is echter niet duidelijk. Het betreft een supercomplexe zaak. Eén waarvan ik denk dat er eigenlijk geen gemakkelijke oplossing voor is. Concentratie naar één enkele factor zou betekenen dat de obligatiefondsen ofwel te defensief, ofwel te zeer aan krediet blootgesteld zouden zijn. Een mogelijke oplossing zou zijn om allerlei factoren en benaderingen te mixen, maar in dat geval kun je net zo goed volledig actief gaan. Bovendien moet de gedachte dat je met market cap indices volledig blootgesteld zult zijn aan de emittenten met de grootste schulden, oftewel de hoogste leverage, met een

korreltje zout worden genomen, omdat de indices zelf de exposure naar een bepaalde emittent toch al beperken tot misschien 3 tot 5%.’

Van Maarle: ‘Volgens ons heeft het allemaal te maken met concentratierisico. Volgens de MSCI-wereldindex voor aandelen moet je voor 67% in de VS beleggen.

Daarom beleggen wij onze aandelenportefeuille BNP-gewogen en beperken zo het concentratierisico op de VS. Als we naar vastrentende waarden kijken en een brede, gediversifieerde benchmark nemen, dan wordt ongeveer 38% in de VS belegd. Dat is veel meer in lijn met de verdeling van het BNP, gemeten over de hele wereld. Dus we hebben niet zoveel problemen met het volgen van deze brede benchmark en schuld volgens de samenstelling van de index zelf.’

Simpson: ‘Als een emittent een grote hoeveelheid obligaties heeft uitstaan, betekent dat niet automatisch dat zo’n emittent ook de meeste schulden heeft, want er zijn natuurlijk andere financieringsbronnen. Van de top tien holdings in de Bloomberg-Euro Corporate staat er niet één in de top van twintig holdings met de meeste schulden, wanneer zowel

de kortetermijnschulden als de langetermijnschulden in aanmerking worden genomen. Overigens is de instroom van beleggers in marktgewogen indices niet verminderd. Wij hebben van onze beleggers in marktgewogen ETFs nooit echte klachten gehad.’

Milton-Edwards: ‘Binnen investment grade hebben de emittenten met het grootste gewicht de grootste activabasis en de hoogste inkomsten om hun schulden te onderhouden. Daarom blijft marktwaarde de norm. Wij proberen wel zoveel mogelijk keuze te bieden in termen van bijvoorbeeld verschillende looptijden. Dat er niet veel andere opties zijn dan market cap heeft vooral te maken met transactiekosten. Als we kijken naar andere manieren om indices te wegen, zorgen de kosten van een hogere turnover als gevolg van deze methodologieën voor een rem op de performance. Uiteindelijk wordt er dan niet beter gepresteerd dan bij de standaard market cap-versies.’

Wat zijn de overeenkomsten en verschillen met betrekking tot het ESG-beleid voor vastrentende ETFs versus aandelen-ETFs?

Milton-Edwards: ‘Het heeft bij vastrentende waarden langer geduurd dan bij aandelen om gegevens vanuit een duurzaam perspectief te krijgen. Dat heeft deels te maken met een veel groter universum. Dat is de reden waarom het langer geduurd heeft om de dekking op een dusdanig niveau te krijgen dat we er indices en ETFs rond kunnen creëren. Andere verschillen zijn nuances in hoe we duurzaamheid kunnen toepassen, bijvoorbeeld tussen high yield en investment grade. Veel beleggers in aandelen moeten een tracking error accepteren als ze duurzaamheid toepassen. Bij vastrentende waarden is het niet noodzakelijkerwijs nodig dezelfde mate van tracking error op te nemen om een duurzame verbetering te bewerkstelligen. Wat betreft gelijkenissen hebben beide echt nog een lange weg te gaan. We bevinden ons nu waarschijnlijk in het midden van de reis. Het klimaat is een thema dat beide beleggingscategorieën willen aanpakken en integreren in hun huidige oplossingen, of ze willen er stand-alone-oplossingen voor creëren.’

Looijmans: ‘Met betrekking tot het ESG-beleid maakt het vanaf het begin een verschil of je een vastrentende belegger of een aandelenbelegger bent. Als vastrentende belegger probeer je te kijken naar wat ESG-risico’s kunnen betekenen in termen van bescherming van de downside en het kredietrisico, in tegenstelling tot wat ESG-ontwikkelingen kunnen betekenen voor je upside-potentieel.’

Garcia Zarate: ‘Als een bedrijf niet ESG-compliant is, is dat van toepassing op zowel de aandelen als de obligaties. Staatsobligaties zijn in dit opzicht een andere categorie, omdat er geen consensus bestaat over wat ESG betekent voor overheden. Producten en indices met een ESG-benadering voor staatsobligaties worden beoordeeld met instrumenten die ook worden gebruikt in de traditionele kredietanalyse. Controversiële kwesties die van invloed zouden kunnen zijn op de ESG-score voor de betreffende overheid worden in principe genegeerd of gewoon niet aangepakt, omdat we niet weten hoe dat zou moeten. Hoe ga je om met mensenrechten? Kan je in China investeren gezien het beleid daar? Hoe zit het met de VS, aangezien sommige staten de doodstraf kennen? Er is geen gemakkelijke oplossing. ESG betekent heel verschillende dingen voor verschillende mensen. Overigens is de risico-rendementsverhouding van een ESG-bedrijfsobligatie ongeveer identiek aan die van een niet op ESG gerichte bedrijfsobligatie. Dat is verwarrend voor beleggers en dient te worden uitgelegd.’

Simpson: ‘Het ESG-proces begint met een screening om de ergste overtreders te elimineren. Voor zowel onze aandelen als obligatieproducten zijn deze screenings nogal gelijksoortig. Vervolgens kijk je naar de ESG-rating van emittenten.’

Milton-Edwards: ‘Ik zie dat de vraag naar impact bonds op sociaal, groen en duurzaam gebied toeneemt. Dat is lastig, want de markt voor sociale of duurzaamheidsobligaties is nog steeds heel klein. Het kan dus moeilijk zijn om daar indexoplossingen rond te creëren. De markt is zich daar nu zeer bewust van. Duurzaamheid is een niet te stoppen trend.’

Van Maarle: ‘Het grootste verschil met betrekking tot ESG-beleid voor aandelen en obligaties is dat je als aandelenbezitter stemrecht hebt op de aandeelhoudersvergadering. Het is wellicht mogelijk om veranderingen te bewerkstelligen als je tegen het management ingaat en niet stemt in lijn met de voorstellen van het management.’

Hoe kan je het beste een verbetering van de ESG-score bewerkstelligen met een vastrentende portefeuille? Leveren uitsluiting, best-in-class-selecties of juist meer engagement de beste resultaten op? Wat zijn ‘quick wins’ en welke categorieën lenen zich hier het beste voor?

Van Maarle: ‘Ik zou denken dat je de ESG-portefeuille het snelst kunt verbeteren in high yield en door het opnemen van een aantal ESG KPIs (Key Performance Indicators) in je doelstellingen. Voor mij is dit een moeilijke vraag om te beantwoorden, want ik weet niet precies hoe ik dit binnen de passieve ruimte van vastrentende waarden zonder stemrecht moet aanpakken. Ik denk dat het heel lastig is om je als vastrentende belegger te engageren zolang de meerderheid van de Fixed Income-obligaties in het bezit is van beleggers die geen ESG-doelstellingen hanteren.’

Simpson: ‘Het aanbrengen van een ESG-filter op zoiets als high yield is waarschijnlijk een goede manier om als vermogensbeheerder je eigen ESG-score aan te bieden of te verbeteren. De meest voor de hand liggende soort van quick win is een uitsluitingsbeleid voor bepaalde obligaties. Uiteraard is de best-in-class- >

‘Ik zie dat de vraag naar impact bonds op sociaal, groen en duurzaam gebied toeneemt. Dat is lastig, want de markt voor sociale of duurzaamheidsobligaties is nog steeds heel klein. Het kan dus moeilijk zijn om daar indexoplossingen rond te creëren.’

oplossing een meer grondige manier om verder te gaan. Zodra de uitsluitingen hebben plaatsgevonden, probeert het optimalisatieproces de weging te richten op de obligaties met de hoogste ESG-score. Dat is de route die wij hebben gekozen.

Milton-Edwards: ‘Ik denk dat er in de creditsector consensus bestaat over de manier waarop een verbetering van de ESG-score kan worden bereikt. Die verschilt van investment grade tot high yield en van euro tot dollar, maar de scoreverbetering is er en die is zichtbaar. Engagement in vastrentende waarden is moeilijk. Veel beleggers voelen zich, denk ik, goed bij het investeren in een portefeuille die uit is op ESG-verbetering. Het probleem is dat er geen consensus bestaat over toekomstgerichte gegevens. Denk daarbij onder meer aan de vraag hoe bedrijven in de toekomst ervoor zullen staan met betrekking tot hun emissies of wetenschappelijk onderbouwde doelstellingen. Modellen zijn vatbaar voor een heleboel veronderstellingen en interpretaties. Ik denk dat engagement ook hand in hand gaat met een vooruitziende blik op wat je probeert te bereiken in je portefeuilles.’

In hoeverre kun je via obligaties echt beïnvloeden of engagement toepassen?

Milton-Edwards: ‘Onze wereldwijde vastrentende beleggers en portfoliomanagers zullen vaak samenwerken met het kapitaalmarktteam dat ons vertegenwoordigt als het gaat om engagement met bedrijven. Daardoor is veel haalbaar. Wat betreft green bonds kunnen wij, zelfs voordat een emittent een green bond

uitgeeft, duidelijkheid verschaffen over de verwachtingen. Wij zitten al sinds 2014 in het Green Bond Principle Committee en geven vorm aan zowel marktstandaarden als directe gesprekken met nieuwe of al bestaande emittenten. Het is dus mogelijk om via obligaties echt invloed uit te oefenen, maar dit ziet er wel anders uit dan in de aandelensector.’

Looijmans: ‘Er zijn naar mijn mening een paar momenten en manieren waarop je echt invloed kunt uitoefenen of betrokken kunt raken via obligaties. Als een obligatie afloopt en opnieuw moet worden uitgegeven, kun je bijvoorbeeld samenwerken met obligatiebeleggers in de sector en onderhandelen met het betreffende bedrijf. Je kunt je stem laten horen. Maar dat is, zoals eerder gezegd, bij vastrentende waarden veel moeilijker dan in de aandelensector, waar de belegger stemrecht heeft.’

Garcia Zarate: ‘Als obligatiebezitter heb je geen stemrecht en is engagement de enige haalbare optie die overblijft. De vraag in welke mate je echt invloed kunt uitoefenen, speelt niet. Je bent eigenlijk gedwongen om mee te doen omdat er geen andere optie is. Ik denk dat engagement duur en tijdrovend is. Engageren is voor heel grote vermogensbeheerders aanzienlijk makkelijker dan voor kleine. Bij sommige verbintenissen gaat het om meerjarige processen. Het is geen kwestie van de telefoon pakken en snel iets met iemand regelen. Het kan jaren duren voor je iets uit je engagement kunt halen. Daar heb je voldoende financiële middelen en geduld voor nodig.’

Simpson: ‘Wij hebben een R-factor (verantwoordelijkheidsfactor) ontwikkeld ten dienste van ons stewardshipprogramma. Het is een numerieke ESG-score. We berekenen voor elk bedrijf een score waarmee we naar ze toe kunnen gaan en zeggen: kijk, jouw peergroup bevindt zich hier en jij daar en dit zijn de redenen waarom jouw score anders is. Dat is een vrij krachtig instrument om engagement te stimuleren en ook de reden waarom het nu in sommige van onze producten is geïntegreerd.’

Garcia Zarate: ‘Interessant is dat steeds

‘Ik denk dat het heel lastig is om je als vastrentende belegger te engageren zolang de meerderheid van de Fixed Income bonds in het bezit is van beleggers die geen ESG-doelstellingen hanteren.’

meer vermogensbeheerders een eigen ESG-visie hebben en die in toenemende mate in allerlei soorten beleggingsportefeuilles, passieve en actieve, proberen op te nemen.’

Worden duurzame ETFs voor vastrentende waarden de norm van de toekomst? Veel vastrentende ETFs hebben nu al minimale ESG-normen.

Van Maarle: ‘Dat hangt allemaal af van de beleggers. Het is wel waarschijnlijk dat duurzame ETFs de norm worden, maar als je als vermogensbeheerder een fonds wilt opzetten, moet het fonds bij de start van voldoende omvang zijn om het beheer, inclusief ESG-screening, efficiënt uit te voeren, zodat het een interessante oplossing voor beleggers wordt.’

Milton-Edwards: ‘Er is sprake van drie ontwikkelingen. Ten eerste het overschakelen van niet-duurzame naar duurzame versies van ETFs. Het gaat om omschakelingen die zeer structureel zijn geworden. Het tweede betreft een meer thematisch perspectief. Het gaat dan om beleggers die op het klimaat of misschien op de sociale kant van beleggingen focussen. En ten slotte denk ik aan impactbeleggen en dan in het bijzonder aan green bonds. Wij willen beleggers keuzes blijven bieden. Als we een duurzame overlay kunnen toepassen zonder gevolgen voor de risico-rendementsverwachting, zullen we dat waarschijnlijk doen. Als er wel consequenties zijn voor de risico-rendementsverhouding, blijven we de keuze bieden tussen een duurzame en niet-duurzame ETF.’

Simpson: ‘Ik zit lang genoeg in de markt om te weten dat veel van wat er in de obligatiemarkten gebeurt, wordt gedreven door regelgeving. We evolueren steeds meer naar een aan het Akkoord van Parijs of de SFDR gelieerd regelgevend kader. ESG werd nog niet zo heel lang geleden gezien als een excentrieke gril, maar in de afgelopen drie tot vier jaar is dit mainstream geworden. Het is te verwachten dat duurzame ETFs voor vastrentende waarden de komende vijf jaar veel meer de norm worden. Dat gezegd hebbende, betwijfel ik wel of dat

wat daarvoor al bestond, volledig geëlimineerd zal worden.’

Looijmans: ‘Van de drie P’s, People, Planet en Profit, is de aandacht de afgelopen tien jaar veel te veel uitgegaan naar Profit ten koste van de twee andere P’s. Als we de wereld de komende decennia gezond en welvarend willen houden, zullen we vooral ook naar Planet en People moeten kijken. Dat betekent dat we in een op het Akkoord van Parijs afgestemde richting moeten bewegen. Kortom, ik geloof dat duurzame ETFs voor vastrentende waarden de norm worden.’

Momenteel voldoen vastrentende ETFs aan Artikel 8 van de SFDR als de ETF kwalificeert als een beleggingsoplossing die meer en betere duurzame kenmerken heeft in vergelijking met de benchmark die hij repliceert. Elke vermogensbeheerder gebruikt zijn eigen regels om een ETF onder de SFDR te classificeren. Moeten deze regels niet worden gestandaardiseerd?

Simpson: ‘Greenwashing is een probleem. Elke standaardisatie van regels is daarom positief. Het zou niet aan vermogensbeheerders moeten worden overgelaten om een ETF onder de SFDR te classificeren, tenzij er een heel precieze aanwijzing is. Zoals bekend zal de SFDR worden gevolgd door de eisen van Level II en verdere regelgeving.’

Garcia Zarate: ‘ESG betekent niet hetzelfde voor elke belegger. Ik denk niet dat de regelgever een eenduidige definitie van ESG moet formuleren, want uiteindelijk heeft de belegger zijn eigen voorkeuren. Wat de regelgever wel moet doen, is vermogensbeheerders dwingen om transparant te zijn. Dat wil zeggen: dat zij bekend moeten maken wat zij >

‘Ik zit lang genoeg in de markt om te weten dat veel van wat er in de obligatiemarkten gebeurt, wordt gedreven door regelgeving. We evolueren steeds meer naar een aan het Akkoord van Parijs of de SFDR gelieerd regelgevend kader.’

onder ESG verstaan en wat ESG volgens hen betekent?

Hoe hebben vastrentende ETFs het gedaan tijdens de volatiliteit van vorig jaar en hebben obligatie-ETFs overtuigend aangetoond dat ze kunnen werken in tijden van liquiditeitsstress?

Garcia Zarate: 'Velen hadden verwacht dat de obligatie-ETFs zouden instorten als een kaartenhuis. Maar het tegenovergestelde is gebeurd: ze werden als het ware het prijsvormingsmechanisme voor de obligatiemarkt in een tijd dat de traditionele spelers in totale ineenstorting verkeerden.'

Milton-Edwards: 'Vastrentende ETFs hebben in de genoemde perioden goed gepresteerd. Ten eerste gebruikten beleggers ETFs meer in tijden van stress, wat bleek uit de piek in de handelsvolumes. Ten tweede werden zij, naarmate meer beleggers een beroep deden op deze beleggingsinstrumenten, indicatoren van reële prijzen. Ten derde presteerden ETFs zoals verwacht. Ze bleven hun benchmarks volgen.'

Simpson: 'Er is veel meer belangstelling voor ETFs ontstaan als instrumenten om liquiditeit te verschaffen. Dat komt zeker doordat zij er in tijden van marktverstoring en ontwrichting vrij goed uit zijn gekomen omdat ze, om het zo maar te

'Ik denk niet dat de regelgever een eenduidige definitie van ESG moet formuleren, want uiteindelijk heeft iedere belegger zijn eigen voorkeuren.'

'In de VS worden ETFs door kleine beleggers veel meer omarmd dan in Europa. Dat zal ermee te maken hebben dat er in de VS relatief veel meer in de financiële markten wordt geïnvesteerd, terwijl traditioneel sparen in Europa zeer populair is.'

noemen, een punt van prijsontdekking waren. Zij hebben de marktverstoring van maart 2020 goed doorstaan. Het hielp wel dat de Fed ingreep en de markt ondersteunde door ETFs te gebruiken als instrument om in bedrijfsobligaties te beleggen. Toen iedereen een uitweg zocht, was er een grote discrepantie tussen vraag en aanbod.'

In de Verenigde Staten zijn ETFs voor vastrentende waarden wijdverbreid, maar in Europa worden ze nog steeds veel minder gebruikt dan daar. Welke hindernissen houden Europese gebruikers van ETFs nog steeds tegen bij het inzetten hiervan als bouwstenen van beleggingsportefeuilles?

Milton Edwards: 'In de Amerikaanse markt wordt het gebruik van vastrentende ETFs veel meer gestimuleerd door de vermogensmarkt, die zich aanzienlijk comfortabeler voelt ten aanzien van indexering in het algemeen. Wat dat betreft, heeft Europa nog een lange weg te gaan.'

Looijmans: 'Ik geloof dat ETFs het eerst ontstonden in de VS, in 1993 of daaromtrent. In Europa lopen we zo'n zeven jaar achter. In de VS worden ETFs door kleine beleggers veel meer omarmd dan in Europa. Dat zal ermee te maken hebben dat er in de VS relatief veel meer in de financiële markten wordt geïnvesteerd, terwijl traditioneel sparen in Europa zeer populair is.' ■

IN HET KORT

Beheerders van vastrentende ETFs moeten actieve beslissingen nemen. Zij zijn eerder actief dan louter passief. Als het gaat om het kiezen van de index die de belegger zou willen repliceren, is er sprake van een actief proces.

Als een emittent een grote hoeveelheid schulden heeft uitstaan, betekent dat niet automatisch dat zo'n emittent ook de meeste schulden heeft, want er zijn ook andere financieringsbronnen.

De vraag naar impact bonds (sociaal, groen, duurzaam) neemt toe, maar de markt voor sociale of duurzaamheidsobligaties is nog steeds heel klein.

Engagement in vastrentende waarden is moeilijk. Als obligatiebezitter heb je geen stemrecht en is engagement de enige optie die overblijft.

Het is te verwachten dat duurzame ETFs voor vastrentende waarden de komende jaren de norm zullen worden.

Totdat de bom barst

Democratieën trappen voortdurend in dezelfde drietrapsval. Nu zitten ze verstrikt in alle drie de fases tegelijk.

Politicooloog David Runciman onderscheidt drie stappen binnen de confidence trap waarin democratieën geneigd zijn verstrikt te raken:

- **Hysterie.** Alomtegenwoordige crisis-klets zorgt voor veel ruis, waardoor het moeilijk is om werkelijk nijpende noodsignalen te onderscheiden van nutteloze, nodeloze noodklokken.
- **Aanmodderen.** Terwijl publiek, media en politici focussen op lawaai en ruis, blijven onderliggende oorzaken van de crisis zich ontwikkelen en is de democratie te traag (en te afgeleid) om deze ontwikkelingen serieus te nemen en aan te pakken.
- **Uitmodderen.** De kracht van democratie is dat deze, als puntje bij paaltje komt, wel flexibel is en kan doorpakken. Democratieën mogen dan veel problemen creëren of laten ontstaan, ze lossen ook veel problemen op. Maar vaak gebeurt dat in de vorm van uitmodderen en niet in de vorm van oplossen. Vaak treden zelfgenoegzaamheid en laksheid op: de overwinning wordt te vroeg geclaimd. Met het rommelige, late, vaak reactieve optreden worden veelal niet de probleemwortels uit de grond getrokken, maar blijft het bij het afhakken van takken. Daarmee wordt dan de kiem gelegd voor volgende crises.



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

Deze cyclus gaat ongeveer elke twee decennia opnieuw van start. Runciman onderscheidt daarboven cycli van nog langere termijn die tot systematische verandering leiden, zoals de New Deal van de jaren dertig en de opkomst van het neoliberalisme in de jaren zeventig.

Het heeft er de schijn van dat we nu in een periode zitten waarin hysterie, door-

modderen en uitmodderen door elkaar heen lopen:

- Het wantrouwen tegenover de politiek is in het Westen aan de ene kant immens en de zorgen over onder meer klimaatverandering en de Chinese opmars zijn prominent aanwezig. Aan de andere kant lieten verkiezingsuitslagen in de Verenigde Staten, Duitsland en Nederland zien dat velen (nog) niet ontevreden genoeg zijn om de oude garde de rug toe te keren.
- Ongelijkheid is door mankementen in het economisch model en doorgeschoten vrijemarktdenken volop aanwezig en is door het beleid van centrale banken verder toegenomen. Hier en daar is al wat aan de knoppen gedraaid om meer balans te krijgen, maar het blijft vooralsnog vooral bij aanmodderen. Datzelfde geldt bijvoorbeeld ook voor het versterken van de eurozone en de EU. Brussel en met name Polen zijn bijvoorbeeld al jaren verwickeld in een strijd over de beginselen van de EU en dit kan ook nog jaren duren.
- Op het vlak van de COVID-19-pandemie kon het Westen wel doorpakken: lockdowns werden bij wijze van spreken van de ene op de andere dag afgekondigd, centrale banken en politici wisten niet hoe snel ze met steunmaatregelen moesten komen en vaccins lagen veel sneller klaar dan de meeste experts hadden voorspeld.

Ook al gaan veel dingen goed, het gevaar blijft bestaan dat de onvrede en de woede niet worden gekanaliseerd. Het is de vraag of deze emoties serieus worden behandeld in de politieke arena. Daardoor dreigen ontgoocheling en gevoelens van machteloosheid te ontaarden in afstomping, desillusie en het volledig de rug toekeren van de politiek. Met als gevolg geen bijsturing van het systeem, maar steeds verder opgekropte boosheid, onmacht en teleurstelling. Totdat de bom barst... ■

Credit crunches vormen geen probleem voor fixed income-ETFs

Vastrentende ETFs worden – vooral in tijden van stress – nog weleens verhandeld met premies of kortingen ten opzichte van hun intrinsieke waarde (NAV). Is dit een probleem van de ETF-markt of van de onderliggende obligatiemarkt? Research wijst eerder op het laatste en toont aan dat de handel van liquidity providers een schokabsorberend effect heeft.

Door Harry Geels

De lancering van de eerste fixed income-ETFs werd met de nodige scepsis onthaald. De kritiek liet zich vooral samenvatten door te stellen dat er geen liquide instrument kan worden gemaakt op een onderliggende illiquide markt. Het proces dat ervoor moet zorgen dat de koers van de ETF dicht tegen de 'reële waarde' blijft liggen – het continue uitgeven of inkoop van participatie – zou vooral in tijden van crisis kunnen haperen. Daardoor kan de koers van de ETF te ver van de intrinsieke waarde (NAV) gaan afwijken. Normaal gesproken zouden beleggers kunnen arbitreren bij het ontstaan van discounts of premies op de NAV. Als een ETF boven NAV wordt verhandeld, kunnen beleggers de indivi-

duële effecten in de ETF opkopen en kan de ETF short gaan. Tegelijkertijd geldt: als de ETF te 'goedkoop' is, keert het proces om. Sceptici denken dat arbitrage niet goed werkt door bepaalde dynamische processen in de obligatiemarkten, met name in tijden van crisis. Nu er zich de laatste jaren verschillende crises hebben voorgedaan, zoals in februari 2018 (angst voor een reeks renteverhogingen), december 2018 (oploeiende spanningen over een handelsoorlog tussen de Verenigde Staten en China) en maart 2021 (de COVID-19-crisis) is het goed de balans op te maken. Kan de prijsvoering van ETFs in crises wel efficiënt verlopen?



De obligatiemarkt is anders

Laten we vooropstellen dat obligatiemarkten inderdaad anders werken dan aandelenmarkten:

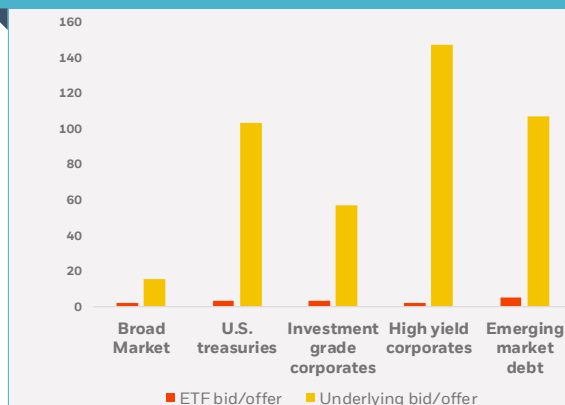
1. Obligaties worden veel minder vaak verhandeld dan aandelen, zodat de

laatst verhandelde prijs misschien niet actueel is.

2. Obligaties worden niet verhandeld op een beurs. De meeste transacties zijn individuele 'over-the-counter' overeenkomsten tussen twee partijen.

3. Obligaties zijn er in een

FIGUUR 1: GEMIDDELDE BIED/LAAT SPREADS (PRIJS BPS), MAART 2020



Bron: BlackRock en Bloomberg, 31 maart 2020.

veel grotere verscheidenheid dan aandelen. Bedrijven geven vaak meerdere obligaties uit met verschillende looptijden en coupons en elk met een eigen koers.

4. Uitgevend instellingen van ETFs vertrouwen doorgaans op schatting van de waarde van hun 'holdings'. Deze schattingen zijn gebaseerd op de huidige verkoopprijs die het fonds zou kunnen ontvangen als het zijn obligaties onmiddellijk zou beginnen te verkopen. Die verkoopprijs zal altijd lager zijn dan wat de belegger zou kunnen betalen om de obligatie te kopen. Er is dus een 'natuurlijke' daling in de gerapporteerde NAV van alle obligatie-ETFs.

Een andere redenering is dat ETFs door hun veel grotere liquiditeit een betere prijsstelling geven van de onderliggende obligaties dan de veel tragere obligatiemarkten. Grote premies en kortingen zouden dan niet noodzakelijkerwijs op een verkeerde prijsstelling van de ETFs zelf wijzen. Sterker nog, de ETF wijst juist op 'price discovery' van de onderliggende markt, die traag reageert. Dit wordt bevestigd in onderzoek uitgevoerd door BlackRock. De bied-laag spreads, een be-

langrijke indicatie van de liquiditeit, blijven tijdens crises laag en lopen amper op. De spreads in de onderliggende markt gaan dan juist omhoog (zie Figuur 1). Arbitrage functioneert verder efficiënt volgens het BlackRock-onderzoek.

De rol van APs

De bovengenoemde vraagstelling (zijn er afwijkingen tussen de 'reële waarde' en de koers, en zo ja, hoe groot zijn die?) is door de Britse toezichthouder FCA onderzocht aan de hand van transactiegegevens verkregen in het kader van de MiFID II-verordening. In het bijzonder de combinatie van informatie over de primaire (ETF) en secundaire onderliggende obligatiemarkt gaf in dit onderzoek een uniek en completer beeld van de ETF-markt in Europa en aanvullende inzichten in de werking ervan. De FCA beoordeelde hoe marktdeelnemers, en met name Authorized Participants (APs), in hun rol als liquiditeitsverschaffers zich op beide markten gedragen en of zij zich anders gedragen in perioden van stress in vergelijking met normale tijden. Het FCA-onderzoek betrof het jaar 2018, het eerste jaar dat de MiFid-II-data werden vergaard, en het jaar met de hierboven beschreven twee crises. De markt kon dus

in zowel normale als gestreste toestand worden getest. Er werd ook een vergelijking gemaakt met aandelen-ETFs. De FCA deed de volgende constatering:

1. De secundaire markt lijkt vrij geconcentreerd. Bij ETFs voor vastrentende waarden zijn de top vijf APs betrokken bij bijna 60% van de totale volumes. Bij aandelen-ETFs is het overeenkomstige lager dan 50%. Deze cijfers wijzen erop dat de secundaire markt minder geconcentreerd is dan de primaire markt voor deze ETFs, maar nog steeds relatief hoog, aangezien er duizenden deelnemers op de secundaire markt zijn in tegenstelling tot tientallen op de primaire markt.
2. ETFs lijken de meeste liquiditeit te creëren in die beleggingscategorieën waar de onderliggende waarde het minst liquide is. ETFs met een minder liquide onderliggende waarde worden volgens de FCA-steekproef meer verhandeld. Zo worden aandelen-ETFs met een focus op ontwikkelde economieën het minst verhandeld, terwijl obligatie-ETFs in het high yield-segment het meest worden verhandeld. Deze twee bevindingen ondersteunen het idee (bijvoorbeeld van Bhattacharya en O'Hara, 2018, Dannhauser, 2017) dat ETFs een instrument bij uitstek zijn om illiquide effecten te verhandelen.
3. Dezelfde stressperiodes kunnen worden waargenomen in zowel primaire als secundaire markten en APs verhogen hun activiteit op beide markten tijdens deze stressperiodes.
4. Er zijn aanwijzingen dat APs altijd een buffer vormen tussen de primaire en de secundaire markt: over

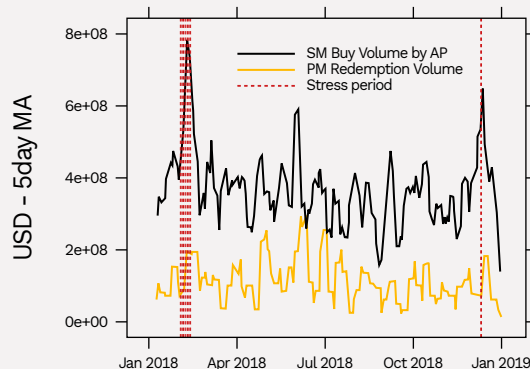
het geheel genomen wordt slechts ongeveer een derde van het volume van ETFs die door niet-APs op de secundaire markt worden verkocht (en door APs worden gekocht) door APs doorgegeven aan aflossingen op de primaire markt (zie Figuur 2).

5. Het segment van de high yield-obligaties is geconcentreerder en zwaarder verhandeld en APs die op deze markt actief zijn, lijken minder geneigd om schokken op te vangen. In de stressperiode van februari zien we dat APs bijna 60% van de verkopen op de secundaire markt doorgeven aan de primaire markt. Dit suggereert dat de high yield-ETFs kwetsbaarder kunnen zijn dan de vastrentende ETF-markt in zijn geheel.

Zoals uit Figuur 2 duidelijk blijkt, liggen de totale redemption volumes op de primaire markt (gele lijn) veel lager dan de op de secundaire markt geregistreerde koopvolumes van APs. Dit geldt ook tijdens de vastgestelde stressperiodes, wat erop wijst dat APs als buffer tussen de twee markten fungeren. De FCA omschrijft dit als het 'schokabsorberend vermogen van de APs' en beschouwt dit als cruciaal om te voorkomen dat de verkoopdruk op de secundaire markt in tijden van stress de prijs van de onderliggende effecten doet dalen door aflossingen op de primaire markt. Volgens de FCA hanteren APs zo in feite meerdere bedrijfsmodellen. Ze treden niet alleen op als liquidity provider, maar ook als risicoportefeuille-beheerder. ■

Bronnen:
Fixed Income ETFs: secondary market participation and resilience during times of stress, Research Note, januari 2021, FCA Pricing and Liquidity of Fixed Income ETFs in the Covid-19 Crisis of 2020, EII Global Research, juli 2020, BlackRock

FIGUUR 2: AANKOOPVOLUME DOOR APs OP DE SECUNDAIRE MARKT EN AFLOSSINGEN OP DE PRIMAIRE MARKT



Bron: MiFID II transaction reporting data, FCA calculations.

De smart home-evolutie staat nog maar aan het begin

Door Harry Geels

‘Huizen worden steeds slimmer.’ Met die woorden duiden Martijn Rozemuller, Chief Executive Officer bij VanEck Europe, en Peter van Rooyen, Chief Investment Officer bij Dasym, een nieuw, interessant beleggingsthema: smart homes. Ze hebben daartoe samen een actieve ETF ontwikkeld.

Wat wordt bedoeld met het concept smart home?

Peter van Rooyen: ‘Huizen worden, met dank aan de snelle technologische ontwikkelingen, steeds slimmer. Niet alleen automatiseren steeds meer processen in huis, zoals wonen, entertainment, beveiliging, verwarming en verlichting, maar de intelligenter technologie maakt ook meer interactie mogelijk met de bewoner(s). Het huis wordt steeds meer ingericht op wat er gedurende de dag in en rond het huis gebeurt. Denk aan een ontbijt dat is afgestemd op de activiteiten van de dag of het optimaliseren van de temperatuur en luchtvochtigheid voor geconcentreerd werken of studeren. Het smart home-thema stelt deze interactie tussen consument en technologie centraal.

Hoe de mens omgaat met technologie vinden wij intrigerend: welke ontwikkelingen gaat hij omarmen en welke niet? Vaak worden nieuwe technologieën voor iets anders gebruikt dan waarvoor ze zijn ontwikkeld. Fabrieken waren bijvoorbeeld de initiële gebruikers van elektriciteit, maar dat verschoof uiteindelijk naar huishoudens, net zoals de trein aanvankelijk goederen transporteerde, maar later vooral personen vervoerde. Hoe consumenten technologie uiteindelijk gaan gebruiken, leidt tot veranderingen in gedrag en vervolgens ook weer tot nieuwe technologieën en toepassingen van die technologieën.

Hoe de toekomst er precies uitziet, is een ontdekkingsreis, maar een aantal ingrediënten is wel bekend. Kijk

naar thuiswerken en leren op afstand, waarbij we het analoge proces in eerste instantie hebben gedigitaliseerd. Nu we beter bekend zijn met de mogelijkheden en beperkingen van digitale omgevingen, veranderen we de manier waarop we op afstand werken en leren. De recente activiteiten van Facebook en Microsoft die een immersieve virtuele omgeving – het metaverse – willen bouwen, wijzen hier al op.’

Hoe heeft de COVID-19-pandemie het concept smart home veranderd?

Van Rooyen: ‘De verwachting is dat mensen waar mogelijk twee tot drie dagen per week thuis gaan werken. Daar moet het huis op worden ingericht. Het is een trend die nog in de kinderschoenen staat, omdat een huis nog lang niet alle faciliteiten heeft van een kantoor en we nog bezig zijn met het aanpassen aan digitaal en virtueel werken. Meer thuiswerken heeft echter ook andere gevolgen. Zo zien we dat meer mobiliteit naar het huis toekomt in de vorm van pakketjes en maaltijden. Tijdens de pandemie is de adoptie van e-commerce enorm versneld. In een jaar tijd is de digitale handel net zo snel gegroeid als de afgelopen drie jaar samen.

Smart home is overigens een heel rijk thema. Niet alle bedrijven die we op het oog hebben voor onze ETF zijn volgens de populaire definities technologiebedrijven. Denk aan een bedrijf dat online educatie verzorgt, of virtuele fitnessruimten of communities creëert. We hebben een aantal segmenten benoemd waarin we graag

beleggen. Naast werk, educatie en sport zijn dat onder meer gezondheidszorg en e-commerce. Daarbij houden we ook rekening met de verschillende fasen in de ontwikkeling van het smart home-concept. In eerste instantie ligt de focus met name op de uitrol van de smart home-infrastructuur, zoals hardware, software en interconnectiviteit. Wanneer de infrastructuur er eenmaal ligt, zullen mensen deze gaan toepassen in hun dagelijks leven en verschuiven de investeringen naar de bedrijven die inspelen op de interactie met en beleving bij consumenten. Het huis zal daarbij steeds meer een interface worden.'

Wat zijn de vooruitzichten voor de smart home-evolutie?

Van Rooyen: 'Het is bijzonder dat het huis al eeuwen een centrale rol speelt en dat de rol steeds verandert. Eeuwen geleden werd het werk ook aan huis gedaan. De smid en de kleermaker zijn daar goede voorbeelden van. Sinds de Industriële Revolutie zijn huis en werk steeds meer ontkoppeld geraakt. Maar door technologische ontwikkelingen in de laatste jaren zien we de functie van het huis weer breder worden. Een vergelijkbaar verhaal kan verteld worden over recreatie. Sinds de jaren twintig van de vorige eeuw is vermaak in toenemende mate buiten het huis komen te liggen. Musea, bioscopen, cafés en dansgelegenheden werden steeds populairder. Nu komt het huis juist weer centraler staan. Die trend naar vermaak in huis is overigens al gestart met de introductie van de televisie en is dus al een aantal decennia gaande. Het eindpunt is echter nog niet bereikt en we kunnen filosoferen over wat er allemaal mogelijk is, zoals digitaal museumbezoek of leven in digitale communities. De timing van het fonds is goed. We staan aan de vooravond van nog veel meer ontwikkelingen. COVID-19 heeft het proces versneld, ook al is het proces al in de jaren zestig van de vorige eeuw in gang gezet.'

Jullie hebben een ETF ontwikkeld om in het thema smart home te beleggen. Kunnen jullie iets zeggen over de fonduarakteristieken?

Martijn Rozemuller: 'Het is wellicht goed te memoreren dat we dus niet in een thema beleggen dat de bekende S-curve heeft, waarbij we dan nu op het

steile gedeelte zouden zitten dat over een aantal jaren afvlakt. Er zullen, zo verwachten wij, steeds weer nieuwe thema's komen. Daardoor denken wij eerder aan een exponentiële curve. Het is daarom een actieve ETF geworden, wat best bijzonder voor ons is. Een ETF wordt meestal nog geassocieerd met passief beleggen, maar ontwikkelingen vanuit de Verenigde Staten laten zien dat een ETF zich ook prima leent voor actieve vormen van beleggen. De voordelen van een ETF, zoals de continue handel, worden als het ware ontsloten voor een actieve beleggingsstrategie. Ik verwacht dat de komende vijf tot tien jaar steeds meer actieve fondsen op een efficiënte ETF-structuur zullen overstappen.

Sommige thema's lenen zich niet voor een passieve beleggingsstrategie. Vaak omdat het beleggingsuniversum nog niet groot genoeg is, niet scherp genoeg gedefinieerd kan worden of niet liquide genoeg is om de mechanische in- en uitstroomtechnieken van ETFs aan te kunnen.

Onze smart home-ETF zal trouwens een subfonds worden van ons Ierse UCITS-platform voor ETFs en wordt daardoor op meerdere beurzen verhandelbaar. Het dividend wordt herbelegd om in de groei van de bedrijven te kunnen investeren. Maandelijks wordt er geherbalanceerd. Er is verder sprake van fysieke replicatie en er vindt geen securities lending plaats. De Total Expense Ratio is tot slot 0,85%.'

Kunnen jullie tot slot wat vertellen over jullie samenwerking?

Rozemuller: 'Dasym is de bedenker van het thema en de investment advisor. VanEck biedt het platform om efficiënt fondsen in de markt te kunnen zetten. De samenwerking is tot nu toe zó geslaagd, dat dit wereldwijd zelfs het eerste actief beheerde ETF van VanEck wordt. We zien ons bedrijf graag als pionier. Zo is VanEck in de VS eerder voorloper geweest in beleggingsproducten voor internationale aandelen, goud en schaarse grondstoffen. CAVE, de nieuwe ticker van het fonds, is hierop een mooi vervolg.' ■



Martijn Rozemuller

Martijn Rozemuller heeft Technische Bedrijfskunde gestudeerd aan de Universiteit Twente. Hij ging daarna aan de slag bij handelshuis Optiver, waar hij naast opties ook kennismaakte met ETFs. Bij Optiver werd hij ook partner. Na zijn carrière bij Optiver heeft Rozemuller in 2008 het bedrijf Think ETFs opgericht en was daar Directeur. In 2018 nam de Amerikaanse aanbieder van beleggingsproducten VanEck, Think ETFs over en sindsdien is hij Chief Executive Officer van VanEck Europe.



Peter van Rooyen

Peter van Rooyen studeerde Bedrijfseconomie aan de Universiteit van Tilburg en haalde zijn graad in Master of Financial aan de Vrije Universiteit Amsterdam. Hij begon zijn loopbaan in 1997 als Business Analyst bij HAL Capital Management en richtte in 2000 samen met Frank Botman Dasym's voorganger Talpa Capital op. Als Chief Investment Officer bij Dasym is hij onder meer verantwoordelijk voor het opstarten en beheren van diverse fondsen waar hij de sector-overschrijdende beleggingsaanpak ontwikkelde, gebaseerd op de digitalisering van het dagelijks leven.

Innovatie bij ETFs is nu vooral gericht op duurzaamheid

De ETF-industrie heeft de afgelopen jaren een enorme groei doorgemaakt. De continue innovatie zorgt ervoor dat duurzaam beleggen eenvoudig meegenomen kan worden in de ontwikkeling van nieuwe producten.

Door *Philippe Roset*

Het aantal ETFs in Europa is sinds 2010 gegroeid van 1.069 naar 1.890, terwijl het vermogen onder beheer in deze periode is toegenomen van \$ 281 miljard naar \$ 1.412 miljard¹.

In eerste instantie werden vooral aandelen-ETFs ontwikkeld en gebruikt. Maar de afgelopen jaren is ook het gebruik van obligatie-ETFs enorm toegenomen. Met de hulp van gespecialiseerde partijen (handelshuizen, indexaanbieders en portfoliomanagers) maken ETFs de traditioneel ondoorzichtige obligatiehandel transparant en eenvoudig toegankelijk voor iedereen.

Het begin van de COVID-19-crisis was opnieuw een moment waarop de bestendigheid van obligatie-ETFs werd getest. Dat was vooral

het geval toen de handel in bedrijfsobligaties grotendeels opdroogde. Een ETF is immers minstens zo liquide als de onderliggende markt. Maar wat gebeurt er als die onderliggende markt niet meer efficiënt functioneert?

Er was in die periode kritiek dat de obligatie-ETFs onder hun Net Asset Value werden verhandeld. Maar voor obligatiebeleggers, die merkten dat er geen handel in de onderliggende obligaties meer plaatsvond, was duidelijk dat de Net Asset Value geen realistisch beeld meer gaf van de prijzen. De handel in ETFs bleek een beter beeld te geven van de daadwerkelijke handelbare prijzen.

Een nieuwe standaard
Tegelijkertijd veranderen de criteria voor duurzaam beleggen in sneltreinvaart.



Philippe Roset

Head of SPDR Netherlands & Nordics, State Street

Voor aandelenbeleggingen is dit in een periode van 2,5 jaar verschoven van uitsluitingen, waarbij een lage tracking error ten opzichte van de standaardindex van groot belang was, naar best-in-class. Dit wordt vaak toegepast nadat een uitsluiting heeft plaatsgevonden. Op klimaatgebied werd in eerste instantie ingezet op de Climate Transition Benchmarks, maar nu er duidelijkheid is ontstaan over de Paris Aligned-methodologie, lijkt dat de nieuwe standaard te zijn. De afwijkingen van de traditionele indices lijken veel minder belangrijk te zijn geworden.

Ook op obligatiegebied zagen we in eerste instantie een focus op uitsluitingen. De laatste jaren is het aantal uitsluitingen toegenomen en sinds ongeveer een jaar

zijn er ook obligatie-ETFs op de markt die gebruik maken van best-in-class.

Het ziet er naar uit dat het jaar 2021 alle netto instroomrecords voor de Europese ETF-industrie gaat overtreffen. We zien verder dat bijna de helft van al het nieuw belegd vermogen in de Europese UCITS-ETFs dit jaar in duurzame varianten wordt geïnvesteerd. Daar komt nog bij dat bestaande niet-duurzame producten een nieuwe duurzame beleggingsdoelstelling krijgen. Deze combinatie van factoren brengt als voordeel mee dat de verschuiving naar duurzamere beleggingen in dit snelle tempo kan plaatsvinden.

Institutionele beleggers uit Nederland, maar zeker ook uit Scandinavië, leveren een grote bijdrage aan deze transitie naar duurzamere ETFs. De eerste investeringen in nieuwe ETFs zijn van groot belang om deze te kunnen lanceren en vervolgens om andere investeerders te kunnen aantrekken. Een ETF wordt immers pas echt efficiënt als er meerdere (soorten) beleggers gebruik van maken en er een liquide handel in ontstaat.

Het nut van goede data

Naast de verscheidene manieren om duurzaam te beleggen, zijn er ook veel data om de verschillende aspecten van ESG te meten. Gespecialiseerde bedrijven en instanties kijken bijvoorbeeld naar de CO₂-uitstoot, duurzame kenmerken in de verslaggeving, diversiteit in het bestuur of bepaalde uitsluitingscategorieën. Soms vullen deze ESG-data elkaar aan en soms spreken de data elkaar ook tegen.

De transparantie die ontstaat op het gebied van duurzaamheid en de gerelateerde productontwikkeling draagt bij aan positieve verandering.

Het kan dan zijn dat de ene ESG-dataprovider aangeeft dat een bedrijf uitgesloten moet worden, terwijl dit bij een andere ESG-dataprovider niet het geval is. Het is daarom nuttig om de data van meerdere ESG-dataproviders te gebruiken in de analyse.

Indexbeleggers zijn doorgaans voor de lange termijn aandeelhouder in veel bedrijven. Dit stelt ze in staat om in gesprek te gaan met bestuurders en bedrijven en duurzame onderwerpen te agenderen. Dit doen de stewardship teams op basis van externe data en eigen bevindingen, met als doel het ESG-profiel van de gehele sector te verbeteren. Daarbij zijn de specifieke kenmerken voor een bedrijf in een bepaalde sector van groot belang. Een bank of verzekeraar heeft nu eenmaal andere duurzame factoren die van invloed zijn dan bijvoorbeeld een speelgoed-fabrikant.

De Sustainability Accounting Standards Boards (SASB) heeft een model ontwikkeld waarin wordt

aangegeven welke duurzame factoren financieel van belang zijn voor een bedrijf in een specifieke sector. Dit is de SASB Materiality Map², die publiek beschikbaar is op de website van SASB. Deze informatie wordt dus gebruikt door bedrijven en stewardship teams van asset managers, maar ook ten behoeve van de productontwikkeling van nieuwe duurzame ETFs. De bedrijven krijgen een duidelijk beeld van hoe ze presteren op duurzaamheid ten opzichte van vergelijkbare bedrijven en ze weten ook op welke punten ze moeten verbeteren.

Positieve verandering

De transparantie die ontstaat op het gebied van duurzaamheid en de gerelateerde productontwikkeling draagt bij aan positieve verandering. Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de naar boven bijgestelde verwachtingen rond duurzaamheid van beleggers en politici of de afnemende cost of capital voor duurzamere bedrijven. Schaalvoordelen voor hernieuwbare energie en technologische vernieuwing versterken de trend verder.

Obligatie-ETFs zijn volwassen geworden en er is inmiddels meer duidelijkheid over duurzame criteria en de rapportage hiervan. Daarnaast is de ETF-industrie gewend aan innovatie. Als we deze factoren combineren betekent dit dat duurzame obligatie-ETFs de komende jaren een belangrijke bijdrage zullen leveren aan de efficiënte allocatie van kapitaal richting duurzamere bedrijven. ■

¹ ETFGI, State Street as per 30 September 2021
² <https://materiality.sasb.org/materiality.html>

IN HET KORT

De ETF-industrie in Europa blijft enorm snel groeien.

Bijna de helft van het nieuw belegd vermogen in 2021 gaat naar duurzame ETFs.

ETFs innoveren snel op basis van veranderende ESG-criteria.

Meerdere ESG-dataproviders en SASB verbeteren het inzicht in ESG.

Deze duurzame innovatie vindt nu ook bij obligatie-ETFs plaats.

Institutionele beleggers spelen een belangrijke rol inzake deze duurzame innovatie.

Disclaimer
Investing involves risk including the risk of loss of principal.

The whole or any part of this work may not be reproduced, copied or transmitted or any of its contents disclosed to third parties without SSGA's express written consent.

All information is from SSGA unless otherwise noted and has been obtained from sources believed to be reliable, but its accuracy is not guaranteed. There is no representation or warranty as to the current accuracy, reliability or completeness of, nor liability for, decisions based on such information and it should not be relied on as such.

© 2021 State Street Corporation - All Rights Reserved

Tracking Number 3905015.11.EMEA.INST

Exp: 31/01/2022

Indexfondsen en ETFs van volwaardig nut bij duurzaam beleggen

Passieve beleggingsinstrumenten, zoals indexfondsen en Exchange Traded Funds (ETFs), worden vandaag de dag volop ingezet als bouwstenen binnen beleggingsportefeuilles. Op zowel tactisch als strategisch vlak wordt de meerwaarde nauwelijks meer betwist. Wat zijn momenteel de cruciale factoren om op te letten?

Door Wim Groeneveld

Passieve instrumenten bieden de mogelijkheid om tegen lage kosten exposure te krijgen naar gewenste assetcategorieën. De belangrijkste factor die een belegger echter in overweging moet nemen alvorens een indexfonds of een ETF te gebruiken, is of die beoogde exposure in overeenstemming is met het doel. Het aanbod is in elk geval zodanig gegroeid dat er tegenwoordig zelfs binnen een categorie vaak uit verschillende niveaus van duurzaamheid kan worden gekozen. Dat stelt Effi Bialkowski, Vice President Fiduciary Management bij Van Lanschot Kempen.

Volgens haar bewijzen passieve producten gericht op duurzaamheid hun nut. 'Het verkrijgen van de gewenste exposure en duurzaamheid is voor ons het belangrijkste. We kijken daarbij naar de benchmark van het fonds en hoe ESG in het beleggingsbeleid van het fonds is geïntegreerd.' Fondsen die in tabak of controversiële wapens beleggen, worden daarom al sinds jaren niet meer geselecteerd. Vervolgens wordt de voorkeur gegeven aan een gerenommeerde partij met een sterke infrastructuur om nare verrassingen te voorkomen.

Bialkowski geeft een goede indicatie van hoe belangrijk passieve beleggingsinstrumenten zijn geworden. 'Wij zijn weliswaar een actieve asset manager, maar op onze beleggingsfondsadviselijst wordt intussen bijna 70% van de fondsen passief beheerd. Bij onze vijf stan-

daard vermogensbeheerdiensten beleggen twee van de vijf diensten volledig passief. De andere drie beleggen in een mix van actieve en passieve producten. Voor deze diensten hebben we wel meer actieve dan passieve fondsen geselecteerd.' Bialkowski geeft aan dat er bij de keuze voor passieve oplossingen vaak indexfondsen worden geselecteerd, voornamelijk als het om vermogensbeheer gaat. In het advieskanaal worden in het algemeen liever ETFs aangewend. Dat heeft met name te maken met de intraday verhandelbaarheid, zodat snel in en uit kan worden gestapt.

Is er iets veranderd?

Indexproducten blinken vaak uit door hun eenvoud en dat is een extra verklaring voor hun populariteit. Is er nou ook iets veranderd in de noodzakelijke vaardigheden om passieve beleggingsinstrumenten te selecteren? Niet echt, antwoordt Marc Vijver, Investment Professional en Pensioenfondsbestuurder. Hij is gewend om fondsen te selecteren met een institutionele bril op. 'Dat gaat wel wat verder dan factsheets en wat losse informatie vergelijken. Daarom

stel ik bij een selectie eerst een investment case op. Zo'n investment case begint met het kijken naar het gedeelte van het universum waarnaartoe je exposure wilt hebben, dan komt de keuze voor een benchmark aan bod en vervolgens wordt er gekeken naar de kaderstelling.' Bij dat laatste komt het selecteren van een

'Wij zijn weliswaar een actieve asset manager, maar op onze beleggingsfondsadviselijst wordt intussen bijna 70% van de fondsen passief beheerd.'

deelniversum en de relatieve prestatie in beeld, maar ook de vraag welke risico's en kosten je wel en niet accepteert, hoe actief en passief zich tot elkaar verhouden en welke Key Performance Indicators (KPIs) worden vastgelegd voor de beoordeling na verloop van tijd.

Al deze zaken hebben volgens Vijver geen betrekking op de fondskeuze, maar op alle randvoorwaarden. 'Het opstellen van een investment case heeft als voordeel dat dit document doorlopend voor fondsselectie en toetsing daarvan kan blijven dienen, zowel voor actieve als passieve fondsen.' Met de kaderstelling uit de investment case wordt dan begonnen met de fondsselectie, zo beschrijft Vijver. Al is het proces niet veranderd, er zijn wel andere zaken bij gekomen die aandacht vragen. Zo zijn de vragenlijsten met betrekking tot de continuïteit van een fonds flink toegenomen. Verder gaat veel extra aandacht uit naar ESG-integratie en de reporting.

Belangrijke lessen

De belangrijkste les die Frank Huitema, Chief Investment Officer bij het Mediahuis Pensioenfonds, heeft geleerd, is dat passief beleggen slechts in enkele beleggingscategorieën een efficiënt alternatief vormt voor actief beleggen. Buiten aandelen zijn passieve oplossingen of niet beschikbaar of bijna even duur als actief beleggen, zo heeft hij gemerkt. 'Bij een categorie als high yield kunnen in tijden van stress abrupte indexwijzigingen optreden die voor passieve instrumenten moeilijk te verwerken zijn. De vloed aan downgrades in de Amerikaanse energiemarkt ten tijde van de scherpe olieprijsdalingen van 2015 was daarvan een sprekend voorbeeld. Een tandem van een portfoliomanager en een door de wol geverfde obligatiehandelaar bewijst dan zijn meerwaarde.'

Zijn pensioenfonds gelooft sterk in actief beheer. 'Veel mensen, waaronder ook toezichhouders, vragen zich af of actieve beleggers hun geld wel waard zijn. Ik denk dat je inderdaad van een koude kermis thuiskomt als je tamelijk willekeurig een aandelenbeheerder selecteert en het retailtarief betaalt. Wij ervaren dat zorgvuldig geselecteerde beheerders, ná kosten en gecorrigeerd voor stijkenmerken en exposure naar factoren, hun meerwaarde demonstreren. Maar ook wij gebruiken passief beheer binnen aandelen als aanvulling op onze actieve strategieën, bijvoorbeeld om het actief risico te managen.'

Sommige partijen stellen met regelmaat dat passieve beleggingsinstrumenten de vrije markt verstoren en zelfs een systeemrisico kunnen vormen, waarbij doorgaans op ETFs wordt gedoeld. Dat zou inderdaad kunnen indien er overwegend in zou worden belegd, erkent Vijver. Een goede prijsvorming en liquiditeit zouden dan weleens gevaar kunnen gaan lopen. Maar maart 2020 was een belangrijke testcase volgens Vijver. 'De daling op de markt was toen zo snel en heftig, dat prijsvorming soms lastig bleek. Het bijzondere was dat ETFs toen juist beter verhandelbaar waren dan de onderliggende waarden, oftewel de losse onderdelen uit die index. Daarmee werd juist aangetoond dat ETFs een extra bron van liquiditeit in de markt brengen.'

Het duurzaamheidsaspect

Maatschappelijke impact en duurzaamheidsdoelen zijn vandaag de dag belangrijke focuspunten in het beleggingsproces van veel beleggers. De vraag is in hoeverre dat met passieve beleggingsinstrumenten kan worden gerealiseerd. Effi Biakowski is zeer te spreken over het nut bij duurzaamheid, zo bleek eerder. Huitema ziet ook de pluspunten. 'Ondernemingen die sterk vervuilende producten maken of met sterk vervuilende productieprocessen werken, lopen een verhoogd risico weggevaagd te worden. Er zijn inmiddels goed doordachte passieve producten beschikbaar waarmee een duurzame benadering kostenefficiënt kan worden uitgevoerd. In het begin waren dat vooral producten met een set regels en optimalisaties waarmee op een systematische wijze werd afgeweken van de mainstream aandelenindices. Elke ETF-bouwer deed dat op zijn eigen manier. Met de opkomst van de Climate Transition Benchmark en de Paris-Aligned Benchmark kan het speelveld overzichtelijker worden.'

De wegingschema's daarachter kunnen volgens hem goed worden vertaald in passieve oplossingen. Beleggers gericht op het verminderen van CO₂-footprint en transitierisico's krijgen daarmee meer keuzemogelijkheden. Dat geldt ook op het vlak van impactbeleggen, zo meent Huitema. 'Dit werd lang geassocieerd met actieve en geconcentreerde portefeuilles. Ik verwacht dat we de komende jaren een hausse aan passieve producten gaan zien waarin niet alleen negatieve kenmerken als CO₂-uitstoot in het wegingschema zitten, maar ook positieve kenmerken worden meegewogen, zoals de SDGs.' ■



Effi Bialkowski

Vice President
Fiduciary Management,
Van Lanschot Kempen



Frank Huitema

Chief Investment Officer,
Mediahuis Pensioenfonds



Marc Vijver

Investment Professional en
Pensioenfondsbestuurder

IN HET KORT

Het aanbod van ETFs en indexfondsen is de afgelopen jaren flink gegroeid, waardoor een belegger nu veel meer keuzemogelijkheden heeft.

Een investment case kan helpen bij de selectie van de juiste beleggingsfondsen.

Passief beheer blijkt een goede aanvulling te bieden op actief beheer.

ETFs hebben het tijdens de COVID-19-crisis verrassend goed gedaan.

ESG en impactbeleggen zullen de komende jaren ook in passief beheer een steeds grotere rol gaan spelen.

Alleen met de ogen wagenwijd open beleggen in China

Door Joost van Mierlo Fotografie Cor Salverius



De geopolitieke spanningen in de wereld lopen op. Dat is vooral het gevolg van de machtsstrijd tussen de Verenigde Staten als bestaande wereldmacht en een steeds krachtiger wordend China. Dat laatste land is te groot om te negeren voor wereldwijd beleggende asset managers. Maar het land brengt ook unieke uitdagingen met zich mee.

Tijdens het seminar ‘What to own, and not to own, in a low-yield world?’ ging een vijftal experts met elkaar in discussie over de impact van China op de fixed income-markten. Deelnemers waren Joachim Fels van PIMCO, Michael Hampden-Turner van de London Stock Exchange Group, Luc Aben van Van Lanschot Kempen, Diana Choyleva van Enodo Economics en Edin Mujagić van OHV Vermogensbeheer.

Wordt de toenemende confrontatie tussen de Verenigde Staten en China veroorzaakt door deglobalisering?

Joachim Fels: ‘Ik weet niet of er sprake is van deglobalisering. Ik spreek liever van een hernieuwde regionalisering van de wereld. Aan de ene kant is er de Amerikaanse invloedssfeer rond de NAFTA en waarschijnlijk de Latijns-Amerikaanse landen. Verder is er een regio rondom China en de derde wezenlijke regio is de Europese Unie.

Het is heel goed mogelijk dat er sprake is van intensievere relaties binnen die economische blokken. Je kunt dan feitelijk spreken over mini-globalisering. Maar ik denk dat de relaties tussen de blokken onderling verminderen.

De confrontatie tussen de VS en China is de meest wezenlijke. Het is minder duidelijk hoe de EU daarop zal reageren. Ik vermoed dat de onderlinge banden worden aangetrokken. We hebben natuurlijk de Brexit gehad, maar ik verwacht niet dat er nog meer landen zullen vertrekken. In Zuidoost-Europa zullen er nog wat landen bij komen.’

We zien de Chinese economie veranderen van lagelonenland naar een economie met banen met een hogere toegevoegde waarde. In hoeverre is dat positief voor de globalisering?

Michael Hampden-Turner: ‘Het is duidelijk dat als de lage kosten van arbeid vervangen worden door duurdere arbeid in China of duurdere arbeid in het Westen, dit gevolgen zal hebben voor de inflatie. Die zal stijgen. Dat zal de grote verandering zijn.’

Luc Aben: ‘Een zekere nuancering is noodzakelijk. De handel met het Amerikaanse blok is vooralsnog veel belangrijker dan de handel met China. Dat maakt het vooralsnog eenvoudig voor bijvoorbeeld Europa om zich meer op de VS te richten. Ten aanzien van de inflatie heb ik ook mijn twijfels. De goedkope arbeid zal volgens mij niet worden vervangen door duurdere arbeid, maar door digitalisering en automatisering. De gevolgen van de globalisering voor inflatie zullen gering zijn.’

Diana Choyleva: ‘De confrontatie tussen China en de VS is een heel interessant vraagstuk. Overal ter wereld zijn bedrijven gewend geraakt aan het feit dat China de plek is waar dingen worden geproduceerd. Het land is de fabriek van de wereld. In de komende confrontatie, waarbij de wereld volgens mij wordt opgedeeld in een VS-blok en een China-blok, zullen bedrijven ervoor moeten zorgen dat ze in beide zones productiefaciliteiten hebben en een eigen logistiek systeem. Dat betekent dat de productie minder efficiënt zal worden en daardoor ook duurder. Dat is onvermijdelijk. Het zal ten koste gaan van de productiviteitsstijging.’

Edin Mujagić: ‘Als gevolg van alle COVID-19-beperkingen is het afgelopen jaar duidelijk geworden hoe afhankelijk we zijn van China. Het gaat niet alleen meer om speelgoed, maar het is steeds duidelijker dat China uiterst belangrijk is voor de bevoorrading van cruciale sectoren. Maar nu is er een beweging in het Westen, en vooral in de VS, om minder afhankelijk te worden van China.

Dat zal noodzakelijkerwijs tot een daling van de economische groei leiden. Het is pijnlijk maar onvermijdelijk. De vraag waar ik mee zit, is in hoeverre China geraakt zal worden door de komende confrontatie. In de afgelopen veertig jaar heeft China zich snel ontwikkeld. Dat is voor een deel gebeurd door het kopiëren of stelen van



VOORZITTER

Kees Verbaas

Chief Investment Officer,
Altis Investment Management



Luc Aben

Chief Economist,
Van Lanschot Kempen



Diana Choyleva

Chief Economist,
Enodo Economics



Joachim Fels

MD, Global Economic Advisor,
PIMCO



Michael Hampden-Turner

Director, FIMA Index Product Management & Applied Research, London Stock Exchange Group



Edin Mujagić

Chief Economist, OHV Vermogensbeheer

westerse technologie. Op dit moment is het duidelijk dat er ook door de Chinezen zelf veel wordt ontwikkeld.

Toch is het mij onduidelijk of China niet zelf hard zal worden geraakt door de confrontatie op te zoeken. Het land zou misschien nog wel harder kunnen worden geraakt dan de VS en Europa.'

Choyleva: 'Er is geen voor de hand liggend antwoord. In het Westen, en dan met name de VS, wordt waarde gecreëerd door particulier initiatief. Maar de Apple's en Microsofts van deze wereld hebben een groot probleem. Ze zijn de afgelopen jaren afhankelijk geworden van hun omzet in China, waar ze tot 50% van hun omzet vandaan halen. Dat is straks niet meer mogelijk.

Het Chinese model is radicaal anders. Het hele land wordt ingezet om een bepaald doel te bereiken. De initiatieven worden door de overheid genomen. Misschien dat in de VS industriepolitiek vanuit de overheid weer belangrijker wordt. Dat is niet verschrikkelijk. Het internet, om maar eens iets te noemen, is ook ontwikkeld binnen het Ministerie van Defensie. Ik verwacht dat dit weer belangrijker zal worden. In feite zag je dat al met de reactie op de pandemie. Het was niet verrassend dat China koos voor een geheel uitgaansverbod. Het was veel verrassender, maar toch ook tekenend, dat veel westerse landen vergelijkbare maatregelen namen. En met verrassend weinig schroom.'

Wat zijn de gevolgen van de opkomst van Chinese obligaties voor portefeuilbeheer?

Hampden-Turner: 'China heeft een enorme verandering ondergaan in de afgelopen

jaren. Sinds de hervorming van het kapitaalverkeer in 2016 is het veel eenvoudiger geworden om te investeren in China. Dat geldt niet alleen voor het beleggen in aandelen, maar ook voor het beleggen in obligaties. En sinds vorig jaar is ook het hedgen van bijvoorbeeld het wisselkoersrisico mogelijk.

Het is niet alleen eenvoudiger om in Chinese obligaties te beleggen, het is ook aantrekkelijk. Het reële rendement op Chinese staatsobligaties is ongeveer 3%. Als je dat vergelijkt met het rendement op westerse staatsobligaties, dan is het duidelijk dat er veel te winnen is.

Maar dat is niet de enige reden om naar China te kijken. De ontwikkelingen met betrekking tot inflatie en daarmee het reële rendement zijn niet gecorreleerd aan die in het Westen. En ook de markt voor bedrijfsobligaties is in de afgelopen jaren verdubbeld of zelfs verdrievoudigd. Deze heeft nu een omvang die vergelijkbaar is met die in Duitsland of het Verenigd Koninkrijk.

Als je problemen hebt met het direct beleggen in de markt, dan zijn er tal van andere instrumenten beschikbaar. Denk aan ETFs. Het counterparty-risico bij deze fondsen ligt bij de partij die de ETFs uitgeeft en niet langer bij de overheid die de obligaties uitgeeft. Het betreft een markt die feitelijk voor iedereen toegankelijk is.

Toch wordt er nog onvoldoende gebruik van gemaakt. Er is een grote verborgen vraag. Dat geldt bijvoorbeeld voor centrale banken. Die hebben traditioneel een voorkeur voor Amerikaanse staatsobligaties, vanwege de rol van de dollar. Maar als je het belang in Chinese obligaties vergelijkt met bijvoorbeeld Japan, is er sprake van een enorme onderwaardering voor het belang in Chinese obligaties. Als dit gelijk zou worden getrokken, betekent dat een aanzienlijke impuls voor Chinese obligaties.'

Aben: 'Voor veel pensioenfondsen is echter het ESG-karakter van hun beleggingen van belang. Dat zorgt toch voor een probleem in China. Met name rond de S zijn er veel twijfels. Wat dat betreft zijn er veel vraagtekens te plaatsen bij het Chinese overheidsbeleid.'

Hampden-Turner: 'Dat is in zekere zin de verklaring voor het relatief hoge rendement. Maar er zijn ook tal van ondernemingen die voldoen aan de ratings.'



Choyleva: ‘Michael Hampden-Turner heeft terecht gezegd dat China te groot is om te negeren. Maar als je er belegt, moet je dat wel doen met je ogen wagenwijd open. We leven in een wereld die uit elkaar wordt getrokken. Dat geldt ook voor de kapitaalmarkten.

Het ligt er enorm aan waar je gevestigd bent. Als je een asset manager in Thailand bent, zou ik zeker adviseren om in Chinese staatsobligaties te beleggen. Ik ben minder zeker van bedrijfsobligaties, maar staatsobligaties, daar zeg ik ja op.

De situatie is heel anders wanneer je een asset manager bent in de VS. In dat geval zou ik zeggen dat je Chinese obligaties niet moet aanraken. Maar de Chinezen azen niet op Amerikaanse beleggers, maar op die van China. En op die van Duitsland. Dat is een heel ander verhaal.’

Fels: ‘We leven in een wereld waarin we allemaal op zoek zijn naar rendement. China is wat dat betreft aantrekkelijk. Dat geldt voor het rendement, maar het geldt ook vanuit het oogpunt van diversificatie. We hebben dan ook een overwogen positie wanneer het gaat om Chinese staatsobligaties.

Het is anders met bedrijfsobligaties. Er zijn allerlei issues rondom corporate governance. Maar ook hier geldt dat de markt te groot is om te negeren. Het is echter van belang om selectief te werk te gaan. Met name in de markt voor high yield-obligaties zijn er tal van mogelijkheden. Maar dit veronderstelt een gedegen kennis van de markt en is alleen mogelijk met een aanzienlijk team aan onderzoekers. Het is alleen mogelijk als actieve belegger. Het is geen markt waar je de index kunt kopen.’

Mujagić: ‘Wij beleggen ook in China. De markt is nu eenmaal te groot om te negeren. Er zijn tal van risico’s waar we overal mee te maken hebben, zoals het valutarisico. Maar we stellen onszelf bij China andere vragen dan bij andere beleggingen. Bij onze Amerikaanse beleggingen vragen we ons nooit af of er een gevaar is dat we het geld niet kunnen terugkrijgen. Natuurlijk kun je geld verliezen, maar we gaan er altijd vanuit dat we het geld terug kunnen halen. Dat is een vraag die we onszelf wél moeten stellen bij onze Chinese beleggingen.

Ik heb het gevoel dat dit een risico is dat door veel beleggers in China niet voldoende op waarde wordt geschat. De echte vraag die

we ons moeten stellen is of een reëel rendement van 3% genoeg is om het risico te lopen om onze belegging te verliezen.’

Fels: ‘Daar ben ik het mee eens. We hebben in China mogelijk te maken met een ‘Hotel California’-scenario, waarbij het wel mogelijk is om in te checken, maar waarbij het niet mogelijk is om te vertrekken.’

Hampden-Turner: ‘Ik denk dat het risico vergelijkbaar is met tal van andere Opkomende Markten. Volgens mij is er geen serieus verschil tussen China en andere landen. Het is iets waar je altijd rekening mee moet houden.’

Choyleva: ‘Het grote verschil is dat China zoveel groter is dan de andere opkomende markten. Het gaat meteen over aanzienlijk grotere hoeveelheden geld. Geen wonder dat beleggers huiveriger zijn. Dat is volledig terecht in mijn ogen.’

Aben: ‘Wij voelen ons niet comfortabel genoeg om in China te beleggen. We bestuderen de situatie natuurlijk, maar we hebben de stap nog niet genomen. Misschien zijn we te voorzichtig, dat is heel goed mogelijk. Er wordt een rendement behaald van 2% à 3%. Dat klinkt aantrekkelijk, maar we kunnen dat ook behalen in sommige delen van de high yield-markt in Europa en de VS.’

Choyleva: ‘Je bent niet de enige. Het Japanse overheidspensioenfonds GPIF kondigde enkele weken geleden aan dat het niet zal investeren in een index waar China deel van uitmaakt. Het is waarschijnlijk een politieke beslissing, maar deze zet is wel van belang. In het verleden hoefde je als belegger geen afweging te maken tussen politieke beslissingen en een aantrekkelijk rendement. De situatie ligt nu anders.’

Er wordt veel gesproken over China, de VS en Europa. Hoe staat het met de 1 miljard mensen in Afrika?

Choyleva: ‘Een groot deel van Afrika ligt in de invloedssfeer van China. Dat is het gevolg van de investeringen door China in de afgelopen decennia. Maar dat wil niet zeggen dat de situatie niet kan veranderen. De keuze voor China is geen ideologische keuze voor Afrikaanse landen. Het is een simpel gevolg van het feit dat ze kapitaal verwelkomen. Op het moment dat Europa en de VS meer kapitaal richting Afrika gaan sturen, zal de invloed groter worden.’ ■

IN HET KORT

Er is sprake van een hernieuwde regionalisering van de wereld, met een Amerikaanse, een Chinese en een Europese invloedssfeer.

Het Amerikaanse blok is voor de EU vooralsnog belangrijker dan het Chinese blok, maar het belang van het Chinese blok neemt toe, met grote gevolgen voor de wereldeconomie.

Chinese staatsobligaties zijn erg aantrekkelijk, maar brengen aanzienlijke ESG-vraagstukken met zich mee.

Het Amerikaanse en het Europese blok kunnen de invloed van het Chinese blok in Afrika nog terugdringen.

Bekijk hier de video's van het seminar over What to own in a low-yield world?



De uitdagingen in de obligatiemarkten te lijf met slow bond investing

Obligatiemarkten zijn sinds hun ontstaan erg veranderd en gegroeid. De keuze voor beleggers is enorm toegenomen.

Daardoor zijn er nog altijd kansen voor obligatiebeleggers, met name als ze een fundamentele bottom up-benadering volgen en een wereldwijde insteek hebben. Dat betoogt Torcail Stewart, Investment Manager bij Baillie Gifford.

By Harry Geels

Hoewel de rente sinds de inmiddels aangekondigde tapering wat is opgelopen, laten veel obligatie-indices nog altijd negatieve reële yields zien. Valt er nog wel een betrouwbare en regelmatige inkomstenstroom te realiseren met obligaties?

‘Obligatiemarkten zijn ontstaan, zo ongeveer ergens in de jaren zeventig van de vorige eeuw, uit een behoefte van beleggers om een relatief veilige inkomstenstroom te verkrijgen. Vooral institutionele beleggers hadden behoefte aan beleggingen die goed pasten bij hun verplichtingen. Echte fundamentele bottom-up analyse werd eigenlijk nooit echt noodzakelijk gevonden. Het kennen van de ratings was voldoende. De ratingbureaus, zeg maar de ‘drie wijze mannen’, bepaalde jarenlang in welke obligaties kon worden belegd. Door deze ontstaansgeschiedenis zijn obligatiemarkten eigenlijk

nooit efficiënt geweest. Daarom menen wij dat fundamentele bottom-up analyse veel waarde kan toevoegen aan het beleggen in obligaties. Hier verschillen we van veel andere beleggers, die vaak meer nadruk leggen op ‘top-down-beslissingen’. Denk daarbij aan de curve-positionering en beslissingen inzake de duration.

Bij obligatiebeleggen is het verder van belang dat het beleggingsuniversum groot is, bijvoorbeeld door wereldwijd te beleggen in allerlei obligatievormen. Daardoor zijn er meer mogelijkheden om de winnaars te selecteren. Denk aan de Fundamental Law of Active Management, waarbij de Information Ratio gelijk is aan selectievaardigheden maal het aantal onafhankelijke beleggingsmogelijkheden. Nu de rentes zo laag zijn – inderdaad een fact of life vandaag de dag – komt het des te meer aan op bond picking. Het passief varen op de yield van de benchmark levert weinig op. Voor de duidelijkheid: de basis van actief beheer is niet het kopen van de obligaties met de hoogste yield, maar van de obligaties met de hoogste risico-rendementsverhouding op de lange termijn. Diverse obligaties zijn, door inefficiënties, gelukkig nog steeds niet goed geprijsd en daar kunnen wij ons voordeel mee doen. Onze portefeuille heeft momenteel geen enkele obligatie met een negatieve yield. Zelfs in Europa, dat de laagste yields ter wereld kent, zijn er nog goede beleggingsmogelijkheden te vinden.’

Op welke inefficiëntiesegmenten richten jullie het vizier dan?

‘Wij letten vooral op bedrijven die een enorme groeipotentie hebben, maar nog niet goed door de markt worden gezien. Dat komt bij obligaties neer op beleggen met een growth-stijl. Het mooie van groeibedrijven is dat als ze een keer in de problemen komen, aandelenbeleggers ze graag van nieuw kapitaal voorzien, omdat het groeiverhaal meestal niet zomaar verdwenen is. Het gaat erom die groeitoppers zo vroeg mogelijk te ontdekken, als de spreads nog relatief groot zijn. Het faillissementsrisico – het belangrijkste risico bij obligaties – heeft bij groeibedrijven de neiging lager te zijn. Wij spreken ook wel van slow bond investing.

Een andere bron van inefficiënties komt voort uit het denken in de bekende boxen: high yield en investment grade. Juist in de

crossovers ontstaan kansen. We kiezen vaak bedrijven die nog net high yield zijn, maar die door hun groei waarschijnlijk in de komende jaren investment grade zullen worden. Ook veel obligaties zonder rating bieden voor ons aantrekkelijke kansen. Een groot gedeelte hiervan is weliswaar niet interessant omdat de liquiditeit van veel emissies te beperkt is, maar er zijn emittenten met voldoende of zelfs grote liquiditeit met een mooi achterliggend groeiverhaal. Bijvoorbeeld Fraport, de grootste Duitse luchthavenoperator. Het is niet altijd duidelijk waarom dergelijke emittenten geen rating hebben. Vaak beginnen ze met een kleine emissie en als de groei doorzet komen er meer. Als er dan steeds genoeg interesse is, vervalt de directe noodzaak tot een rating. Andere bedrijven hebben een nieuw businessmodel waarvan beleggers en ratingbureaus nog geen referentiekader hebben. Maar als je als belegger je huiswerk goed doet, kan er vaak toch een goede inschatting gemaakt worden van de onderneming en de onderliggende groei. Verder doen inefficiënties zich ook voor bij 'turn arounds' of 'management change'. Het gaat er dan om de juiste inschatting te maken en er op tijd bij te zijn als die positief kunnen uitpakken.

Maar kunnen top-down macro calls ook iets toevoegen?

'Ja, maar we passen portefeuilles doorgaans langzaam aan op macro-economische trends. Onze omloopsnelheid is zo'n 25% per jaar, terwijl veel andere beleggers eerder op 100% zitten. We richten ons meestal op enkele top-down calls. Het is onze ervaring dat als een belegger zich op te veel macro calls richt, de effecten ervan elkaar opheffen. Je kunt immers niet alles goed hebben. Een van de macrostrategieën die we wél toepassen, is het overwegen van high yield als het economisch beter gaat en van investment grade als de conjunctuur weer de verkeerde kant uitgaat. In ons wereldwijde obligatiefonds kunnen we tot 50% in high yield beleggen en in het verleden lag de range tussen de 20 en 50%. Een andere macrostrategie is global prospecting, oftewel het wereldwijd vinden van sectoren of regio's die in ongenade zijn gevallen. Hier kan het kiezen van de beste titels veel toegevoegde waarde opleveren. De goede bedrijven worden hier namelijk vaak net zo hard geraakt als de slechte. Een goed voorbeeld is Accor,



CV

Torcail Stewart

Torcail Stewart is Portfoliomanager in het Credit Team van Baillie Gifford en Co-Manager van de Global Strategic Bond Strategie. Hij leidt de Crossover Portfolio Group en is Lid van de Multi Asset & Income Leadership Group. Voordat Stewart in 2008 bij Baillie Gifford in dienst trad, werkte hij als Beleggingsanalist bij Alliance Trust met een focus op UK large-cap aandelen.

dat in de door de COVID-19-pandemie geplaagde toeristensector zit. We denken dat, als het toerisme weer aantrekt, Accor in staat zal zijn marktaandeel naar zich toe te trekken. Maar nogmaals, we besteden liever onze tijd aan fundamentele bottom up-research. Dat is efficiëntere tijdsbesteding. We dringen graag door tot in de diepste poriën van bedrijven. Een typisch researchrapport is bij ons al snel drieduizend tot vierduizend woorden lang.'

Hoe herkent u de obligaties van goede bedrijven?

'We hanteren drie pilaren: concurrentiepositie/vooruitzichten, ESG en kapitaalstructuur. Alle bedrijven krijgen per pilaar een score van 0 tot 4. Wat betreft de eerste pilaar kijken we naar concurrentievoordelen en maken we vervolgens een inschatting van het langjarige groeimodel. De gemiddelde omzetgroei over de afgelopen drie jaar van onze posities in onze portefeuille heeft boven de 10% gelegen.

Bij de kapitaalstructuur letten we er vooral op of de leverage past bij de kasstromen die het bedrijf de komende jaren kan genereren. We spelen geen hit and run-spelletjes om even een hoge yield te pakken, in de hoop snel uit een positie te zijn als het fout gaat. We zijn zeer gefocust op langetermijnrisico's die eventueel de

groei van de business onderuit kunnen halen. ESG-risico's zijn wat dat betreft eigenlijk een nieuw sausje. Maar daar houden we al jaren rekening mee. We maken op dat gebied de laatste jaren overigens nog wel verdere ontwikkelingen door, onder meer door het toepassen van het SASB-framework, dat erg nuttig is om data van verschillende data-vendors efficiënt te gebruiken. Hierdoor richten we ons op vijf aandachtgebieden: Governance & Leadership, Product & Innovation, Human Capital, Environment en Social Capital. Hierbinnen is er weer sprake van 26 subsectoren. Dit framework heeft ons behoed voor beleggen in bedrijven met hoge groei die tot stand kwam door verkeerde bedrijfsethiek. Zoiets komt vroeg of laat naar buiten, wat een abrupte rem op de groei kan zetten. We menen verder dat alleen bedrijven die het terugbrengen van CO₂-emissies hoog in het vaandel hebben uiteindelijk een bestendige groei zullen doormaken.

De gecombineerde score van elk van de drie pijlers, gecombineerd met de waardering, bepaalt uiteindelijk de omvang van de positie in de portefeuille. Als we naar onze attributieanalyse kijken, dan levert bond picking op de lange termijn voor ons de grootste bijdrage aan de outperformance.'

In een van uw laatste papers gebruikte u termen als 'Go off grid', 'Plan ahead', 'Find your niche' en 'Eat what is in the season'. Is dat een populaire samenvatting van uw beleggingsaanpak?

'We gebruiken deze termen inderdaad wel om het meer toegankelijk te maken. Met 'Eat what is in the season' bedoelen we dat we in bedrijven beleggen die de toekomst hebben. We willen geen geld lenen aan bedrijven die producten leveren die aan de eind van hun levensfase zitten, of bedrijven die in problemen kunnen komen met hun groei. Dat gezegd hebbende, kunnen we wel de beste bedrijven kopen uit te zwaar afgestrafte bedrijven. 'Go-off the grid' wil zeggen dat we een wereldwijde blik hebben, en vooral ook naar de inefficiënte markten kijken, bijvoorbeeld de non-rated bonds. We zouden het ook 'Thinking out of the box' kunnen noe-

'In de obligatiemarkten hebben beleggers nog weleens de neiging naar een zwarte hemel te kijken. Wat kan er misgaan met een bedrijf? Wij kijken liever naar een blauwe hemel.'

men. 'Find your niche' sluit daarop aan. 'Plan ahead' betekent dat we vooral beleggen in bedrijven met een structureel groeiverhaal, het liefst een die door de markt nog niet wordt onderkend. We denken bijvoorbeeld dat een bedrijf als Netflix nog veel meer mogelijkheden heeft, zoals interactieve televisie. Je moet fantasie- en vindingrijk durven te zijn. In de obligatiemarkten hebben beleggers nog weleens de neiging naar een zwarte hemel te kijken. Wat kan er misgaan met een bedrijf? Wij kijken liever naar een blauwe hemel. Hoe kunnen bedrijven zich ten positieve ontwikkelen? Wat kan hun business een vliegwieleffect geven?'

Wat als een scenario van flink hogere inflatie ontstaat? Kan uw manier van obligatiebeleggen daarmee overweg?

'Veel zal afhangen van het gedrag van bedrijven en consumenten. De vraag is of inflatie een self-fulfilling prophecy wordt. Gaan beleggers een hogere inflatie verdisconteren en gaat daardoor de omloopsnelheid van het geld omhoog? Wij voorzien dat niet op dit moment. We zien de omloopsnelheid nog niet significant oplopen. De huidige inflatie is vooral toe te schrijven aan aanbodbeperkingen. Maar we sluiten dit bij een volgende crisis niet uit. Het zou kunnen dat de fiscale bestedingen van overheden, gefinancierd door centrale banken, nog een grote vlucht gaan nemen en dat daardoor op een gegeven moment het vertrouwen verdwijnt. Het inflatiescenario zit nog niet zwaar in onze portefeuilles verdisconteerd, al hebben we wél de relatief hoge allocatie naar high yield wat teruggebracht en is de huidige duration korter dan die van de benchmark. De focus blijft liggen op onze beste ideeën.' ■

IN HET KORT

Er zijn nog altijd goede beleggingsmogelijkheden in obligaties te vinden.

We beleggen vooral in bedrijven met een enorme groeipotentie die nog niet door de markt worden gezien.

We hanteren in ons beleggingsbeleid drie pilaren: concurrentiepositie/voorzichten, kapitaalstructuur en waardering.

'Go off grid', 'Plan ahead', 'Find your niche' en 'Eat what is in the season' zijn onze leidende principes.

Bij een scenario van hoge inflatie zal veel afhangen van het gedrag van bedrijven en consumenten.

Rode lijnen in China

Met drie rode lijnen heeft de Chinese regering de speculatieve vastgoedsector aan banden gelegd. President Xi Jinping zit nu nog steviger in het zadel en dat houdt in dat beleggers nieuwe grenzen moeten trekken in hun Chinese aandelenportefeuille.

In augustus 2020 bezegelden de Chinese autoriteiten het lot van projectontwikkelaar Evergrande en andere vastgoedondernemingen door drie zogeheten rode lijnen te trekken voor de mate waarin financiering met schuld werd toegestaan. Chinese vastgoedbedrijven draaiden op dat moment gemiddeld voor 80% op vreemd vermogen. De overheid wilde dat terugbrengen naar 70%. Dat zou de vastgoedbubbel doen leeglopen. Een bubbel die werd gekenmerkt door een bizarre combinatie van overproductie en stijgende prijzen.

In één klap sloeg de overheid daarmee drie vliegen. Ten eerste betekende een einde aan de speculatieve vastgoedmarkt dat huizenprijzen zouden dalen en zo betaalbaar zouden worden voor gezinnen. Chinese mannen wonen steeds langer bij hun ouders omdat zij zich geen woning kunnen veroorloven om een gezin te stichten. En China heeft vers bloed nodig omdat de samenleving snel vergrijsst. Ten tweede zou kapitaal dan productiever kunnen worden geïnvesteerd in delen van de economie die strategisch belangrijker zijn. Ten derde kon president Xi Jinping daarmee een corrigerende tik uitdelen aan de oprichter van Evergrande, Hui Ka Yan. Vier jaar geleden voerde hij nog de ranglijst aan van rijkste Chinezen. Inmiddels heeft hij 70% van zijn vermogen verloren en is hij getuimeld naar de 70^e plek.

In het communistische China is de inkomensongelijkheid groter dan in de kapitalistische Verenigde Staten. Daar wil Xi Jinping iets aandoen. Hij wil de voorspoed eerlijker verdelen. Daarbij richt hij zijn pijlen vooral op welgestelden die niet naar hem luisteren.

Jack Ma, de voormalige topman van Alibaba, was een van de eerste slachtoffers van deze zuivering. Het gebeurde nadat hij kritiek had geuit op de financiële toezichthouders en staatsbanken. Prompt reageerde de Chinese overheid. De macht van Alibaba werd beknut. Het bedrijf werd gedwongen geld over te maken naar de regering en Ma verdween enkele maanden uit beeld.

Evergrande-oprichter Hui Ka Yan had de pech dat hij binnen de communistische partij tot het kamp van voormalig president Jiang Zemin behoorde. Van oudsher houden twee kampen binnen de communistische partij elkaar in evenwicht: de Shanghai-factie en de Chinese Communistische Jeugdliga. Jiang Zemin behoorde tot de Shanghai-groep. Zijn opvolger als president, Hu Yintao, kwam uit de Jeugdliga. De Shanghai-groep bestaat uit afstammelingen van de oorspronkelijke communistische revolutionairen. Het gaat dan vooral om een stedelijke elite. Daarentegen bestaat de Jeugdliga uit carrière-communisten die door hard werken een hoge positie hebben verworven. Zij sympathiseren meer met het platteland.

Xi Jinping kwam aan de macht als lid van de Shanghai-groep, maar de afgelopen jaren heeft Xi zich hiervan gedistantieerd. Om zijn positie te verstevigen, smeedde hij zijn eigen loyale club in de partij: de Xi-kliek. Omdat geld machtig maakt, laat hij geen mogelijkheid onbenut om rijke leden van de twee andere facties een kopje kleiner te maken. De teloorgang van Evergrande, en daarmee van Hui Kay Yan, kwam de president politiek goed uit.

Inmiddels heeft Xi Jinping een bijna keizerlijke status bereikt. Dat maakt beleggen in China extra ingewikkeld. Want naast inzicht in de filosofie van Xi dient een belegger ook te weten welke topondernemers tot zijn klik behoren en welke niet. ■

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



Door **Bruno de Haas**,
Manager Bestuurs-
advisering en Beleg-
gingsstrateeg, Media
Pensioen Diensten

De onweersaanbare opmars van duurzame obligaties

Duurzame obligaties combineren financieel en duurzaam rendement. De snelle groei van deze markt geeft beleggers steeds meer mogelijkheden om goed te spreiden en hun duurzame visie in te vullen.

Door Michiel Pekelharing

In de aandelenwereld is veel onderzoek gedaan naar de relatie tussen ESG-factoren en financieel rendement. In een klein en snelgroeiend deel van de obligatiewereld is het juist onmogelijk om die relatie over het hoofd te zien. Steeds meer bedrijven en overheden geven obligaties uit waarvan de rentevergoeding voor een klein deel wordt bepaald door de wijze waarop een bedrijf omspringt met toeleveranciers, werknemers, het milieu en de maatschappij. Het bekendste voorbeeld zijn zogeheten sustainability-linked bonds. Dit zijn obligaties waarvan de couponrente gekoppeld is aan duurzame doelen. Allerlei bedrijven – variërend van Braziliaanse papierfabrikanten tot Italiaanse energiebedrijven – betalen een lagere rente als ze erin slagen de CO₂-uitstoot volgens plan te verlagen.

Beter beleggen met een duurzame bril

De opkomst van obligaties met een directe link naar duurzaamheid is in verschillende opzichten een goede ontwikkeling, meent Saida Eggerstedt, Head of Sustainable Credit bij Schroders. In de eerste plaats zien beleggers die door een duurzame bril naar de markt kijken beter waar de risico's en kansen liggen. Eggerstedt: 'Een goed voorbeeld is als je kijkt hoe een bedrijf met grondstoffen omspringt. Ondernemingen die efficiënt gebruikmaken van natuurlijke hulpbronnen worden minder hard geraakt door schommelingen van grondstofprijzen. Hierdoor neemt de kans toe dat ze hun financiële verplichtingen kunnen nakomen. Een ander voorbeeld is de mate waarin een bedrijf oog heeft voor het personeel. Onderzoek wijst uit dat werknemers gelukkiger en productiever zijn wanneer er voldoende diversiteit op de werkvloer is.'

Datzelfde kan gezegd worden over de wijze waarop bedrijven omspringen met veiligheid, wat eveneens doorwerkt in de productiviteit en het werkplezier van het personeel. Daar komt bovenop dat het risico op negatieve publiciteit en rechtszaken groter is wanneer veiligheidsmaatregelen tekortschieten. Eggerstedt: 'Zaken zoals diversiteit en veiligheid zijn niet terug te zien in de kwartaal- en jaarcijfers, maar spelen indirect wel degelijk een rol bij de bepaling of een bedrijf een goede investering is voor aandelen- en obligatiebeleggers. En dat geldt ook voor andere zaken, zoals bijvoorbeeld innovatie en het hanteren van conservatieve boekhoudmethodes. Bedrijven die op fatsoenlijke wijze omspringen met alle stakeholders – zoals toeleveranciers, werknemers, afnemers en beleggers – hebben een duurzame voorgrond die op de lange termijn doorwerkt in de financiële resultaten.'

Een tweede voordeel van de snelle groei van duurzame obligaties is dat beleggers steeds meer te kiezen hebben. Dat geldt ook voor Eggerstedt, die tevens Fondsbeheerder is van de Sustainable Euro Credit Strategie van Schroders. Behalve in sustainability-linked bonds belegt dit fonds ook in social bonds. Hierbij is de rente voor een deel gekoppeld aan bepaalde maatschappelijke doelen, zoals dat bij sustainability-linked bonds gebeurt met milieudoelstellingen. Als mooi

voorbeeld van een social bond noemt Eggerstedt de obligatielening die een groot Zwitsers farmacieconcern onlangs uitgaf. Het bedrijf wil bijdragen aan een betere toegang tot geneesmiddelen voor inwoners van landen met lagere en middeninkomens. Daarom heeft het zich ten doel gesteld om de afzet in deze landen met 200% te vergroten in 2025. Als het daar niet in slaagt, gaat de couponrente van de lening met een kwart procent omhoog.

Een kleine stijging van de rente-uitgaven vormt in de praktijk nauwelijks een probleem voor bedrijven die social bonds uitgeven. Eggerstedt: 'Het signaal dat ervan uitgaat als een onderneming zijn doelen mist, is veel belangrijker. Als duurzame belegger is het onze taak om te kijken wat de oorzaak van de misser is. Vorig jaar kwamen de inkomsten van veel bedrijven bijvoorbeeld flink onder druk te staan als gevolg van de COVID-19-uitbraak. Als de omzet sneller daalt dan de CO₂-uitstoot, neemt de uitstoot per dollar omzet toe. In veel gevallen kan het bedrijven moeilijk worden aangerekend als ze door de pandemie hun doelstellingen hebben gemist. Maar het komt ook voor dat een bedrijf te weinig energie heeft gestopt in het realiseren van die doelen. Voor ons kan dit aanleiding zijn om een gesprek aan te knopen met het management. Dat doen we trouwens ook als er onvoldoende ambitie uit de doelen spreekt.'

Het vaststellen van de duurzame doelen kan een flinke uitdaging zijn bij het ontwerpen van sustainability-linked bonds. Het is een relatief jong marktsegment, waarin vaste regels en duidelijke richtlijnen nog ontbreken. Eggerstedt: 'Daar komt bij dat het soms heel lastig is om heel concreet in kaart te brengen hoe het verschil kan worden gemaakt. Hoe bepaal je bijvoorbeeld het werkterrein van een werkgelegenheidsproject? Als je focust op de meest kansarme wijken, loopt een bedrijf het risico dat de schaalgrootte ontbreekt. Maar als je het werkterrein te groot maakt, komt de deur op een kier te staan voor kritiek dat de lat niet hoog genoeg ligt. Ondanks dit soort uitdagingen kiezen steeds meer bedrijven ervoor om dit soort obligaties te plaatsen als alternatief voor het financieren van duurzame projecten via bankkrediet. Het is voor bedrijven heel waardevol om met een



CV

Saida Eggerstedt

Saida Eggerstedt is in augustus 2019 in dienst getreden bij Schroders, waar zij Head of Sustainable Credit en ESG Credit Fund Manager is. Eggerstedt heeft meer dan twintig jaar ervaring in de sector, waarvan ze meer dan tien jaar duurzame kredietstrategieën heeft beheerd voor instellingen en tussenpersonen. Verder was zij acht jaar werkzaam bij Deka Investments als Head of Corporates - Financials en als Sustainability Portfolio Manager.

diverse groep grote beleggers in gesprek te gaan over hun duurzame doelen in plaats van met hun eigen huisbank. Bovendien is er een gezonde vraag vanuit de markt naar dit soort leningen.'

Green bonds voor een duurzaam verschil

Bedrijven zijn niet verplicht om de inkomsten van sustainability-linked bonds in duurzame projecten te investeren. Dat is wel het geval bij green bonds. De inkomsten uit deze obligaties moeten worden geïnvesteerd in klimaatmaatregelen en -projecten, zoals de aanleg van nieuwe installaties om de CO₂-uitstoot van fabrieken te verminderen of de bouw van windmolenparken. Maar de variëteit in het aanbod neemt snel toe. Zo gaat een Spaans telecombedrijf met de opbrengst van een begin 2021 uitgegeven green bond koperen telecomlijnen vervangen door glasvezel. Hierdoor neemt het energieverbruik van het netwerk met 85% af en is bovendien de kans op storingen kleiner.

Green bonds hebben de afgelopen jaren een enorme groei doorgemaakt. Volgens Bloomberg is de totale uitgifte van dit soort leningen omhoog geschoten van 40 miljard dollar in 2015 tot 226 miljard in 2020. Het betreft overigens niet alleen meer bedrijven en landen die actief zijn >

op deze markt. Half augustus plaatste de Europese Unie voor het eerst een green bond. De lening heeft een looptijd van vijftien jaar en een waarde van 12 miljard euro. Over interesse uit de beleggingswereld had de EU niet te klagen. Er was in totaal voor 135 miljard euro op de obligatie ingetekend. Dat belooft veel goeds voor de toekomst, aangezien de EU de komende jaren mogelijk voor meer dan 30 miljard aan green bonds gaat uitgeven.

Bij het inrichten van de fondsportefeuille kijken Eggerstedt en haar team verder dan alleen naar diversificatie over verschillende soorten duurzame obligaties. De spreiding over verschillende thema's krijgt minstens evenveel aandacht. Eggerstedt: 'Je ziet dat ondernemingen duurzame obligaties insteken op allerlei duurzame aandachtsgebieden, zoals biodiversiteit, de circulaire economie en het efficiënter omspringen met energie en educatie. Bedrijven die actief bezig zijn met het aanpakken van deze uitdagingen dragen bij aan een betere toekomst van onze planeet. Maar minstens zo belangrijk is dat ze zich zeer bewust zijn van de uitdagingen waar we voor staan, zodat ze daar ook goed op kunnen inspelen.'

Superieur risico-rendementsprofiel

Een gebalanceerde mix van thema's draagt bij aan een beter risico-rendementsprofiel, net zoals het in de beleggingswereld goed gebruik is om te spreiden over verschillende sectoren en landen. Daarbij heeft Eggerstedt niet alleen oog voor de positieve impact die de diensten en producten van een bedrijf genereren, maar vooral voor de gedachte die daarachter zit. 'Als ik

'Het vaststellen van de duurzame doelen kan een flinke uitdaging zijn bij het ontwerpen van sustainability-linked bonds.'

het geld van onze klanten investeer, wil ik een bedrijf zien dat sterk en gezond is en in staat is zijn financiële beloften na te komen. Maar ik wil ook meer zien dan dat. Ik wil zien dat de activiteiten van het bedrijf een rol spelen bij het oplossen van de wereldproblemen. Bovendien moet daar ook een duurzame overtuiging achter zitten. Ik zoek daarom altijd naar bewijs van de betrokkenheid van het bedrijf in de manier waarop het wordt geleid. Wat is de cultuur? Wat is de ambitie?'

Voor Eggerstedt is het een groot voordeel dat ze kan sparren met het groeiende team duurzaamheidsspecialisten van Schroders, al is het maar omdat ze dan veel minder afhankelijk is van de duurzame beoordelingen van ratingbureaus zoals MSCI en Refinitiv. 'Daarbij moet je je altijd afvragen waar de data precies vandaan komen en op welke factoren een bedrijf precies wordt beoordeeld. In sommige gevallen worden de duurzame ambities deels afgelezen aan het voornemen van een onderneming om in 2050 CO₂-neutraal te zijn. Maar het is veel belangrijker om te kijken welke concrete maatregelen er nu al worden genomen. Als duurzame obligatiebeleggers slapen we een stuk beter als een bedrijf een duidelijk doel heeft van waar het over vijf jaar wil staan.' ■

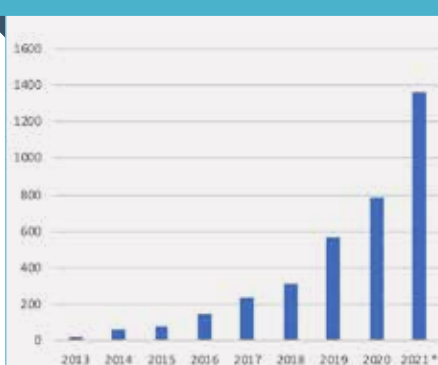
IN HET KORT

Het aanbod van duurzame obligaties groeit de laatste jaren snel.

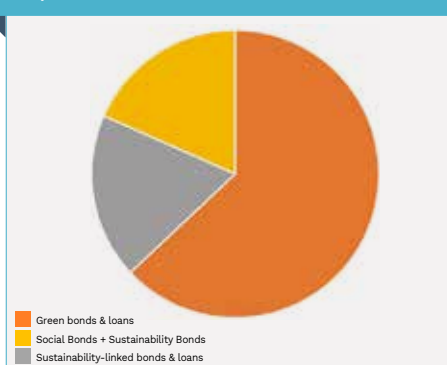
Instellingen die dit soort leningen plaatsen, zijn zich bewust van de grote ESG-thema's.

Het vermogen om in te spelen op grote veranderingen, vergroot de kans dat deze partijen hun financiële verplichtingen ook in de toekomst na kunnen komen.

FIGUUR 1: SAMENSTELLING MARKT SUSTAINABLE BONDS



FIGUUR 2: UITGIFTE SUSTAINABLE BONDS IN \$ MRD



Contact

Voor meer informatie over de visie van Schroders op social bonds, kunt u contact opnemen met:

Wim Nagler
Head Institutional Clients
Benelux
wim.nagler@schroders.com

Sjoerd Hoogeveen
Sales Director Institutional
sjoerd.hoogeveen@schroders.com

Claudia Dawson
Client Manager
claudia.dawson@schroders.com

www.schroders.nl

Aanwijzing vervangende benchmark: de markt wikt, de overheid beschikt

Een wijziging van de Benchmarkverordening geeft de autoriteiten de mogelijkheid om bij het vervallen van een cruciale benchmark een vervangende benchmark aan te wijzen.

Op grond van de Benchmarkverordening (EU/2016/1011) moeten marktpartijen in de EU plannen maken voor het geval dat een door hen gebruikte benchmark niet langer beschikbaar is. Deze plannen moeten erin voorzien dat alsdan een vervangende benchmark kan worden gehanteerd. Ze moeten ook worden geïncorporeerd in contracten met cliënten en wederpartijen. Referentierentes zoals EURIBOR, EONIA en LIBOR zijn benchmarks in de zin van de verordening. De komst van de verordening valt samen met de transitie in de financiële markten naar zogenoemde risk-free rates. Dat zijn rentetarieven die niet op quotes zijn gebaseerd, maar op transactiedata. Als gevolg van deze benchmarktransitie zullen bepaalde referentierentes binnenkort niet meer (in de huidige vorm) beschikbaar zijn. Zo zullen EONIA, GBP LIBOR en het overnight USD LIBOR op 31 december 2021 komen te vervallen. Alternatieve benchmarks zijn onder meer €STR, SONIA en SOFR. EURIBOR wordt op een andere wijze berekend en geldt daarom eveneens als een alternatieve benchmark.

Marktpartijen moeten hun lopende contracten tijdig – voor 31 december 2021 bij EU benchmarks en voor 31 december 2023 bij niet-EU benchmarks – overzetten naar een toekomstbestendige referentierente en in deze contracten tevens een terugvaloptie opnemen voor het geval dat ook de nieuwe referentierente niet meer beschikbaar is. Ofschoon veel marktpartijen hun contracten inmiddels hebben aangepast, is dat nog niet over de gehele linie het geval. Omdat financiële marktpartijen contracten met particulieren vaak eenzijdig mogen wijzigen, zijn vooral vorderingen gemaakt bij het omzetten

van deze contracten. Bij contracten met professionele wederpartijen verloopt de transitie moeizamer, omdat er moet worden onderhandeld. Dat neemt niet weg dat door het gebruik van protocollen van brancheorganisaties, zoals ISDA, ook in het professionele segment significante voortgang is geboekt. Niettemin zijn er nog de nodige contracten waarvan de looptijd zich uitstrekt tot na 31 december 2021 en die verwijzen naar een referentierente die na die datum niet meer beschikbaar is en waarvan over de vervanging niet voordien overeenstemming kan worden bereikt.

Om te voorkomen dat het wegvallen van een benchmark zou kunnen leiden tot verstoring van de financiële stabiliteit heeft de Benchmarkverordening begin dit jaar een opmerkelijke wijziging ondergaan (EU/2021/168). Die wijziging houdt in dat de Europese Commissie en de nationale toezichthouder – in Nederland is dat de AFM – de bevoegdheid hebben gekregen om een vervangende benchmark aan te wijzen als een cruciale benchmark komt te vervallen en dit een significante verstoring van het functioneren van de financiële markten kan veroorzaken. Een dergelijke aanwijzing heeft tot gevolg dat alle verwijzingen naar de vervallen benchmark in lopende contracten en financiële instrumenten van rechtswege hebben te gelden als verwijzingen naar de vervangende benchmark.

Dat hiermee afbreuk wordt gedaan aan de autonomie van partijen en de contractsvrijheid, moge duidelijk zijn. Daar staat echter het grotere belang van de stabiliteit van het financiële systeem tegenover. Brussel zou er dan ook goed aan hebben gedaan te bepalen dat een aanwijzing geen omstandigheid oplevert die een partij het recht geeft de overeenkomst te wijzigen of te ontbinden. Of een aanwijzing en een dergelijke continuïteitsbepaling ook werken bij contracten beheerst door het recht van een derde land, is overigens de vraag. ■



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

Kortlopende en variabele assets verdienen de voorkeur

Door Baart Koster Fotografie Cor Salverius Fotografie



Het vinden van rendement wordt voor asset managers een steeds uitdagendere exercitie. Vier specialisten op het gebied van fixed income lieten tijdens het seminar van Financial Investigator over ‘What to own in a low-yield world?’ hun licht schijnen over wat je wel en niet in portefeuille moet willen hebben.

Dagvoorzitter Kees Verbaas begint het debat met de million dollar question: wat wil je vooral niet in je beleggingsportefeuille hebben? Voor Steven Oh, Global Head of Credit and Fixed Income bij PineBridge Investments, staat vast dat je in de huidige omgeving van lage rendementen voor het behalen van meer rendement praktisch niet om extra risicopremies heen kunt. Oh identificeert vier risicopremies, waarbij hij onderscheid maakt tussen gebieden die waarde bieden en componenten waarvan hij niet gecharmeerd is. Hij noemt de illiquiditeitspremie, de complexiteitspremie, de geografische premie en de incrementele kredietrisicopremie. ‘Waar we niet van houden, bijvoorbeeld met betrekking tot complexe beleggingsstrategieën, zijn bepaalde strategieën met een hoger risico. Zo zijn distressed assets op dit moment een verkeerde asset class om in te stappen. Je gaat daar niet in beleggen als er geen defaults zijn. Misschien dat er managers zijn die hier nog iets kunnen verdienen, maar dit is een categorie waar ik in ieder geval niet van houd.’

Centrale banken begrijpen inflatie niet

Geografisch gezien ligt de nadruk vooral op China, vervolgt Oh. Maar je hoeft geen Chinese staatsobligaties te kopen voor het rendement, betoogt hij. ‘Er wordt gezegd dat ze een rendement van 3% opleveren, maar er is ook een valutarisico aan verbonden. Momenteel kost het 250 basispunten om het valutarisico van de renminbi af te dekken, wat resulteert in een lager nettorendement dan Amerikaanse Treasuries.’ Het is gunstig om in Chinese staatsobligaties te beleggen om je portefeuille te diversifiëren, maar niet voor het nettorendement, zegt Oh. En dan anticipeert hij op de vraag die Verbaas later zal stellen, namelijk in welke asset classes je wel belegd wilt zijn. Voor Oh zijn dat selectieve credits in de Chinese vastgoedsector. Er is volgens hem

veel waarde te vinden te midden van het trauma in die sector, met een aantal goede bedrijven.

Voor Roelof Salomons, Professor Investment Theory and Asset Management aan de Universiteit van Groningen alsmede onafhankelijk Investment Consultant en Lid van verschillende beleggingscommissies, is de vraag waarin je niet wilt beleggen, kort te beantwoorden. ‘In nominale vaste staatsobligaties. Ik adviseer zowel pensioenfondsen als family offices en het grote verschil is dat family offices geen traditionele obligaties bezitten, waar pensioenfondsen, die de afgelopen twintig jaar te weinig obligaties bezaten, er nu juist te veel van in hun portefeuilles hebben.’ Dat gegeven illustreert volgens Salomons dat er te veel prijsongevoelige kopers op de markt zijn. Beleggers die flexibiliteit en wendbaarheid bezitten en actief beleggen, weten dat er buiten traditionele obligaties veel rendabelere asset classes zijn, zegt hij.

Wouter Weijand, CIO bij Providence Capital, geeft aan niet gerust te zijn op de koersvastheid van traditionele staatsobligaties. Dat komt volgens Weijand doordat de grotere centrale banken enorm ‘behind the curve’ zijn met betrekking tot hun perceptie van inflatierisico’s. Markten prijzen daar inmiddels wel wat van in en yield curves zijn inmiddels flink vervlakt. ‘Wij denken dat er een aanzienlijke kans is dat centrale banken een inhaalslag moeten maken in hun rentebeleid en willen daarom geen assets met een langere duration. Wil je echter geen duration maar wél een zeker rendement behalen, dan zijn investment grade bonds ook problematisch, omdat daarvoor al snel een duration van 7 tot 8 jaar geldt.’

Chinees vastgoed: reputatierisico dreigt

Met betrekking tot Chinese vastgoedontwikkelaars wijst Weijand op het reputatierisico voor beleggers. ‘Er zijn door de Chinese overheid maatregelen getroffen en met de waarschijnlijk 20 tot 25% yield die nu in de high yield-obligaties van deze projectontwikkelaars beschikbaar lijkt, kan dit best een koopmoment zijn.’ Maar het reputatierisico dat hieraan vastzit is asymmetrisch, waarschuwt hij. ‘Ook als je het goed doet, zeggen mensen dat je een enorm risico hebt genomen. En gaat het fout, dan straalt dat niet best op je af.’ Ook Weijand loopt kort vooruit op wat hij aantrekkelijk vindt voor zijn beleggingsportefeuilles. ‘We kijken momenteel naar assets met een >



VOORZITTER

Kees Verbaas

Chief Investment Officer, Altis Investment Management



Jerome Henrion

Head of Specialty Finance, SFF Portfolio Manager, M&G Investments



Steven Oh

Global Head of Credit and Fixed Income, PineBridge Investments



Roelof Salomons

Professor Investment Theory and Asset Management, Universiteit van Groningen, Investment Consultant, Lid van verschillende beleggingscommissies



Wouter Weijand

Chief Investment Officer, Providence Capital

relatief hoog rendement en een korte looptijd. Die zijn te vinden in pure consumer loans-producten, en dat geldt niet zozeer voor de verpakte asset backed securities.’

Jerome Henrion, Head of Specialty Finance en SFF Portfolio Manager bij M&G, merkt op dat hij niet veel heeft toe te voegen aan het reeds gezegde. Meer in het algemeen adviseert hij om niet te beleggen in typen assets waar te veel geld is opgehaald, dan wel assets die zijn beïnvloed door marktverstoring beleid van overheden en centrale banken, en dan vooral door de Quantitative Easing (QE).

Aangezien Specialty Finance het alledaagse en complexe werkterrein van Henrion is, wil Verbaas weten welk deel van de fixed income-markt vanuit het oogpunt van risico, rendement en kosten de voorkeur verdient. Het soort assets dat Henrion koopt, bestaat uit de brede markt van (hypotheckair) consumentenkrediet. ‘Naast een lening voor een huis of auto, gaat het ook om leningen voor alledaagse zaken. Denk aan een lening voor de financiering van je mobiele telefoon of om op vakantie te kunnen.’ Dergelijke consumentenleningen bestaan al decennia, maar nieuw is dat ze niet alleen voor banken maar inmiddels ook voor institutionele beleggers beschikbaar zijn geworden. Waarom vindt Henrion consumer loans zo aantrekkelijk, vraagt Verbaas. ‘Ten eerste omdat deze assets zeer volwassen zijn en er dus veel data beschikbaar zijn voor analyse. Daarnaast zijn ze zowel gediversifieerd als diversifiërend, omdat institutionele beleggers er nog weinig naar hebben gealloceerd. Verder hebben deze assets korte looptijden en aantrekkelijke rendementen en zijn ze

niet gecorreleerd met kapitaalmarktinstrumenten. Deze assets hebben dus géén last van verstoring QE-programma’s. En omdat consumer loans naar hun aard bankleningen zijn, zijn de opbrengst en de spread van deze assets vrij constant, waar die voor andere assets sterk zijn verkrapt.’

Kijk naar de relatief aantrekkelijke rendementen

Weijand wijst in deze context op het zeer gespreide karakter van consumer loans. ‘Je praat niet over een fonds met 50 obligaties, je hebt het over 50.000 of 100.000 leningen met een zeer korte duration, denk aan gemiddeld een tot twee jaar. Zodoende heb je in principe weinig onderliggend renterisico. De hoogte van de rentevergoeding is afhankelijk van wat voor credit scores je accepteert.’ Vroeger verstrekten alleen credit card-bedrijven dergelijke leningen, tegenwoordig kunnen Amerikanen met een bescheiden salaris met één druk op een app-knop 10.000 dollar lenen. En dat terwijl het salaris van dergelijke consumenten gemiddeld op 90.000 dollar ligt. ‘Dat is natuurlijk typerend voor the American dream. Je wilt het nú hebben, dus je leent daar het benodigde bedrag voor. In onze cultuur zouden we dan nog een paar maandjes doorsparen.’ Overigens zijn er ook in Europa fintech-platforms beschikbaar om in consumer loans te beleggen.

Voor institutionele beleggers houdt dit volgens Weijand in dat ze met dergelijke leningen enorm veel diversiteit in hun beleggingsportefeuille aanbrengen, bij kredietkosten die variëren afhankelijk van waar we in de cyclus zitten. ‘Over de hele beleggingscyclus genomen is zo, na aftrek van kosten zoals performance fees, nog altijd 6 tot 8% rendement haalbaar.’ Beleggen in consumer loans vindt Weijand dus een compleet ander spel dan beleggen in staatsobligaties, waarbij je op nul begint met een duration van acht jaar of meer. Voor Oh blijft dit soort obligaties wél interessant. Hij deelt niet de mening dat je geen langere looptijden in je risicoblootstelling zou moeten willen. Overigens verwacht Oh niet dat yields omhoog zullen schieten. Als onderdeel van het pad naar normalisering zullen yields vanaf nu enigszins in opwaartse richting worden bijgesteld, meent hij. Er zijn wat hem betreft pockets of opportunity binnen asset classes, maar daarbij moeten we niet aan al te hoge rendementen denken. Oh kijkt überhaupt niet meer door een historische bril naar rendementen. Het gaat volgens hem



namelijk niet om de absolute maar om de relatieve aantrekkelijkheid van bepaalde asset classes. ‘Afhankelijk van je risicoprofiel kun je, als je bijvoorbeeld bank loans of European leveraged loans in portefeuille neemt, 3,5 tot 3,75% rente realiseren. Dat is in een nul-default omgeving behoorlijk goed.’

Eenrichtingshandel in Nederlandse hypotheek

De trend bij veel institutionele beleggers is om complexiteit in de portefeuille te beperken en het zo simpel en overzichtelijk mogelijk te houden. Salomons, die regelmatig publiceert over complexiteit, laat een contrair geluid horen, constateert Verbaas. Waarom vindt Salomons complexiteit interessant en hoe integreert hij dat gegeven in zijn beleggingskeuzes? ‘In meetings met pensioenfondsbesturen gaat het vooral over het controleren van het hele beleggingsproces door zaken zo simpel mogelijk te houden. Deze benadering wordt gedeeld binnen de wereld van pensioenfondsen. Dat impliceert dat wanneer je je huiswerk goed kunt doen, je jezelf wat speelruimte gunt én je de teams hebt om wat gedetailleerder naar assets te kijken, er ruimte is voor complexiteit. Juist omdat niemand complexiteit in portefeuille wil hebben. Ik snap het ook, want complexiteit is lastig uit te leggen aan gepensioneerden en regelgevers. Maar dat biedt dus kansen voor wie niet om complexiteit heenloopt. Concreet betekent dit dat ik in deze tijd van financiële repressie niets wil bezitten dat lang en vast is, maar liever kijk naar assets die kort en variabel zijn. Ik denk bijvoorbeeld dat handelsfinanciering interessant is voor pensioenfondsen. En zou ik al in iets met een lange looptijd willen beleggen, dan zouden dat Nederlandse hypotheek zijn. Je hebt dan met looptijdrisico te maken, maar je hebt nog altijd je yield pickup.’

Je loopt wel tegen een liquiditeitsrisico aan, kan Salomons beamen in reactie op de publieksvraag hoeveel je ervan in portefeuille kunt hebben. Vooral hypotheekbeleggingen zien veel instroom uit institutionele hoek zonder daarin ooit iets te verkopen. Pensioenfondsen blijven kopen als alternatief voor obligaties. Hij geeft een illustratief voorbeeld van een family office dat een keer wilde verkopen, maar waar de vermogensbeheerder niet wist hoe om te gaan met een verkooporder. Zij hadden nog nooit iets verkocht en dus geen idee

hoe ze dat moesten managen, vertelt Salomons.

Weijand, die voor een family office werkt, onderschrijft de enorme omvang van de hypotheekportefeuilles bij institutionele beleggers. ‘Men wil alternatieven hebben voor staatsobligaties. Het nadeel is echter dat je de spreads ziet verkrappen terwijl je tegelijkertijd met een liquiditeitsrisico zit. Als iedereen tegelijk uit Nederlandse hypotheek wil stappen, dan lukt dat absoluut niet. Dit is een eenrichtingshandel.’ Henrion gelooft in hypotheek, al vindt hij de bewieroking van Nederlandse hypotheek vooral getuigen van een flinke home bias van Nederlandse institutionele beleggers. Zijn beleggingsportefeuille bestaat voor ongeveer tweederde uit hypotheek. Maar Nederlandse hypotheek maken daarvan slechts een klein deel uit. Ook andere Europese landen, waaronder Ierland, bieden in deze asset class interessante beleggingskansen, zegt hij.

Inflatie: waarschijnlijk een blijvertje

Wat betreft de vraag of inflatie op het huidige peil een blijvertje is, wijzen alle neuzen in dezelfde richting. Door onder meer het centrale bank- en overheidsbeleid, fiscale stimuleringsmaatregelen, implementatie van ESG en stijgende lonen verwacht Oh dat de inflatie nog iets zal oplopen. Ook de andere gespreksdeelnemers denken dat we van deze inflatie niet snel meer af komen. Henrion merkt op dat dit voor beleggers in hypotheek en consumer loans geen slecht nieuws is. Immers, lonen zullen dientengevolge omhooggaan, wat afbetaling van vastrentende schulden die mensen zijn aangegaan, vergemakkelijkt. En mocht je in gebreke blijven, dan helpt het dat het onderpand dat de leningen dekt, in waarde stijgt, waardoor het verlies op een lening kleiner wordt.

Verbaas bewaart het lekkerste voor het laatst. Voordat hij de paneldiscussie afsluit, vraagt hij nog naar ieders top pick in fixed income-beleggingen. Voor Oh omvat die, op basis van risicogewogen rendement, hoogwaardige collateralized loan obligation (CLO)-tranches. Henrion kiest voor hypotheek en consumer loans. Weijands specifieke keuze valt op zowel factoring- als consumer loans-fondsen via fintech platforms. Salomons krijgt nog de lachers op zijn hand als hij de tegenvraag stelt of hij ook voor aandelen mag kiezen. Maar als het dan écht om fixed income moet gaan, is handelsfinanciering Salomons’ top pick. ■

IN HET KORT

In de huidige omgeving van lage rendementen kun je als actieve belegger eigenlijk niet meer om extra risicopremies heen.

Flexibele en wendbare beleggers kunnen in verschillende asset classes nog prima rendementen realiseren.

Consumer loans, hypotheek en handelsfinanciering lijken aantrekkelijke asset classes.

Variabele assets met een korte looptijd verdienen over het algemeen de voorkeur.

Het gaat tegenwoordig niet om absolute, maar om relatieve aantrekkelijkheid van asset classes.

De inflatie zal voorlopig niet verdwijnen en waarschijnlijk nog iets stijgen.

Bekijk hier de video's van het seminar over What to own in a low-yield world?



Vijf aandachtspunten voor beleggen op de wereldwijde obligatiemarkten

De rentetarieven blijven wereldwijd uitzonderlijk laag, in veel landen worden fiscale steunmaatregelen afgebouwd en het monetaire beleid van de grote economieën zal waarschijnlijk minder accommoderend worden. Tegen deze achtergrond gaat de search for yield door.

Door Andrew Cormack

Wat zijn dé vijf belangrijkste aandachtspunten waarmee beleggers op de wereldwijde obligatiemarkten rekening moeten houden?

1. US Treasuries (Amerikaanse staatsobligaties): uitgangspunt is een afvlakking van de rentecurve

Toen de Federal Reserve afgelopen juni bijeenkwam, werd er een duidelijk signaal afgegeven dat er een minder accommoderend monetair beleid zou gaan komen. Dat stemt mij minder positief over het korte eind van de Amerikaanse rentecurve. Maar ook de kans op een inflatiespiraal wordt hierdoor kleiner. Dat is ook de reden dat we de rente op Amerikaans schatkistpapier in juli en augustus zagen dalen. Dit betekent dat termijnpremies waarschijnlijk

lager zullen worden en de langetermijnrente hoger, zodat ik voor de middellange termijn uitga van een vlakkere rentecurve. We zien nog steeds een sterke vraag naar Treasuries bij pensioenfondsen en beleggers buiten de Verenigde Staten. Het beleid van de Fed beïnvloedt niet alleen de economie in de VS, maar ook economieën en markten wereldwijd.

2. Europese staatsobligaties kunnen ondanks negatieve rendementen waarde bieden

Als belegger in wereldwijd uitgegeven obligaties kan ik overal ter wereld beleggen. Ik kan me niet helemaal vinden in het Europese beleid waarin de marktrente al zo lang op dit lage niveau wordt gehouden. Door de

negatieve rentetarieven is er een rem gezet op het banksysteem en daarmee op de solide kredietstroom naar de Europese economieën. Betekent dit dat ik de negatief renderende obligaties in Europa moet vermijden? Het antwoord hierop is 'nee', want ik hoef die obligaties niet tot het einde van de looptijd aan te houden. Als de financieringsrente -0,5% is en ik een negatief renderende obligatie met korte looptijd kan kopen voor -0,1%, dan heeft die obligatie wat wij noemen een positieve roll-down. Die obligatie kan dus nog steeds een positieve meerwaarde opleveren, zolang ik maar op het juiste moment verkoop. En gelukkig is er een grote koper op de markt die zich niet laat beïnvloeden door de prijzen van het moment: de ECB. De ECB hanteert een strategie van kwantitatieve versoepeling en vergroot daarmee mogelijkheden in de Europese obligatiemarkten.

Wat betreft de zogenaamde niet-kernmarkten in Europa ben ik terughoudender. Naarmate de inflatie het beoogde niveau nadert, zal de ECB waarschijnlijk beginnen met het afbouwen

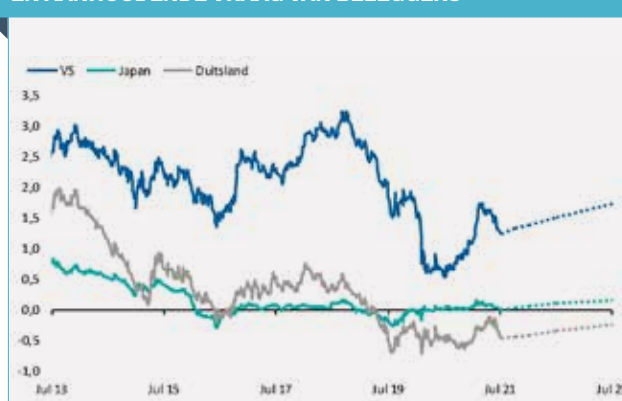
van het Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). Als hierdoor de Europese rentetarieven omhoog worden gestuwd, kan het voor sommige landen die van de PEPP hebben geprofiteerd, moeilijk worden om hun schulden te financieren.

3. Chinese schuld biedt mogelijkheden voor rendement en diversificatie van een beleggingsportefeuille

China wordt steeds belangrijker op de mondiale obligatiemarkten en in onze portefeuilles. Sinds Chinese schuld in 2019 in de Bloomberg Barclays Global Aggregate Index is opgenomen, is deze gegroeid tot ongeveer 7% van de index. Dat heeft een breed scala aan beleggers aangetrokken, waardoor de gelaagdheid en liquiditeit van de markt is toegenomen. Chinese obligaties tellen in mijn ogen ook steeds meer mee als schuld papier van ontwikkelde markten.

In het verleden was valutavolatiliteit een punt van zorg. De Chinese regering doet er echter alles aan om de stabiliteit van de renminbi te bevorderen en deze te

FIGUUR 1: TREASURIES PROFITEREN VAN RENTEVERSCHILLEN EN AANHOUDENDE VRAAG VAN BELEGGERST



Bron: Bloomberg, per 31 juli 2021.

positioneren als een alternatief voor de Amerikaanse dollar als reservevaluta en waardeopslag. Aangezien China niet zozeer afhankelijk is van export en meer steunt op de binnenlandse vraag, ziet Beijing een groter belang in stabiliteit van de munt dan in devaluatie om de export te stimuleren. Daarom heeft de regering een argument om haar schuld niet te monetariseren in de mate waarin dat in de VS, Europa en Japan gebeurt. Hierdoor is de Chinese schuld een belangrijke plaats gaan innemen binnen onze wereldwijde obligatieportefeuilles. Dit lijkt mij ook een goede vorm van diversificatie, omdat er een beperkte relatie is met staatsobligaties uit ontwikkelde markten. Denk daarbij aan Amerikaanse Treasuries en Duitse bunds.

4. Bedrijfsobligaties bieden kansen binnen krappe spreads

De kwaliteit van het brede wereldwijde investment grade-universum (met een rating van BBB, Baa en hoger) is tegenwoordig lager dan ooit. Dat komt met name door de langere looptijd van de bedrijfsobligatie-index. Bij een correctie op

zowel de kwaliteit als de duur komen we uit op zeer krappe spreadniveaus. Dit is op zich opmerkelijk, omdat we net uit een van de zwaarste economische recessies in de geschiedenis komen. De grote hoeveelheid aan liquiditeit in het systeem leidt tot een onverzadigbare zucht naar rendement. Door de huidige waarderingen ben ik terughoudend, maar ik wil ook niet dat het aandeel bedrijfsobligaties ondervertegenwoordigd is in mijn beleggingsportefeuilles. We zitten immers midden in een conjunctuurgolf en de geschiedenis leert dat dit een periode is met bescheiden extra rendement op bedrijfsobligaties.

Ik richt mij daarom minder op creditbeta of op een brede exposure naar credit, maar veel meer op creditselectie. Gelukkig hebben wij een groot team van creditanalisten, waarvan elk teamlid een eigen specialistische inbreng heeft. De energiesector in de VS blijft tot op zekere hoogte aantrekkelijk. Ook bieden de Aziatische creditmarkten een rendementsvoordeel dat gunstig afsteekt tegen het brede Amerikaanse investment grade-universum.

5. Opkomende markten zijn een bron van rendement vanwege hoge grondstofprijzen

Staatsobligaties van opkomende markten zie ik als een aantrekkelijke mogelijke bron van rendement. Nu de economie wereldwijd aantrekt, verwachten onze economen een relatief stabiele dollar en daarmee een goed scenario voor valuta's van opkomende markten. Mijn voorkeur gaat uit naar valuta's en obligaties van landen waarvan de centrale banken inflatie op een solide manier aanpakken.

In het algemeen ga ik in portefeuilles in eerste instantie uit van het doel en de guidelines van de portefeuille om mijn risicobudget te bepalen. Op basis daarvan kijk ik naar de beleggingsopties. Het ligt voor de hand om te kiezen voor obligaties die een positief totaalrendement kunnen opleveren, maar ik vind beleggingen die een beperkte correlatie hebben met de rest van de portefeuille ook interessant. Ik streef naar vijf of zes hoofdthema's in de beleggingsportefeuille, met enige diversificatie. Dit is nu wel moeilijker, aangezien er sprake is van meer correlatie tussen markten en omdat markten veel gevoeliger zijn geworden voor het beleid van de centrale banken. Ik houd echter vast aan deze vorm van portefeuillebeheer. Naarmate het beleid van centrale banken neutraler wordt, zullen de obligatiemarkten minder met elkaar verweven zijn. ■

Voor meer informatie:
<https://www.capitalgroup.com/nl/en>



Andrew Cormack

Global Bond Portfolio Manager, Capital Group

IN HET KORT

Amerikaanse Treasuries blijven steun ondervinden van het renteverval met andere ontwikkelde markten zoals Europa en Japan, waar de rendementen over een groot deel van de rendementscurve negatief blijven.

Schuld papier uit China is een belangrijk onderdeel van onze obligatieportefeuilles geworden. De lage correlatie met staatsobligaties van ontwikkelde markten maakt het een aantrekkelijke belegging.

Schuld papier van opkomende markten blijft een goede bron van rendement, omdat veel economieën en valuta's naar verwachting zullen profiteren van de opleving van de grondstoffencyclus.

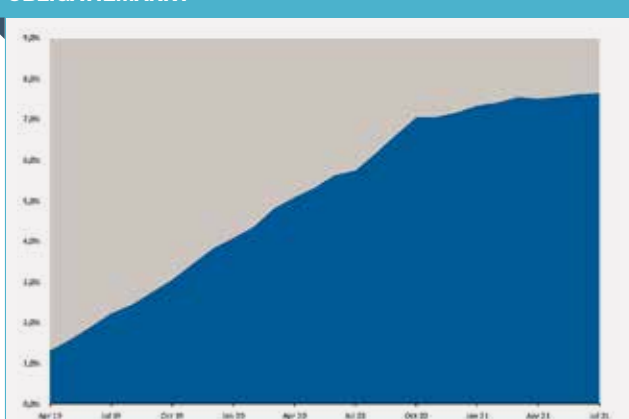
Disclaimer

Deze informatie wordt uitsluitend voor informatieve doeleinden verstrekt en is geen aanbieding, noch een uitnodiging om een aanbieding te doen, noch een aanbeveling om enig aandeel of instrument dat in dit document wordt genoemd aan te kopen of te verkopen.

Dit materiaal, dat is uitgegeven door Capital International Management Company Sàrl ("CIMC"), 37A avenue J.F.Kennedy, L-1855 Luxemburg, wordt alleen voor informatiedoeleinden gedistribueerd. CIMC staat onder toezicht van de Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF" – Financiële toezichthouder van Luxemburg) en is een dochteronderneming van de Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Hoewel Capital Group redelijke inspanningen levert om informatie te betrekken van externe bronnen waarvan zij meent dat zij betrouwbaar zijn, staat Capital Group niet in voor de nauwkeurigheid, betrouwbaarheid of volledigheid van de informatie. Deze documentatie pretendeert niet volledig te zijn en behelst geen beleggings-, fiscaal of ander advies.

Voor Nederland: Deze documentatie is uitgegeven door CIMC waarvan het Nederlandse filiaal onder toezicht staat van de Autoriteit Financiële Markten (AFM). © 2020 Capital Group. Alle rechten voorbehouden.

FIGUUR 2: DE SNELLE OPKOMST VAN CHINA'S OBLIGATIEMARKT²



Bron: Bloomberg Index Services Ltd., per 31 juli 2021.

1 Bloomberg. Per 31 juli 2021. De stippelijnen zijn marktverwachtingen.

2 Bloomberg Index Services Ltd. Per 31 juli 2021.

Partnership DCG en BNPP AM biedt versnelling groei private debt- oplossingen

‘Wij zijn als organisatie succesvol geworden door te leren van onze fouten.’ Aan het woord is Tonko Gast, Oprichter en Chief Executive Officer van Dynamic Credit Group, die een partnership aanging met BNP Paribas Asset Management.

Door Jan Jaap Omvlee

BNP Paribas Asset Management (BNPP AM) en Dynamic Credit Group (DCG) zijn een partnerschap aangegaan om de groei van hun private debt-oplossingen te versnellen. Deze deal biedt de beleggingsdivisie PDRA (Private Debt & Real Assets) van BNPP AM, met momenteel € 11 miljard aan door klanten gecommitteerde assets, de mogelijkheid om de ontwikkeling van haar Nederlandse hypotheekbeleggingsoplossingen te versnellen.

Op dit moment beheert DCG, opgericht in 2003, een gecommitteerd vermogen

van meer dan € 9 miljard voor beleggers. Dit vermogen bestaat voornamelijk uit Nederlandse hypotheeken en wordt onder meer georigineerd via het eigen online platform bij Bouwe. Het bedrijf biedt beleggers een volledig scala aan diensten aan voor deze asset class, waaronder het portefeuillebeheer via collectieve en enkelvoudige mandaten, alsmede diensten op het gebied van waarderingen en rapportages. Daarnaast bouwt DCG verder aan zijn expertise binnen het origineren en beheren van granulaire leningenportefeuilles door nieuwe asset classes, zoals consumentenfinanciering via zijn Diversified Loan-strategie.

Binnen de groep opereert dochter Loan-Clear als onafhankelijk dienstenplatform, met een specialisme in de waardering en benchmarking van leningenportefeuilles en het faciliteren van leningen- en/of portefeuilletransacties.

Waarvoor zijn jullie zo succesvol geworden?

‘Wij zijn altijd een relatief kleine organisatie geweest. We staan een beetje op onze voorvoeten, zoals ik dat vroeger bij het tennissen heb geleerd, waardoor we sneller kunnen anticiperen. Het bedrijf is door een mooie club mensen gezamenlijk opgebouwd, waarbij er altijd op is gelet geen ego's binnen te halen. Het gaat bij ons altijd om creatieve processen in asset management en direct lending. In die creatieve processen – en dat is nu eenmaal inherent aan creatieve processen – worden ook weleens fouten gemaakt. Maar zolang je daar open over kan zijn en daarover blijft communiceren, leer je zelf en de organisatie leert met jou. Ik denk dat wij als organisatie succesvol zijn geworden door te leren van onze fouten. Wij geven mensen heel veel vrijheid en verantwoordelijkheid en dat werkt alleen als er een grote mate van openheid is.

Dat management van talent heeft geleid tot een mooie groep mensen van meer dan 17 nationaliteiten. Succes heeft te maken met het type mensen dat je binnenhaalt en het is bijzonder om te zien dat we een immigrant company zijn geworden. Ook toen we in New York zaten, kwam het merendeel van buiten de Verenigde Staten. Dat zijn misschien ook mensen die op een andere manier in het leven en in het werk staan en dit heeft heel sterk bijgedragen aan het soort organisatie dat we zijn. Met het team proberen

we zo radicaal transparant mogelijk te zijn. Dat betekent dat we richting klanten en stakeholders zo goed mogelijk proberen te communiceren wat er gebeurt, wat er goed gaat en wat minder goed.

Met andere woorden, we hebben een agile organisatie die heel goed kan luisteren naar klanten en markten, naar partners en als medewerkers naar elkaar. Dat maakt dat we in een relatief korte tijd heel succesvol hebben kunnen worden.'

En waarom is er nu na jaren van succes een partnership aangegaan?

'Het is voor een asset manager/direct lender lastig om internationaal een sterke distributie op te bouwen, onder meer vanwege de Dijsselbloem-bonuscap die restrictief is voor relatief kleine asset managers. Dat maakt het lastig om internationaal te concurreren als je salesteams wilt opbouwen. BNPP AM heeft een sterke internationale organisatie op het gebied van distributie en heeft een duidelijk speerpunt geformuleerd rond private credit. Er was bovendien meteen een goede klik met de private debt & real assets-divisie, die geleid wordt door David Bouchoucha. Onze groep is nu binnen de gehele organisatie wereldwijd verantwoordelijk voor het investeren in kleine leningen. Daarnaast is BNPP AM sterk gemotiveerd om een bijdrage te leveren aan een betere wereld via zijn ESG-focus, waar het al vroeg mee is begonnen. Al met al is dit voor ons een perfecte match.'

DCG heeft goed ingespeeld op de behoefte van pensioenfondsen om kapitaal beschikbaar te stellen ten behoeve van hypotheekaan Nederlandse particulieren. Zit daar nog rek in?

'Die Nederlandse hypotheekmarkt is een hele grote van meer dan € 100 miljard per jaar en daarin kunnen we met onze huidige capaciteit circa € 3 tot € 5 miljard per jaar sourcen, dus aan die kant is er heel veel capaciteit. Aan de beleggerskant geldt: zolang er relative value is ten opzichte van alternatieven, blijven institutionele beleggers investeren. En natuurlijk komen sommige partijen wel aan hun maximale exposure op het gebied van Nederlandse hypotheek, maar wij kunnen die partijen heel goed bedienen in de zogenaamde vervangingsvraag die voortdurend ontstaat door terugbetalingen en vervroegde aflossingen. Dus er zit zeker



CV

Tonko Gast

Tonko Gast startte in 1998 als Obligatie-Analist bij SNS Asset Management en beheerde na een overstap in 2000 naar ABN AMRO Asset Management alternatieve vastrentende portefeuilles. In 2003 richtte hij Dynamic Credit op in New York en adviseerde hij DNB en het Ministerie van Financiën over de oplossing voor de Amerikaanse hypotheekproblemen waarmee ING Bank werd geconfronteerd tijdens de crisis van 2008-2009.

Gast studeerde Monetaire Economie aan de Rijksuniversiteit Groningen en Credit Risk Modeling aan de Stanford Business School.

rek in, maar we verwachten dat de meeste groei wel uit het buitenland zal komen.'

Via jullie Diversified Loan-strategie richten jullie je op persoonlijke en MKB-leningen. Hoe ziet die strategie eruit?

'Dat is een korte duration-strategie van tussen de 1 tot 3 jaar met een netto verwacht rendement van 4 tot 6%. Er is sprake van een goede samenwerking tussen ons team in Amsterdam en New York, dat heel actief originators, leningen en secundaire portefeuilles aanboort. Eigenlijk is dat een super Diversified Loan-strategie, waarbij we wereldwijd leningen kopen van diverse partijen, persoonlijke leningen en MKB-krediet van heel veel verschillende originators, met nu meer dan 12.000 leningen in portefeuille. Het is ook een hele wendbare strategie, omdat er zoveel cash generation in zit: rente, aflossing en vervroegde aflossing. Anders dan bij een hypotheekstrategie, waarbij je hele lange rentevastperiodes hebt, kun je hier veel sneller bijsturen. En omdat het een global strategy is, kun je ook het beste risico/rendement zoeken in de wereld, dat uiteindelijk aan beleggers ten goede komt. Het maakt ons uniek in dit segment: het aanbieden van persoonlijke leningen en MKB-krediet in de Verenigde Staten, Europa en Azië.'

U heeft uw business weleens omschreven als ‘i to i, oftewel individual to institutional’. Waarom is dat een beter model dan ‘peer to peer’, dat ook in opkomst is?

‘We denken dat ‘peer to peer’ een mooi idee is, maar dat het in de realiteit eigenlijk niet goed werkt. Het is heel ingewikkeld voor een zogenaamde peer om te beleggen in leningen, omdat het heel specialistisch werk is. Allereerst is het voor een peer moeilijk om een leningrisico in te schatten, laat staan een leningenplatformrisico of originator-risico. En het is heel moeilijk voor een peer om genoeg diversificatie op te bouwen, om op die manier risico's te mitigeren. Dus we zien veel meer in het model waarin het institutionele geld dat op zoek is naar rendement, op een juiste manier wordt ingezet om individuele leningen te maken, te financieren of te kopen. Dat bedoelen we met ‘individual to institutional’ en dat is de brede beweging die je ziet. Daar waar platforms zoals Zopa oorspronkelijk een peer-to-peer-focus hadden, is het nu voor het merendeel institutioneel geld dat daarachter zit.’

BNPP AM staat bekend om zijn hoge eisen omtrent ESG-beleid. Hoe zit dat bij DCG?

‘Ik ben mezelf heel erg bewust van de uitdagingen die we als mensheid hebben gecreëerd. ESG betekent voor mij een intrinsieke motivatie om altijd eerlijk en open met klanten om te gaan. Die sociale en governance-kant zit echt verweven in onze organisatie en het type mensen dat we aantrekken. We zijn sowieso qua governance een heel zwaar gereguleerd bedrijf met allerlei vergunningen. En waar we zelf leningen kopen, is dat helemaal ingebed in ons lendingproces. We houden ons verre van predatory lending in onze sourcingstrategie. Daarnaast hebben we vanuit ESG-perspectief restricties op sectoren daar waar het gaat om MKB-kredieten.’

‘Ik denk dat wij als organisatie succesvol zijn geworden door te leren van onze fouten.’

‘ESG betekent voor mij een intrinsieke motivatie om altijd eerlijk en open met klanten om te gaan.’

We kijken ook heel kritisch naar het bewustzijn van het leiderschap bij originators, bijvoorbeeld daar waar het gaat om verduurzaming. En waar we zelf leningen maken, waren we de eerste partij die het mogelijk maakte om online een hypotheek aan te vragen, waarbij een klant tegelijkertijd gefaciliteerd wordt om verduurzamingsinvesteringskeuzes te maken via online tools. Dat is een ingewikkeld proces als je wilt verduurzamen. Het is misschien al moeilijk genoeg voor klanten die in een proces zitten om een huis te kopen, maar het is juist wel het moment om na te denken over verduurzamingsinvesteringen. Dat is een enorm woud aan keuzes waar je dan als consument in verzeild raakt. Wij proberen dat al jarenlang te faciliteren via online tools, waardoor mensen op de goede manier nog de bomen door het bos kunnen zien. Daarin is nog wel werk te verzetten. De lat ligt hoog en samen met het ervaren en toegewijde BNPP AM ESG-team staan we nog sterker in het uitvoeren van ESG-beleid, dat nu verder wordt geïntegreerd in onze producten.’

Wat is voor beide partijen het meest aantrekkelijk aan deze samenwerking?

‘Wat naar boven is gekomen in onze onderlinge gesprekken, is de manier waarop we het DCG-trackrecord hebben opgebouwd, het team, de mensen en het proces eromheen, het proces om heel veel kleine leningen te kunnen sourcen in een fonds dat volgend jaar meer dan 100.000 leningen in portefeuille heeft. Dat is een complex proces om te beheren, ook technologisch. Je hebt een enorme aanlooptijd nodig om dat zelf te bouwen. Omgekeerd is voor ons de distributiecapaciteit van BNPP AM een heel aantrekkelijk aspect van dit partnership.’ ■

Disclaimer

Deze transactie is onderhevig aan goedkeuring van toezichhoudende instanties.

IN HET KORT

Door dit partnership met Dynamic Credit Group (DCG, www.dynamiccredit.nl) kan BNPP AM (www.bnpparibas-am.nl), dat momenteel € 11 miljard aan door klanten geëmitteerde assets heeft, zijn activabasis aanzienlijk laten groeien en de uitbreiding van het beleggingsplatform versnellen.

Dankzij het wereldwijde distributienetwerk van BNPP AM kan DCG haar impact en groei naar het volgende niveau brengen.

Dynamic Credit gaat deel uitmaken van de PDRA-divisie van BNPP AM, maar blijft als zelfstandige entiteit opereren onder leiding van CEO en oprichter Tonko Gast.

Terugkijkend op twintig jaar beleggingsvastgoed

Woningen, winkels, kantoren, bedrijfsruimten, zorgvastgoed, parkeren en logistiek: dat is wat institutionele vastgoedbeleggers voor de maatschappij betekenen.

In de afgelopen twintig jaar zijn huurwoningen als beleggingscategorie vrij constant gebleven op circa de helft van het in Nederland belegde vermogen. Doordat een complex na dertig jaar exploitatie veelal verkocht wordt aan een andere bonafide belegger en er nieuwbouw voor wordt aangekocht, is het aantal huurwoningen van alle IVBN-leden gezamenlijk vrijwel constant gebleven op zo'n 150.000. Het gaat dus wel om jong bezit, kwalitatief en energetisch goed. Zo'n 15% wordt verhuurd onder de € 750, 70% tussen de € 750 en de € 1250 en slechts 15% daarboven, het overgrote deel in de vrije huursector en dan vooral in de meer gespannen woningmarkten. Institutionele woningbeleggers hebben in de afgelopen decennia meer dan een half miljoen woningen aan de voorraad toegevoegd. Deze woningbeleggingen behoren tot de 'kernportefeuilles' van pensioenfondsen en levensverzekeraars, met een beperkt, maar stabiel rendement en sterk aan de inflatie gebonden.

In de winkelbeleggingen zit meer dynamiek vanuit de markt. In het consumentengedrag hebben zich grote veranderingen voltrokken. Nog steeds wordt er uiteraard volop 'boodschappen gedaan' en er wordt ook nog steeds 'gewinkeld'. De enorme verandering van het online shoppen betekent echter wel dat het aantal meters detailhandel fors moet verminderen. Die vermindering is vooral te merken in de spreiding van winkels en aanloopstraten én in het kernwinkelapparaat van de kleinere steden. We zien dat de consument voor het 'winkelen' bereid is veel grotere afstanden te overbruggen, als er maar een plezierig en gevarieerd winkelaanbod is. De supermarkten hebben hun positie de afgelopen jaren sterk zien groeien, maar ook

de buurtwinkel doet het goed. Voor institutionele winkelbeleggers met kwalitatief goede winkels op de juiste locaties is het nog steeds goed beleggen. Helaas is het door de halsstarigheid van de retailorganisaties nog niet gelukt om voor het groot- en filiaalbedrijf het té beschermende winkelhuurrecht te versoepelen. Hun positie is veel te sterk, met door de verhuurder vrijwel niet op te zeggen contracten, wat de dynamiek sterk beperkt en investeringen remt.

In de kantorensector was er tien jaar geleden sprake van een veel te grote leegstand. Institutionele beleggers hadden hun strategie op tijd verlegd naar de betere kantoorlocaties in de grotere steden, maar iedereen had last van de leegstandsproblematiek. Gelukkig zijn gemeenten en ontwikkelaars terughoudender geworden met massale nieuwbouw 'op voorraad'. Nieuwbouw van topkantoren vindt vrijwel alleen nog plaats op toplocaties en deze kantoren hebben een zeer hoge architectonische en energetische kwaliteit.

Een duidelijk nieuwe ontwikkeling in die twintig jaar is het sterk gegroeide en succesvolle segment van het zorgvastgoed, dat voorziet in een groeiende vraag naar kwalitatief hoogwaardige, maar nog steeds betaalbare zorgwoningen (en dus zeker niet alleen voor de happy few).

Redelijk nieuw voor de algemene vastgoedbeleggers is logistiek. Dit segment wordt vooralsnog beheerst door internationaal opererende specialisten die de markt erg goed kennen en die distributeurs en de hele supply chain voorzien van toegesneden faciliteiten.

Met het pensioen- en levensverzekeringsgeld worden dus maatschappelijk hele nuttige en belangrijke investeringen mogelijk. Dat is al decennialang onveranderd gebleven en zal ook de komende decennia van grote betekenis blijven. ■



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

Decarbonisatie essentieel voor aanpak klimaatcrisis

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



We weten al heel lang dat er sprake is van klimaatverandering en dat er niet genoeg gedaan wordt om die effectief te bestrijden. Veel asset managers werken daarom samen op het gebied van engagement, ook op het gebied van een asset class als vastrentende waarden. De markt verandert door consequent te vragen om het invoeren van ESG-beleid.

Wat is de huidige decarbonisatiestrategie van jullie bedrijf? Wat zijn de precieze doelstellingen en hoe worden die vertaald naar de vastrentende portefeuille?

Arjan Stubbe: ‘Onze klanten willen zich houden aan de het Akkoord van Parijs. Gezien de carbonintensiteit in de sector van de sponsor wil men tenminste voldoen aan de standaarden van de EU Climate Transition Benchmark.’

Rik Fennema: ‘Wij willen in 2050 netto CO₂ neutraal zijn. We hebben een hele reeks beleidsmaatregelen ingevoerd, waaronder het uitsluiten van bepaalde sectoren waarin we niet beleggen, maar tonen ook proactieve betrokkenheid bij bedrijven waarin we wel investeren.’

Mathijs Lindemulder: ‘Wij hebben klanten die voorop willen lopen met betrekking tot de klimaattransitie. Wij vertalen hun wensen, via de selectie van managers en fondsen, naar alle beleggingscategorieën toe. Dat geldt ook voor vastrentende waarden die we namens hen beheren.’

Harry Trip: ‘Wij gaan vanaf het komende jaar grote stappen zetten met betrekking tot het decarboniseren van de creditportefeuilles en hebben concrete reductiedoel-einden gedefinieerd.’

Andrew Jackson: ‘Wat betreft bedrijfsverantwoordelijkheid hebben we ons aangesloten bij het Net Zero Asset Management Initiatief en Climate Action 100. We werken dus samen met andere asset managers op het gebied van engagement en proberen

zaken naar voren te brengen. Verder besteden we veel tijd en energie aan het voorlichten van onze medewerkers over wat zij kunnen doen ten aanzien van decarbonisatie.’

Kiemthin Tjong Tjin Joe: ‘Wij willen ons ook houden aan het Akkoord van Parijs. Op dit moment zijn we geclassificeerd als een Artikel 6-bedrijf, maar we willen langzaamaan in de richting van Artikel 8 gaan.’

Egbert Buitink: ‘Ook wij hanteren strikte CO₂-reductiedoelstellingen voor fixed income. De gegevens van CO₂-emissies zijn achterwaarts gericht. Dat wil zeggen dat ze meten wat in het verleden is uitgestoten. Wij proberen ook naar voorwaarts gerichte gegevens te kijken, bijvoorbeeld naar management scores.’

Volgen jullie ook decarbonisatiestrategieën in de portefeuilles van staatsobligaties, of zijn jullie van plan die te volgen?

Buitink: ‘Dat zijn we zeker van plan. Het is echter een hele uitdaging, omdat je niet zomaar van het ene naar het andere land kunt verschuiven. Duitsland heeft bijvoorbeeld meer gewicht in termen van CO₂-uitstoot. Daarnaast is het lastig om het te koppelen aan economische activiteiten, zoals bij ondernemingen.’

Tjong Tjin Joe: ‘De eerste doelstelling van onze staatsobligatieportefeuille is verplichtingen te matchen. Daarnaast hebben we een allocatie naar ESG-obligaties in het algemeen, dus niet specifiek gericht op decarbonisatie.’

Jackson: ‘Er is een zekere mate van ontevredenheid over de manier waarop we naar staatsobligaties kijken. We kunnen het ons niet veroorloven te zeggen dat we niets beter kunnen doen omdat staatsobligaties zo’n groot deel van de vastrentende portefeuilles uitmaken. Door het aanmoedigen van transitie-obligaties zouden we soevereine staten er misschien toe kunnen bewegen naar de doelstellingen toe te werken die ze voor zichzelf hebben vastgesteld, ze ‘straffen’ als ze die niet halen en ze ‘belonen’ als ze dat wel doen. Het is moeilijk om bijvoorbeeld de Duitse regering, laat staan de Amerikaanse, te benaderen, maar we moeten het wel doen.’

Voorzitter:

Wim Groeneveld,
Financial Investigator

Deelnemers:

Egbert Buitink, a.s.r. vermogensbeheer
Rik Fennema, APG Asset Management
Andrew Jackson, Federated Hermes
Mathijs Lindemulder, Aegon Asset Management
Arjan Stubbe, Blue Sky Group
Kiemthin Tjong Tjin Joe, Stichting Nedlloyd Pensioenfondsen
Harry Trip, PGGM Vermogensbeheer



VOORZITTER

Wim Groeneveld

Wim Groeneveld is Senior Editor bij Financial Investigator. Hij heeft meer dan twintig jaar ervaring als economisch en financieel journalist. Beleggen is daarbij altijd een zwaartepunt geweest. De afgelopen twaalf jaar richt Groeneveld zich met name op beleggingsprofessionals en zeer ervaren beleggers. Zijn werkveld varieerde daarbij van print en online tot radio en televisie.



Egbert
Buitink

Egbert Buitink werkt sinds 2014 als Senior Portefeuillebeheerder Bedrijfsobligaties bij a.s.r. vermogensbeheer. Hij is onder andere verantwoordelijk voor het beheer van het ASR ESG Bedrijfsobligatiefonds, nadat dit fonds in 2017 werd opgericht. Voordat hij bij a.s.r. in dienst kwam was hij actief als Portfoliomanager Global Credits bij BMO Global Asset Management. Eerder in zijn carrière werkte hij bij PGB Pensioendiensten.



Rik
Fennema

Rik Fennema leidt het Europese Credit Research Team van APG Asset Management in Amsterdam. Fennema is in 2016 bij APG AM begonnen en werkte voor die tijd bij Nomura International in Londen, waar hij het team van credit desk analysts leidde. Daarvoor heeft hij gewerkt in credit-gerelateerde functies voor een aantal andere financiële instellingen, waaronder Lehman Brothers, Dresdner Kleinwort Wasserstein en Credit Suisse.



Andrew
Jackson

Andrew Jackson trad in april 2017 in dienst bij de internationale activiteiten van Federated Hermes als Head of Fixed Income. Hij is verantwoordelijk voor de strategische ontwikkeling van de Sustainable Fixed Income-, Credit-, Asset Based Lending- en Direct Lending-beleggingsteams. In 2020 werd hij Head of Multi Asset. Hij werkte eerder voor Cairn Capital, Bank of America, Fitch Ratings en PwC.



Mathijs
Lindemulder

Mathijs Lindemulder is sinds februari 2017 verbonden aan Aegon Asset Management. De eerste 4,5 jaren was hij werkzaam als Investment Strategist en sinds de zomer van 2021 behoort hij tot het Manager Selectie Team als Portfoliomanager voor de Long Term Investment Equity- en de Green Bonds-strategieën. Naast zijn rol bij Aegon AM is Lindemulder Lid van de Raad van Commissarissen van het Huis voor de Sport Groningen.



Arjan
Stubbe

Arjan Stubbe trad bijna dertien jaar geleden in dienst bij Blue Sky Group. Hij is Senior Portfoliomanager Fixed Income en verantwoordelijk voor het selecteren en monitoren van externe managers. Hij heeft inflatie-gerelateerde obligatie- en nominale obligatieportefeuilles beheerd voor de pensioenfondsklanten van Blue Sky Group en was verantwoordelijk voor het currency overlay program. Eerder werkte Stubbe zeventien jaar bij de Indonesia Overseas Bank.



Kiemthin
Tjong Tjin Joe

Kiemthin Tjong Tjin Joe is Senior Investment Manager Fixed Income & Real Estate bij de Stichting Nedlloyd Pensioenfonds. Sinds 2016 beheert hij de obligatieportefeuille en de vastgoedportefeuille. Daarvoor werkte hij achttien jaar als Portfoliomanager Fixed Income bij PGB Pensioendiensten en A&O Services (Pensioenfonds BPF Schilders). Hij is afgestudeerd in Econometrie en Bedrijfseconomie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.



Harry
Trip

Harry Trip werkt sinds 2009 bij PGGM Vermogensbeheer. Sinds dit jaar is hij als Head of Credit verantwoordelijk voor de intern beheerde Euro Investment Grade- en Emerging Markets Credit-strategieën. Voorheen was hij Lead Portfolio Manager voor het Emerging Markets Credit-mandaat. Trip is vanaf 1998 betrokken bij kredietbeleggingen, eerst bij Aegon Asset Management en vervolgens bij NN Investment Partners.

‘Door het aanmoedigen van transitie-obligaties kunnen we soevereine staten ertoe bewegen naar de doelstellingen toe te werken die ze voor zichzelf hebben vastgesteld.’

Hoe zou de decarbonisatiestrategie moeten of kunnen samenwerken met de engagementstrategie?

Lindemulder: ‘Voor een portefeuille van green bonds is engagement onder meer belangrijk om ervoor te zorgen dat er geen sprake is van greenwashing. De door ons geselecteerde managers gaan actief in gesprek met de emittenten van green bonds om greenwashing te voorkomen. En wij beoordelen hoe goed die managers dat doen. Een aanzienlijk deel van de door de uitgevende instellingen groen gelabelde obligaties wordt als onvoldoende groen beoordeeld, waardoor er niet in deze obligaties wordt belegd.’

Jackson: ‘Engagement is, in tegenstelling tot uitsluiting, een manier om het probleem van decarbonisatie echt aan te pakken. Maar betrokkenheid moet wel tanden hebben en gevolgd worden door desinvesteren als het niet werkt. We moeten wel realistisch zijn over wat engagement kan bereiken.’

Fennema: ‘Engagement is een integraal onderdeel van ons beleid en van onze doelstellingen op het gebied van decarbonisatie. Ik geloof echt dat engagement bij vastrentende waarden succesvol kan zijn. We zien dat de markt verandert door consequent te vragen om bepaald beleid in te voeren. En soms is het nodig te zeggen: dit is wat we nodig hebben, anders is het een no-go voor ons.’

Buitink: ‘Tot voor kort konden bedrijven altijd zeggen: als jij onze obligaties niet koopt, doet de ECB het wel. Maar inmiddels gaat die duidelijk ook in de richting van het kopen van alleen ESG-obligaties.’

Wat is jullie mening over het evenwicht tussen het fysieke risico van klimaatverandering, het transitierisico in de richting van decarbonisatie en het herstel of verbeteren van de CO₂-absorptiecapaciteit van de aarde?

Trip: ‘Wij richten ons vooral op het transitierisico omdat het fysieke risico op kortere termijn minder belangrijk is voor gediversifieerde bedrijven.’

Lindemulder: ‘Het is moeilijk om de huidige data over fysieke risico’s op zichzelf

te beoordelen. Op het datavlak is er duidelijk nog veel in ontwikkeling. De huidige data houden er vaak (nog) geen rekening mee dat bedrijven zich kunnen aanpassen aan veranderende omstandigheden. Fysische risico’s worden door middel van klimaatrisico’s meegenomen bij het bepalen van de strategische asset allocatie voor onze klanten.’

Jackson: ‘Het gaat hier om ongelooflijk complexe vragen. Daarom moeten we meer klimaatwetenschappers aanwerven om ons te helpen sommige van deze vragen te beantwoorden. Het zijn echte raadsels waar je geen luchthartige antwoorden op kunt geven. Fysiek of transitie of CO₂-absorptie, het moet het allemaal zijn.’

Moeten we onze decarbonisatie-doelstellingen verruimen en rekening houden met een juiste, rechtvaardige transitie?

Buitink: ‘Ik denk dat niemand van ons in Chinese zonnepanelen zou willen investeren, met name vanwege de arbeidsomstandigheden: dwangarbeid en slavernij. Toch zou dat vanuit een zuivere decarbonisatie-doelstelling een uitstekende investering zijn. Je moet dus rekening houden met de totale impact die dit soort transities hebben op samenlevingen, lokale gemeenschappen en bedrijven.’

Trip: ‘In de opkomende markten is over het algemeen sprake van een hogere CO₂-uitstoot, deels omdat vervuilende productiecapaciteit naar deze landen verplaatst is. Ik hoop dat Europese beleggers er nog steeds open voor staan om de noodzakelijke transitie, de goede verhalen, in die markten te financieren. Het is optisch eenvoudig om een beleggingsportefeuille te decarboniseren door bijvoorbeeld meer in banken en telecoms te beleggen, maar hiermee gaat de wereld de benodigde transitie niet bereiken.’

Lindemulder: ‘Voor rechtvaardige transitie vinden wij het belangrijk om niet alleen naar de E (Environmental) te kijken, maar om ook de S (Social) mee te wegen. Juist in opkomende markten kan je positieve maatschappelijke impact realiseren door te beleggen in bedrijven die mensen in hun eerste levensbehoeften voorzien. Denk daarbij aan bedrijven die materialen leve- >

‘De door ons geselecteerde managers gaan actief in gesprek met de emittenten van green bonds om greenwashing te voorkomen. En wij beoordelen hoe goed die managers dat doen.’

‘Ik geloof echt dat engagement bij vastrentende waarden succesvol kan zijn. We zien dat de markt verandert door consequent te vragen om bepaald beleid in te voeren.’

ren voor het bouwen van huizen voor de bevolking.’

Fennema: ‘Energie moet betaalbaar blijven voor mensen en het moet niet zo zijn dat mensen als gevolg van de transitie worden vergeten. We zijn een aantal onderzoeksprojecten gestart met Columbia University in de Verenigde Staten in de hoop om de sociale impact van de transitie in bepaalde sectoren te kunnen volgen. Een andere invalshoek is investeren in sociale obligaties die lokale overheden gebruiken om omscholingsprogramma’s te financieren, zoals in Duitsland het geval is.’

Jackson: ‘We weten al heel lang dat er sprake is van klimaatverandering en dat we niet genoeg doen om die effectief te bestrijden. We moeten streven naar een rechtvaardige transitie, maar het probleem is zo urgent dat we alles moeten doen wat we kunnen, ook als dat gepaard gaat met aanzienlijke financiële kosten.’

Hoe groot is de kans dat de financiële sector als geheel over tien jaar terugkijkt op wat deze op het gebied van klimaatverandering heeft bereikt en zich realiseert te weinig te hebben gedaan om het probleem aan te pakken?

Jackson: ‘De financiële sector, die in Londen in het bijzonder, is niet erg goed in staat eerlijk tegen zichzelf te zijn over hoe goed deze het heeft gedaan. Ik denk dat de kans vrij groot is dat de sector over tien jaar zegt: we hebben het briljant gedaan. Het is echter heel onwaarschijnlijk dat we dan genoeg hebben gedaan. Het gaat nu niet om woorden, maar om actie.’

Trip: ‘Je moet in staat zijn om de noodzakelijke voorstellen te blijven financieren. Dat zou kunnen betekenen dat je op kortere termijn verder kijkt dan alleen financieel rendement en decarbonisatie doelstellingen. Dat betekent ook dat we ons om opkomende markten moeten bekommeren en niet kunnen zeggen dat ze hun gang maar moeten gaan en hun zaken zelf moeten oplossen. We moeten wereldwijd meer doen tegen de klimaatverandering. Daarvoor hebben we bijvoorbeeld betrouwbare gegevens nodig, waar nu moeilijk aan te komen is of die er gewoon nog niet zijn.’

Tjong Tjin Joe: ‘Als we over tien jaar enigszins tevreden willen zijn, zullen we alle medewerkers van asset managers en soortgelijke instellingen moeten stimuleren om iets te doen op ESG-gebied.’

Buitink: ‘ESG is echt terrein aan het winnen. Het is een fundamenteel onderdeel van onze strategie en beleggingsovertuigingen. Je ziet dat er heel veel gebeurt, bijvoorbeeld dat Shell door de rechter wordt gedwongen zijn strategie te veranderen. Dat rechtvaardigt enig optimisme.’

Stubbe: ‘Als we over tien jaar terugkijken, denkt de sector waarschijnlijk niet genoeg te hebben gedaan. Dat neemt niet weg dat er nu al zeer grote stappen worden gezet om betere, meer duurzame, vastrentende portefeuilles te creëren.’

Fennema: ‘Aan de Nederlandse pensioenkant worden inderdaad grote stappen gezet. Er wordt op dit moment op klimaatgebied veel actie ondernomen.’

Jackson: ‘De Nederlandse pensioengemeenschap loopt wat duurzaamheid betreft voorop. Dat is verrassend, gezien het aantal CO₂-intensieve industrieën in Nederland. Heel veel pensioenfondsen staan echter, anders dan de Europese, nog maar aan het begin van de reis naar meer duurzaamheid.’

Hoe stellen jullie doelen voor decarbonisatie en hoe wordt de voortgang gemeten van een portefeuille die systematisch investeert in transitiebedrijven?

Lindemulder: ‘Het doel van onze green bond-portefeuille is het financieren van de klimaattransitie en bedrijven te verduurzamen. Als je groene projecten financiert, kun je de CO₂-vermijding van die specifieke projecten meten en daarover rapporteren. Door te investeren in hernieuwbare energie wordt het verbruik van fossiele energie bijvoorbeeld vermeden en daarmee de uitstoot van CO₂ die met het verbruik van fossiele brandstoffen zou zijn ontstaan. We zien dat steeds meer emittenten hun rapportagekader in die zin uitbreiden en rapporteren over deze vermeden emissies voor onze green bond-portefeuille. Onze externe managers voeren hier ook nadrukkelijk een dialoog over met de bedrijven waarin wordt belegd.’

Stubbe: ‘Het voldoen aan het Akkoord van Parijs kent transitierisico’s. Een optie zou kunnen zijn om bepaalde CO₂-intensieve industrieën in je portefeuille te onderwegen, om meer zekerheid te hebben dat je aan het eind van de weg genoeg hebt gedaan.’

Jackson: ‘Ik denk dat je de CO₂-emissies van je portefeuille op een absolute en relatieve basis moet meten, maar ook moet proberen een schatting te maken van wat de toekomstige koolstofintensiteit van je portefeuille is ten opzichte van de toekomstige koolstofintensiteit van de gebruikte benchmark.’

Fennema: ‘Het verlagen van de CO₂-footprint van een portefeuille is niet zo moeilijk, je verkoopt gewoon de hoogste contribuanten, dat wil zeggen de bedrijven die de meeste CO₂ uitstoten. Maar voor het ondersteunen van de klimaattransitie, wat het uiteindelijke doel is, moet je vermijden om die bedrijven te verkopen die nu misschien nog een hoge CO₂-footprint hebben, maar wel investeren in de energietransitie.’

Wat zijn jullie ideeën over financieel rendement versus decarbonisatie?

Trip: ‘We hebben nu de decarbonisatie-doelstelling zo goed mogelijk afgestemd op het financieel rendement. We denken dat we de maximale reductie van CO₂-uitstoot binnen de grenzen van ons financieel rendement kunnen bereiken. We sluiten hierbij aan op onze huidige opdracht.’

Buitink: ‘Het is niet het een of het ander. Uiteraard hebben we een verantwoordelijkheid voor zowel een goed financieel rendement als een betere wereld in de toekomst. Je kunt niet alleen decarbonisatie-doelen stellen zonder te kijken naar de impact daarvan op je risico en rendement. Je moet een holistische visie hebben.’

Jackson: ‘Wellicht moeten we op een bepaald moment iets van het financieel rendement opgeven om voldoende decarbonisatie te bereiken. Daarover moet dan een eerlijk gesprek met de stakeholders worden gevoerd. We hebben het geluk gehad dat ESG de laatste jaren trendy is geworden. Voor ESG-beleggers zijn de laatste vijf jaar geweldig geweest. Daardoor kan zo’n gesprek zeker makkelijker worden gevoerd.’

Tjong Tjin Joe: ‘Wij vragen onze deelnemers of en hoeveel financieel rendement ze eventueel op willen geven ten gunste van ESG, dus niet van decarbonisatie in het bijzonder. Dat percentage gaat langzaam omhoog. Het is belangrijk dat je je stakeholders raadpleegt.’

Fennema: ‘Wij geloven dat het mogelijk is financieel rendement te creëren in lijn met de doelstellingen van onze klanten, en dat te combineren met een ambitieus ESG-beleid.’

Lindemulder: ‘Het is niet financieel rendement versus decarbonisatie. Wij geloven erin dat het behalen van financieel en duurzaam rendement hand in hand kunnen gaan door verschillende doelen op ESG-gebied, waaronder decarbonisatie, integraal mee te wegen in beleggingsbeslissingen.’

Hoe beheren jullie de tracking error voor strategieën met veel uitsluitingen die worden gemeten ten opzichte van een mainstream benchmark?

Stubbe: ‘Wij hanteren binnen het ESG-beleid een uitgebreide lijst met uitsluitingen. Indien onze klanten zouden besluiten deze uitsluitingen uit te breiden met als doel verdere CO₂-reductie, dan is daarvoor nog tracking error ruimte.’

Jackson: ‘Je moet je niet zozeer zorgen maken over de tracking error, maar wel om wat je echt wilt proberen te bereiken. Ik denk niet dat de tracking error op dit moment erg hoog is. Een moeilijkere vraag is misschien of er goede benchmarks zijn.’

Trip: ‘Als je een bepaald rendement wilt halen, is er een limiet aan wat je kunt uitsluiten. Daarvan moet je je bewust zijn. Als je jezelf te veel beperkingen oplegt, kom je op een punt waar je niet meer in staat bent een brede benchmark te volgen.’

Fennema: ‘De tracking error is niet iets waar we ons als langetermijnbeleggers al te veel zorgen over moeten maken. Maar je moet wel rekening houden met de reden waarom je een benchmark gebruikt. Het zou mooi zijn als je een bredere scala van, laten we zeggen, publieke benchmarks hebt die rekening houden met veel meer ESG-gerelateerde variabelen. Ik denk dat beleg- >

‘Energie moet betaalbaar blijven voor mensen en het moet niet zo zijn dat mensen als gevolg van de transitie worden vergeten.’

gers in toenemende mate standaardbenchmarks achter zich zullen laten en dat de benchmarkindustrie dat moet oppakken.'

Jackson: 'Een groot probleem vormen de data. Als je een grote benchmarkprovider bent en je wilt gegevens hebben over de koolstofintensiteit van emittenten van obligaties, ben je aangewezen op schattingen, want echt grote wereldwijde vastrentende leners zullen niet rapporteren over hun koolstofintensiteit. En met alle respect voor de jongens van S&P, die zijn niet goed in het schatten daarvan.'

Zou het uitsluiten van bepaalde bedrijven in pensioenfondsportefeuilles, zoals onlangs met Shell is gebeurd, in het uiterste geval kunnen leiden tot frictie in de vraag- en aanbodmechanismen van fossiele brandstoffen?

Stubbe: 'Zeker. Ik denk dat we de komende decennia nog steeds fossiele brandstoffen nodig zullen hebben. Als niemand daar meer in wil investeren, zullen we tekorten krijgen.'

Trip: 'Vermoedelijk komen er verstoringen aan in de verhouding tussen vraag en aanbod. De vraagzijde schakelt trager over van fossiel naar duurzaam dan de aanbodzijde. Dit wordt echter niet veroorzaakt door het uitsluiten van bepaalde bedrijven door pensioenfondsen, maar door ontwikkelingen in de reële economie.'

Jackson: 'Ik denk niet dat Shell een goede casestudy is. Het is een van de weinige super-investeringswaardige bedrijven in de wereld. De kosten om te lenen zijn bij Shell misschien iets gestegen, maar met 33 basispunten hoeft het bedrijf zich niet al te veel zorgen te maken over beheerders van vastrentende portefeuilles die hun Shell-obligaties afstoten.'

Tjong Tjin Joe: 'Ik ben bang dat de afgestoten obligaties zullen worden gekocht door beleggers die niet echt kritisch zijn, dus uiteindelijk zal het, denk ik, geen verschil maken.'

Buitink: 'Het gaat niet alleen om uitsluitingen bij pensioenfondsen. Overheden gaan zich meer om het klimaat bekommeren, wat zich uit in strengere beleid, wellicht in belastingverhogingen. Als je dat allemaal

bij elkaar optelt, is het voor energiebedrijven ontmoedigend om in niet duurzame projecten te blijven investeren. Er zal moeten worden overgeschakeld naar alternatieve bronnen. Dat zal tot fricties leiden, maar dat is bijna onvermijdelijk.'

Lindemulder: 'Alleen focussen op uitsluiting is niet de oplossing. Wij geloven ook in de kracht van engagement. Een pluspunt van uitsluiting is dat het een signaalwerking heeft naar de bredere samenleving.'

Fennema: 'Voor sommige van onze klanten is de snelheid waarmee bepaalde sectoren bewegen met betrekking tot de klimaatproblemen gewoon niet hoog genoeg. En dan komen volgende stappen, bijvoorbeeld in de vorm van uitsluitingen, duidelijk in beeld.'

Trip: 'De uitdaging zit aan de consumentenkant. Dat betekent dat het beter is om te proberen de consumenten van fossiele brandstoffen minder te laten consumeren dan de oliemaatschappijen ertoe te bewegen minder te produceren. De fossiele brandstofproducenten zullen immer olie leveren zolang er vraag is.'

Hoe is te voorkomen dat de focus op CO₂-reductie in vastrentende portefeuilles resulteert in minder investeringen voor de transitie, aangezien de CO₂-intensieve industrieën de bedrijven zijn waar de meeste investeringen voor transitie nodig zijn?

Lindemulder: 'Je zou een deel van de portefeuille af kunnen splitsen, bijvoorbeeld groene obligaties uit de rest van het vastrentende beleggingsuniversum. Dit stelt beleggers in staat om gericht bedrijven te financieren die bijdragen aan de energietransitie. Dus niet het simpelweg uitsluiten van bedrijven die nog enige inkomsten uit steenkool halen, maar die tegelijkertijd wel flink investeren in het vergroenen van hun bedrijfsmodel.'

Fennema: 'Je wilt voorkomen dat een beleid om de CO₂-footprint te verlagen erin resulteert dat er minder wordt geïnvesteerd in de werkelijke transitie. Daarmee moet je voorzichtig omgaan.'

Jackson: 'We moeten inzoomen op die sectoren die daadwerkelijk de bakens kunnen verzetten in termen van decarbonisatie en

koolstofintensiteit. We moeten met bedrijven in gesprek gaan en met hen werken aan de energietransitie en misschien niet alleen de kortere stappen nemen door ze gewoon uit de portefeuille te weren. Dat is niet gemakkelijk, maar een moeilijke uitdaging.’

Wat betreft greenium versus performance: wat is er in de greenium geprijsd? Denken jullie dat die zal verdwijnen? Is het belangrijker om een greenium te krijgen dan om op performance te jagen?

Buitink: ‘Afhankelijk van de sector gaat het om een paar basispunten. Ik denk niet dat de greenium nog veel zal toenemen met het huidige tempo van uitgifte van green bonds: groen wordt normaler, dus ook green bonds.’

Lindemulder: ‘Onze klanten, en wij werken daarin intensief met hen samen, willen de energietransitie financieren door middel van groene obligaties en groene projecten. Daarbij streven onze klanten naar een aantrekkelijk en tegelijkertijd duurzaam rendement. Een eventuele greenium is daarin een beperkte factor. Bovendien verschilt de greenium ook per regio en verandert dit door de tijd heen.’

Trip: ‘Ik ben geen voorstander van etikettering, omdat ik vind dat ESG-beleid standaardonderdeel moet zijn van de bedrijfsstrategie. Etikettering zorgt voor marktsegmentatie en dit kan leiden tot verstoorte prijssignalen zoals een greenium. Wij zijn voorstander van een duidelijk geformuleerde ESG-strategie van bedrijven waarin helder over hun ESG-cijfers en -doelen wordt gerapporteerd.’

Jackson: ‘We hebben allemaal een verantwoordelijkheid om groene, duurzame overgangsobligaties in de juiste richting te duwen door ze op de juiste manier te meten. Het meten van de greenium is overigens een uitdaging. Marktsegmentatie is in dit opzicht belangrijk. We moeten niet gewoon investeren in een groen obligatiefonds en dan denken dat we klaar zijn. We moeten druk uitoefenen op bedrijven om ervoor te zorgen dat zij de juiste soort green bonds uitgeven en de juiste soort groene benchmarks hanteren.’

Tjong Tjin Joe: ‘In de greenium van staatsobligaties zit veel meer vraag dan aanbod. De greenium van tienjarige Duitse staatsobligaties bedraagt ongeveer zes basispunten. Wat ons betreft zijn groene staatsobligaties overbought.’

Fennema: ‘Je moet niet alleen naar het label van groene, sociale en duurzame obligaties kijken. Het gaat erom wat het onderliggende bedrijf doet: hoe ziet zijn ESG-beleid eruit, wat gebeurt er met de opbrengsten van de obligaties en hoe wordt hierover gerapporteerd? We besteden veel tijd aan gesprekken met emittenten om uit te leggen wat we van ze verwachten.’

Stubbe: ‘Als green bonds meer mainstream worden, zal de greenium vervagen. Als het onderliggende krediet hetzelfde is als bij een normale obligatie, is er geen reden meer voor een premie.’

Fennema: ‘Het is mogelijk dat een green bond te duur wordt. Dan moet je er dus niet in beleggen.’

Zijn we in de waan gelaten dat we goed bezig zijn met duurzame obligatiestrategieën?

Tjong Tjin Joe: ‘Nee, dat denk ik niet. Maar we moeten er wel goed over rapporteren en er verder over denken.’

Lindemulder: ‘Om greenwashing te voorkomen, is het hebben van een beoordelingskader om de uitgevers van de green bonds te toetsen essentieel. Wat wordt gedaan om het bedrijf groener te maken en de klimaattransitie te financieren en wat voor soort projecten worden gefinancierd? Met deze aanpak denken wij op de goede weg te zijn. Tegelijkertijd realiseren we ons dat de markt nog steeds relatief jong en in ontwikkeling is. Wij blijven daarom investeren in het doorontwikkelen van het raamwerk en de criteria en in het bepalen en meten van doelstellingen en criteria voor onze green bond-portefeuille.’

Jackson: ‘Een makkelijke manier om jezelf groener te laten lijken, is te beleggen in groene of duurzame obligaties. Maar de rest van je portefeuille kan zo smerig zijn als je wilt. In die zin zijn we misschien wel een beetje in slaap gesust met het beheren van zogenaamde duurzame obligatiestrategieën.’ >

‘Wellicht moeten we op een bepaald moment iets van het financieel rendement opgeven om voldoende decarbonisatie te bereiken. Daarover moet dan een eerlijk gesprek met de stakeholders worden gevoerd.’

Welke maatregelen worden genomen, of welk kader wordt gebruikt, om ervoor te zorgen dat groen bonds ook echt groen zijn?

Jackson: ‘Je moet beginnen met het aanspreken van de emittent van groen bonds. Als je leent aan een bedrijf dat niet erg ESG-gevoelig is, moet je sceptisch zijn en opletten op greenwashing. Verder moet je het betreffende bedrijf ter verantwoording kunnen roepen voor zijn gedane beloftes. Overigens, een vermogensbeheerder die dit in zijn eentje doet, kan niet echt een vuist maken. We moeten als groep afspreken wat we van de leners willen.’

Fennema: ‘Wij hebben richtlijnen ontwikkeld voor het definiëren van een groen bond. Die communiceren we met beleggers en banken om dat proces te helpen sturen en om tot standaarden te komen.’

Hoe belangrijk is de kwaliteit van de gegevens over de uitstoot van broeikasgassen? En welke uitdagingen zien jullie op dit gebied?

Buitink: ‘Er ontbreken nog steeds veel data points of ze zijn incompleet. Er moeten meer beleggingscategorieën, bedrijven, opkomende markten met data worden bestreken. Ik denk dat we op de goede weg zijn, maar er is nog veel terrein te winnen.’

Lindemulder: ‘De belangrijkste verbeteringen op dat gebied zouden betrekking moeten hebben op meer op de toekomst gerichte data en op data waarmee de ontwikkelingen van emittenten op een consistente wijze in de tijd kunnen worden beoordeeld en vergeleken.’

Jackson: ‘Veel dataproviders hebben totaal verschillende opvattingen over dezelfde bedrijven. Ze beschikken kennelijk niet over de tijd en energie om ervoor te zorgen dat hun gegevens honderd procent correct zijn. Ik vraag me af of we het als industrie niet gewoon eens moeten worden over wat we gaan meten en hoe we dat gaan doen en dat we dat dan met elkaar delen. Dit is niet iets waar we op moeten beknebben. De EU zou een belangrijke bijdrage kunnen leveren door te investeren in dataleveranciers teneinde voor enige standaardisatie te zorgen. Iets dergelijks is voorgevallen toen tijdens de financiële crisis 's werelds grootste vermogensbeheerders in de arm wer-

den genomen om de eurolanden te helpen ABS-obligaties te kopen.’

Tjong Tjin Joe: ‘Iedereen, ook in andere asset classes, is op zoek naar een uniforme dataset omdat er zoveel verschillende dataleveranciers achter een minderheid van gegevens aanzitten. Wat betreft de oproep aan regeringen om in dataleveranciers te investeren, denk ik dat zoiets in een democratie heel moeilijk is.’

Fennema: ‘Er is een tekort aan data voor zowel het aanpakken van de klimaatcrisis als het ESG-beleid. Er moet in ieder geval worden overgegaan op veel strengere regelgeving met betrekking tot de rapportage over de huidige en geplande CO₂-uitstoot.’

Is decarbonisatie de belangrijkste ESG-doelstelling van een vastrentende portefeuille of zijn de andere ESG-overwegingen net zo belangrijk?

Lindemulder: ‘Decarbonisatie is heel belangrijk en een groot deel van de oplossing van het klimaatprobleem, maar niet de enige ESG-doelstelling. We moeten daarbij ook kijken naar de sociale aspecten, de mensenrechten en het verbeteren van leefomstandigheden waar we met onze beleggingen aan bijdragen. Er zijn dus meerdere invalshoeken om rekening mee te houden.’

Tjong Tjin Joe: ‘Natuurlijk spelen, naast decarbonisatie, andere overwegingen een rol. Het hangt van de omstandigheden af welke overwegingen als het belangrijkste gelden. Soms zijn dat sociale overwegingen.’

Jackson: ‘Als vastrentende beleggers hebben wij, denk ik, altijd veel belang gehecht aan de G, omdat die van invloed is op ons kredietacceptatiebeleid. De E is de laatste paar jaar echter relevanter geworden en de urgentie van decarbonisatie heeft de balans van de E, de S en de G doen verschuiven in de richting van de E. De E wint het nu waarschijnlijk van de S.’

Stubbe: ‘De E krijgt momenteel nog meer aandacht dan in het verleden. Daardoor dwingen de bezitters van assets, zoals pensioenfondsen, ons allemaal om ons nog meer op dat deel van ESG te richten. Daarmee is niet gezegd dat de andere onderdelen niet belangrijk zijn.’ ■

IN HET KORT

Asset managers en hun klanten willen zich over het algemeen aan het Akkoord van Parijs houden. Zij hantieren strikte CO₂-reductiedoelstellingen voor fixed income.

Engagement is een manier om het probleem van decarbonisatie echt aan te pakken. Voor een rechtvaardige transitie moet niet alleen naar de E (Environmental) worden gekeken, maar ook de S (Social) worden meegenomen.

Er moet wereldwijd meer worden gedaan tegen klimaatverandering. Daarvoor zijn betrouwbare gegevens nodig, waar nu moeilijk aan te komen is, of die er gewoon nog niet zijn.

Wellicht moet op een bepaald moment iets van het financieel rendement worden opgegeven om voldoende decarbonisatie te bereiken, maar het behalen van financieel en duurzaam rendement kunnen in principe hand in hand gaan.



BEFORE



**DIG
IN**



AFTER

LET'S COOL DOWN THE PLANET TOGETHER

Justdiggit is on a mission to cool down the planet by **regreening** dry land in Africa. Justdiggit's restoration projects have a positive impact on climate, nature and people. Did you know that nature-based solutions can provide up to **37 percent** of the emission reductions needed by 2030 to keep global temperature rise under 2°C? Justdiggit uses communication, media and (mobile) technology to inspire and activate the farmers and their communities to restore their land,

but also to regreen the hearts and minds of people around the world. To date Justdiggit has restored **60,000 hectares** of degraded land and brought back **8 million trees**. Justdiggit is a proud partner of the UN Decade on Ecosystem Restoration 2021-2030. Our goal is to regreen Africa in the coming 10 years, together with all **350 million farmers**, and together with you. This is the Decade of Doing. **Dig in.**

JUSTDIGGIT.ORG

COOLING DOWN THE PLANET



UNITED NATIONS DECADE ON
**ECOSYSTEM
RESTORATION**
2021-2030

The forest and land sector is at the nexus of some of the greatest challenges

By Jolanda de Groot

The Tropical Asia Forest Fund 2 from the Australian sustainable real asset investor New Forests is this year's winner of the Financial Investigator Impact Investing Award 2021 in the 'Private Funds' category. 'Forestry is a natural climate solution that is integral to portfolio decarbonisation and the transition to net zero.' That is the conviction of Geoffrey Seeto, Managing Director at New Forests Asia.

Congratulations! The Tropical Asia Forest Fund 2 (TAFF2), managed by New Forests, has won the Financial Investigator Impact Investing Award 2021 in the 'Private Funds' category. Can you introduce your company and tell us more about the goal of this fund?

'Founded in 2005, we are a global forestry investment manager headquartered in Sydney with offices in Singapore and San Francisco. We manage approximately \$ 6 billion over 1 million hectares on behalf of institutional investors, including sovereign wealth funds, pension plans, insurance companies and development finance institutions. Our portfolio consists of sustainable timber plantations, conservation areas, rural land, agriculture, carbon projects and timber processing across Australia, New Zealand, Southeast Asia and the US.

We believe the forest and land sector is at the nexus of some of the greatest challenges facing the world today, including climate change, biodiversity loss, resource scarcity and the need for sustainable development that promotes equality and social inclusion. Our vision is to see forestry as a key sector helping to lead the transition to a sustainable future.

We have been investing in Southeast Asia for over a decade, with Asia being the

world's fastest growing region for wood product demand. Southeast Asia offers institutional investors competitive forestry returns compared to more established markets, diversification into new markets and the capacity to support the region's transition to a sustainable forest industry.

The investment thesis of our fund is to invest in certified plantation forestry integrated with landscape management, nature restoration, biodiversity conservation and community benefits, while creating value through improved forest management, governance, and timber marketing and processing. It has a unique blended finance structure that supports the fund's capacity to invest in high-impact environmental and social activities alongside commercial outcomes.'

What is the investment case for institutional investors regarding sustainable forestry in Southeast Asia?

'Forestry as an asset class has been attractive to institutional investors due to its low correlation with other asset classes, natural inflation hedging and low volatility of returns.

It is also important to look at the demand and supply dynamics. Overexploitation of Southeast Asia's natural forests has led to declining natural forest supply and production volumes. At the same time, there has been a rising trade in logs, lumber, pulp, woodchips and bioenergy pellets among countries in the Asia-Pacific region in order to meet the demand from the growing middle class across China, India and Southeast Asia, as well as industries exporting to global markets. Timber demand is strongly correlated with GDP, and consumption of timber continues to rise in Asia and other emerging markets.'

What does the Southeast Asian sustainable forestry market look like in terms of market size, investment opportunities and outlook? What are the most attractive markets and why are these markets attractive?

'While there has been some historical investment in plantation forestry in Southeast Asia by both the private and public sectors, we believe that investment to date has not created a resource base sufficient to substitute for the declining supply of many timbers from natural forests. Furthermore, an investment approach integrated with sustainability is integral to ensure Southeast

'Our vision is to see forestry as a key sector helping to lead the transition to a sustainable future.'

Asia's forest sector creates regional economic development and opportunities for livelihoods, and is aligned with climate solutions and nature conservation.

Recent large-scale timber plantations in the region have predominantly, but not exclusively, been focused on intensive short rotation crops as a fibre resource for wood pulp production. We believe the majority of the commercial forest plantations established to date have typically not been managed for higher value end-product uses, such as durable construction, veneer/plywood, internal decorative finishing and furniture. Markets for these latter products are expected to grow with rising per capita GDP across Asia.

As a result of these market dynamics, we focus on opportunities in Malaysia, Indonesia, Vietnam, Laos and Cambodia, where it is commercially attractive to grow tropical forest plantations due to growing conditions and market access, but where there is also an opportunity to sustainably manage for higher value end-product uses.'

What is the best strategy when investing in sustainable plantation forestry in the region? What should investors be aware of? In other words: what are the risks?

'We have been active in Southeast Asia since 2008 and we currently manage a first iteration of this fund called Tropical Asia Forest Fund (TAFF). Our experience has shown us that investing in the Southeast Asia forestry sector is complex and requires substantial due diligence, requiring investors to navigate investments where there may be incomplete information about a forestry asset. Investors need to engage with local communities and develop relationships with governments and joint venture partners.'

Our global experience across forestry, investments, policy and sustainability, combined with our local knowledge, enables us to efficiently manage the assets for both financial return and sustainability outcomes. Our approach focuses on driving returns and adding value in key areas: management and resourcing, ownership structures and governance, forest management and markets and environmental and social management.'

What return could investors expect in the coming years?

'The portfolio aims to deliver a return in the range of 14–18% nominal gross IRR, denominated in USD.'

Climate change is a hot topic. To what extent do investments in sustainable forestry contribute to the reduction of CO₂-emissions?

'Forests contribute to climate change mitigation through two important ways: by direct carbon sequestration and by long-term carbon storage in durable wood products. The climate benefits of TAFF2 will be associated with a range of activities, including the establishment of new forest plantations, switching from short- to long-rotations in plantations (for example from a wood chip regime to a sawlog regime), revegetation of land through reforestation with native species and avoiding emissions through conservation of natural forests, also known as avoided deforestation.'

The fund will engage in carbon markets, which will enhance the capability of the fund to invest in climate change mitigation activities while improving the investment returns of the fund. Furthermore, it will manage assets for high value wood products, such as furniture and flooring. These types of products are associated with long-term carbon storage.'

Investors can claim the benefits of forestry through comprehensive greenhouse gas emissions accounting, which quantifies both emissions as well as removals associated with carbon sequestration and carbon storage in wood products. Forestry is a natural climate solution that is integral to portfolio decarbonisation and the transition to net zero.'

What makes TAFF2 unique compared to other sustainable funds in the market?

'TAFF2 has a unique blended finance structure. This means the fund has two classes of units, blending capital from investors expecting commercial rates of return and from investors expecting a lower rate of return in exchange for 'beyond business as usual' impact. The blending of two types of capital will enable us to invest in activities associated with climate action, biodiversity conservation, and community engagement and livelihoods at scale. These 18 impact activities are closely linked to the UN Sustainable Development Goals 8, 13 and 15. Our aim is to demonstrate that integrating commercial forestry with impact activities such as ecosystem restoration and reforestation will lead to better returns, operational efficiency and long term sustainability outcomes.' ■



Geoffrey Seeto

Managing Director,
New Forests Asia

'Forests contribute to climate change mitigation through two important ways: by direct carbon sequestration and by long-term carbon storage in durable wood products.'

Klimaatcrisis vraagt om gedragsveranderend leiderschap

In de aanpak van de klimaatcrisis spelen veel belanghebbenden een rol. Gedragsverandering staat aan de basis. Uiteindelijk is het sterk leiderschap dat ons allen op de goede weg kan zetten.

Door Roger Coenen

Inmiddels mag duidelijk zijn dat de mens de grootste veroorzaker is van de opwarming van de aarde. Verbranding van fossiele brandstoffen, ontbossing en landbouw zijn de grootste aanjagers van deze klimaatverandering. Er is sprake van een klimaatcrisis en om deze het hoofd te bieden, is verandering van gedrag essentieel. Dit is een complex proces waarbij oud gedrag moet worden losgelaten en nieuw gedrag moet worden aangeleerd, met als gewenst resultaat concreet en merkbaar nieuw gedrag. En juist deze gedragsverandering is de sleutel tot mitigatie van en adaptatie aan klimaatverandering. Daarbij mag de focus niet enkel liggen op dat gedrag. Bovenal wordt sterk leiderschap gevraagd om de noodzakelijke verandering te bewerkstelligen. Dit artikel bekijkt het gedrag en het gevraagde leiderschap van de vele belanghebbenden

in de transitie naar een schonere en duurzamere wereld.

Gedrag van toezicht-houders en wetgevers

Sinds de kredietcrisis kent het overgrote deel van de nieuwe regelgevingen een gemeenschappelijke noemer: vereisten voor transparantie. Bij vereisten rondom informatieverschaffing is standaardisatie leidend, ook op het gebied van duurzaamheid. Bij regelgeving op dit gebied loopt de EU ver vooruit met de SFDR en de Taxonomy. Transparantie is leidend. De Europese toezichthouder ESMA heeft hiertoe templates voorgeschreven. Echter, van één wereldwijde standaard voor informatieverschaffing is nog geen sprake en dat is wel noodzakelijk om met name (eind)beleggers beter inzicht te geven in de duurzaamheidsaspecten van hun beleggingen. Een organisatie die standaardisatie

op het gebied van informatieverschaffing voor duurzaamheid nastreeft is de TCFD, maar deze standaarden hebben voorsnog geen dwingend karakter. Maar niet alle beleggingen laten zich vangen in een template. Hier zullen wetgevers en toezichthouders een actievere rol moeten spelen, om marktontwikkelingen sneller om te zetten in regelgeving.

Toezichthouders zouden frequenter moeten reflecteren op de onbedoelde gevolgen van regelgeving en deze ook moeten repareren. Bovendien neemt de complexiteit van regelgeving steeds maar toe en wordt de scope steeds uitgebreider, waardoor de druk op financiële marktpartijen verder toeneemt, met steeds uitdijende kosten. Niet alles is op te lossen met nog meer regelgeving.

Gedrag van financiers

Green targeted finance is een vorm van financiering waarbij als voorwaarde geldt dat de opbrengsten gebruikt worden voor de ontwikkeling en implementatie van groene technologieën, activiteiten of projecten. Dit gebeurt in de vorm van green bonds, green loans of green project finance. Concessionele leningen spelen inmiddels een prominente rol en hierbij gelden gunstigere voorwaarden voor de inleener van het kapitaal (bijvoorbeeld lagere rentetarieven). Deze markt is groeiende en banken kunnen hier meer leiderschap tonen door deze financieringsvorm te stimuleren. Ook helpen lagere kapitaalkosten voor groene financiering als verdere stimulans om de transitie versneld in gang te zetten. Dergelijke initiatieven werken ook in private equity, vastgoed en infrastructuur.



Gedrag van ondernemingen

Ondernemingen spelen op twee manieren een rol bij de klimaatverandering. Enerzijds in de footprint die ze nu en in de toekomst zelf achterlaten, anderzijds in hun functie als onderneming waarin belegd kan worden en/of waar financiers kunnen instappen.

Ondernemingen die hun verantwoordelijkheid niet wensen te nemen in de reductie van CO₂, dienen met een publiek-private samenwerking in de juiste richting te worden gebracht. Hogere kapitaalkosten (zoals niet-concessionele leningen) zijn een van de instrumenten om gedragsverandering te bewerkstelligen. Ondernemingen in transitie dienen we niet in de kou te laten staan. Engagement van (institutionele) beleggers en financiers is hierin belangrijk en dat vereist sterk leiderschap van deze belanghebbenden. Het ultieme leiderschap om de transitie in gang te zetten, ligt echter bij de onderneming zelf.

Gedrag van directie en bestuur

Binnen een onderneming is het strategisch leiderschap van directie en bestuur essentieel voor haar welzijn. Leiderschap kan bijvoorbeeld worden getoond bij de omgang met regelgeving. Is de insteek enkel een ticking-the-box exercitie, het compliance-vinkje ophalen en weer door? Of wordt regelgeving benaderd als gelegenheid om het businessmodel te evalueren? Inmiddels is regelgeving een dagelijks aandachtspunt geworden en met name de SFDR en de Taxonomy zijn ingrijpend voor het businessmo-

del. Dat biedt een ideale kans om de onderneming te positioneren. Wat willen we uitstralen? Waar staan we voor? Als directie en bestuur duurzaamheid niet duidelijk omarmen en uitdragen, zal dit gedachtegoed binnen de onderneming ook geen vlucht nemen.

Gedrag van (eind)beleggers

Met de SFDR en de Taxonomy wordt de bal wel heel duidelijk in de hoek van de beleggers gelegd. Etiketten plakken (labelling) op financiële producten, financiële instrumenten, verhandelbare en niet-verhandelbare leningen, is niet voldoende. Green bonds, green loans of een SFDR-artikel 8 of 9-product zijn goede initiatieven, maar zorgen niet voor een duurzamere wereld.

Een belegger kan door zijn beleggingsgedrag zeker sturing bieden aan een schonere en duurzamere wereld, de macht van het geld biedt deze mogelijkheden. Grotere transparantie vanuit de SFDR en de Taxonomy biedt daarbij beter inzicht in duurzaamheidsaspecten.

Het gedrag van beleggers wordt echter ook beïnvloed door risico's die een transitie naar CO₂-vermindering veroorzaakt. Een goed voorbeeld zijn stranded assets, fysieke assets die in rap tempo sterk in waarde kunnen dalen. De fossiele industrie zal de grootste waardedalingen kennen.

Een vaak gehoorde oproep om rigoureuus uit te stappen uit bijvoorbeeld de fossiele industrie klinkt lovenswaardig, maar heeft als vervelend bijeffect dat

er dan ook pensioenvermogen wordt vernietigd. Ook deze transitie dient meer geleidelijk plaats te vinden, maar wel met duidelijke tijdlijnen. Sowieso is desinvesteren geen oplossing om ondernemingen betrokken te houden. Weglopen is nooit een goede optie. Engagement is juist dan belangrijk als een onderneming niet of niet snel genoeg wil verduurzamen.

Blended Finance

Een les die uit het voorgaande kan worden getrokken, is dat de oplossing voor een schonere en duurzamere wereld niet bij één partij ligt, maar dat het een inspanning vergt van alle genoemde belanghebbenden (consumenten inbegrepen). Een initiatief dat deze werkwijze omarmt is Blended Finance. Hierbij wordt de kracht van privaat geld vermengd met publiek geld met als doel een duurzame infrastructuur neer te zetten, die zowel een financieel rendement nastreeft als ook een gezondere en duurzamere wereld. Door bundeling van deze krachtbronnen kan meer worden bereikt en kan een versnelling naar duurzaamheid worden ingezet.

Conclusie

Gedragsverandering zonder sterk leiderschap is vrijwel onmogelijk. Deze reis, deze expeditie, dienen we samen te maken, met valkuilen maar bovenal met kansen. Kansen, zoals de vele lokale en sub-nationale duurzaamheidsinitiatieven, bieden hoop. Het kortetermijndenken (gefoctust op onder meer kwartaalcijfers en verkiezingstermijnen), moet worden omgezet naar kortetermijnactie met langetermijnperspectief. ■



Roger Coenen

Zelfstandig Consultant
Regulatory Change,
met een focus op
Duurzaamheidsregelgeving
en Risicomanagement

IN HET KORT

Aanpak van de klimaatcrisis vereist gedragsverandering.

Alle belanghebbenden spelen een belangrijke rol.

Blended Finance biedt voldoende financieringsvolumes om verduurzaming te bekostigen.

Er is sprake van een dilemma van de horizon: langetermijndenken botst met kortetermijnhandelen.

De weg naar een schonere en duurzamere wereld kent valkuilen en kansen.

Sterk leiderschap vanuit alle belanghebbenden voorkomt dat het uiteindelijke doel van een schonere en duurzamere wereld uit het oog wordt verloren.

COP26: een beleggersperspectief

Door Margarita Shevtsova

COP26 stond in het teken van ambities, de bevestiging van intenties en de versnelling van de regelgeving. Waren landen bereid hun vermeende nationale kortetermijnbelangen en machtsspelletjes opzij te zetten? Daarvoor moesten ze zich wel verbinden aan een snellere vermindering van de CO₂-uitstoot, het delen van technologie en het verhogen van financiële steun. De afspraken en slotverklaring van de 26ste Klimaatop van de Verenigde Naties leidden tot gemengde gevoelens.

Maar wat maakt COP26 anders dan COP21 of zelfs COP25? In de eerste plaats zijn er nu meer ondersteunende dan tegenwerkende factoren: er is steun vanuit het overgrote deel van de landen en regio's met de meeste uitstoot, waaronder China en de Verenigde Staten, een enorme verschuiving in de publieke opinie en het sentiment onder aandeelhouders alsook een steeds grotere bewustwording in en toezeggingen vanuit het bedrijfsleven. Deze aspecten hebben een positieve bijdrage geleverd aan COP26.

Verandering financiële markten

Er is een aardverschuiving gaande in het sentiment van de financiële markten, die in 2015 nog niet reageerden op de resultaten van COP21. De afgelopen vijf jaar is duurzaam beleggen meer mainstream geworden en beleggers van over de hele wereld beschouwen de risico's van klimaatverandering inmiddels als een integraal onderdeel van hun beleggingsbeslissingen. Het totaal beheerd vermogen in wereldwijde ESG-fondsen zal volgens Bank of America Merrill Lynch stijgen tot \$ 1,6 biljoen. Het belang van de beleggersgemeenschap neemt toe. Er wordt meer druk op politici uitgeoefend om verandering teweeg te brengen.



Margarita Shevtsova

Senior Portefeuillemanager
Aandelen, ACTIAM

Ook de energiesector staat onder druk om te veranderen. Een toenemend aantal pensioenfondsen en uitvoerders wereldwijd (het Noorse oliefonds, maar ook Nederlandse pensioenfondsen PME en Horeca & Catering, ABP) sluit niet alleen activiteiten uit op basis van steenkool en oliezandenproducenten, maar de energiesector als geheel.

Daarnaast organiseren financiële markten zich steeds meer om een duidelijk signaal af te geven. Denk aan initiatieven die gericht zijn op CO₂-neutraliteit, zoals het Net Zero Asset Manager-initiatief met \$ 57,4 biljoen AUM of het Net Zero banking-initiatief met \$ 39 biljoen aan gecombineerde assets.

Bovendien biedt een grotere groep adaptieve bedrijven meer variabiliteit (en flexibiliteit) binnen duurzaam beleggen, waarbij thema's als hernieuwbare energie of groene bouw relevant en belegbaar worden. Adaptieve bedrijven zijn in transitie, met duidelijke doelstellingen en voortschrijdende vooruitgang. Ten opzichte van niet-adaptieve bedrijven hebben zij doorgaans lagere bijkomende risico's en hogere groeipercentages door een link met de relevante markten en profiteren zij meestal van een waarderingspremie en lagere kapitaalkosten. Denk aan Kingspan, Rockwool en Saint Gobain of ITM Power en Ceres Power op het gebied van waterstof.

Perceptie van bedrijven

Door actief eigenaarschap zijn bedrijven sinds 2018 anders gaan denken. In het BNEF-rapport van september wordt melding gemaakt van 'Net zero or equivalent commitment' van twee derde van de grootste CO₂-uitstoters ter wereld, die samen verantwoordelijk zijn voor 80% van de uitstoot. Tot dusver heeft ongeveer twee derde van de bedrijven in de S&P 500 en bijna 80% van de bedrijven in de STOXX 600 een vorm van decarbonisatiedoelstellingen.

Ook zoeken bedrijven naar manieren om klimaatverandering mee te nemen in hun boekhouding. S&P Global en Danone voeren in de financiële verslaglegging een voor CO₂-gecorrigeerde winst per aandeel in, waarbij de gewone winst per aandeel wordt aangepast met een theoretische uitgestoten CO₂-prijs per aandeel. Naarmate het absolute aantal uitgestoten ton afneemt, stijgen de aangepaste inkomsten sneller dan de reële inkomsten. Dit zorgt voor aanzienlijk verbeterde transparantie en biedt beleggers meer gedetailleerde informatie over toekomstige kasstromen en waarderings.

De enorme ontwikkeling van een aantal cruciale schone technologieën heeft bovendien geleid tot een aanzienlijke daling van de kosten en een toename van het concurrentievermogen ten opzichte van CO₂-rijke alternatieven. Dit leidt op zich al tot een andere dynamiek in verschillende sectoren. Sommige bedrijven, bijvoorbeeld EDPR en Orsted, hebben zich al ontpopt tot zuiver groene spelers, die 100% van hun geïnstalleerde capaciteit en productie uitstootvrij

hebben gemaakt. Zij stimuleren andere ondernemingen. Verder kan rentmeesterschap van beleggers de transitie vergemakkelijken.

Impact van COP26 op beleggingen

Allereerst is COP26 zonder meer een katalysator die meer bedrijven onder druk zet om de net zero-doelstellingen na te streven. De markt zal daarop reageren en differentiëren. De polarisatie tussen de ESG-winnaars en -verliezers gaat door met meer afwijkende waarderingratio's in elke sector en/of regio.

Bedrijven die al met hun eigen transitie zijn begonnen en bedrijven die verbonden zijn aan de toeleveringsketen van de energietransitie (elektrische auto's, duurzame energie, et cetera), zullen profiteren. Beleggers zullen de CO₂-neutraaldoelstellingen nog meer controleren op de aanwezigheid van actieplannen en mijlpalen. Bij een gebrek aan doelstellingen loopt een bedrijf grotere risico's en heeft het een concurrentienadeel. Het bedrijf moet veranderen om toegang te houden tot de financiële markten (tegen hogere kosten en in een hoger tempo).

De achterblijvers worden waarschijnlijk in twee groepen ingedeeld. De eerste groep achterblijvers omvat bedrijven die weinig actie ondernemen in sectoren met een behoorlijke kostenbesparing alsook met een gevestigde technologie voor de energietransitie. Een goed voorbeeld daarvan is RWE, dat zeer traag is met het afbouwen van activiteiten op het gebied van steenkool, of Ford, dat achterloopt op zijn concurrenten wat betreft de doelstellingen voor de verkoop van elektrische auto's in 2030.

Een andere groep betreft de bedrijven in koolstofintensieve sectoren, waar de benodigde technologie nog niet bestaat, beperkingen kent of nog niet rendabel is. Denk bij-

voorbeeld aan de luchtvaart, waar duurzame brandstoffen nog altijd niet rendabel zijn en elektrische vliegtuigen nog in de kinderschoenen staan. Cement is een andere sector waar de koolstofvrije technologie van Cera-Tech voor de meeste toepassingen niet kan worden ingezet.

Daarnaast ontstaat met de versnelling van de energietransitie tegen 2030 volgens IFC een beleggingskans van tot wel \$ 1,1 biljoen in de VS en volgens PwC bijna \$ 250 miljard in Azië tegen 2025. Uit schattingen van Bank of America Merrill Lynch blijkt dat de groene transitie op de lange termijn 0,3% tot 0,5% aan de wereldwijde jaarlijkse groei van het BBP kan bijdragen.

Ook was koolstofprijstelling tot nu toe niet zwaarwegend genoeg om invloed te hebben op de winst. Om dit in perspectief te plaatsen: het Internationaal Energieagentschap schat dat een gemiddelde wereldwijde koolstofprijs van meer dan \$ 200/ton nodig is om aan net zero te voldoen. Het IMF maakt een schatting van \$ 75/ton, wat nog steeds een aantal keer hoger is dan het huidige niveau van \$ 3/ton. Als in deze sectoren een voor CO₂-gecorrigeerde winstmethodiek zou worden gehanteerd, draagt dit bij aan de transparantie en het bijhouden van de vooruitgang die wordt geboekt.

Tot slot zal op de korte termijn het positieve sentiment van COP26 duurzaam beleggen, dat dit jaar consolideert als gevolg van de waarde-rotatie en de energiecrisis, stimuleren. Op de langere termijn zal de versnelde transitie leiden tot een groter beleggingsaanbod van adaptieve bedrijven en thema's. Dit, in combinatie met grotere regelgevingsdruk en een veranderend beleggingssentiment, zal duurzame beleggingsstromen naar financiële markten versnellen. ■

IN HET KORT

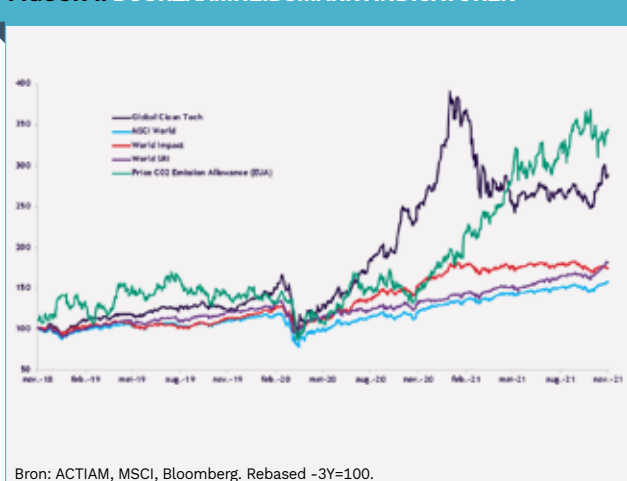
De polarisatie tussen de ESG-winnaars en -verliezers zet door (meer afwijkende waarderingratio's in elke sector en/of regio), omdat het financiële belang toeneemt.

Net zero-doelstellingen worden een 'licence to operate'. Beleggers moeten bestaande transitieplannen, toegewezen middelen en kapitaaluitgaven bestuderen om greenwashing te voorkomen.

Niet-adaptieve bedrijven voelen op de middellange termijn de druk van de koolstofbeprizing.

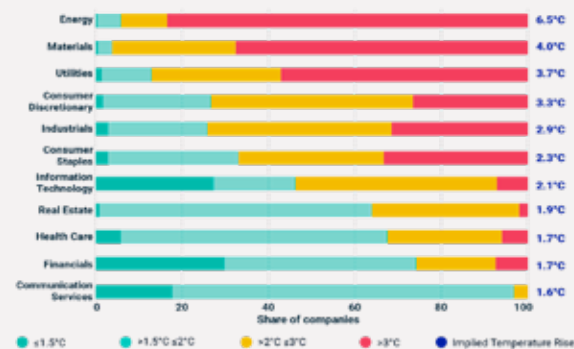
COP26 zal, ondanks de gemengde gevoelens na de slotverklaring, voor een opleving in de prestaties van duurzaamheid als beleggingsthema zorgen.

FIGUUR 1: DUURZAAMHEIDSMARKTINDICATOREN



FIGUUR 2: IMPLICIETE TEMPERAATUURSTIJGING PER SECTOR VOLGENS DE GLOBAL INDUSTRY CLASSIFICATION STANDARD (GICS)

The outliers, even in low-emitting sectors, consume a disproportionate share of their industry's remaining budget. In short, such listed companies are heavily spending other companies' emissions. For the economy to reach net-zero emissions in less than 33 years, every company on track to exceed globally agreed thresholds will have to decarbonize.



ESG wordt steeds meer een financiële beleggingsfactor

Door Baart Koster Fotografie Mark van den Brink Photography



Tijdens de paneldiscussie op het pensioenfondsevenement ‘Klimaatverandering, Klimatrisico’s en Transitierisico’s’ ging de aandacht vooral uit naar de vraag hoe je de ongewisse risico’s van klimaatverandering zo goed mogelijk in kaart kunt brengen.

Dat die vraag een uitdagende is, behoeft geen betoog. Dat het een onvermijdelijke is evenmin, want klimaat- en transitierisico’s kunnen beleggingsportefeuilles hard raken. Dagvoorzitter Marcel Andringa brengt het onderwerp daarom direct aan de orde: hoe meten we de transitie- en fysieke risico’s in onze beleggingsportefeuilles? De expertise van Piet Eichholtz, Professor aan de Universiteit van Maastricht en Co-Founder en Partner bij Finance Ideas, ligt met name op het terrein van Real Assets. Eichholtz, die via een videoverbinding deelnam aan het debat, hoeft niet lang na te denken over Andringa’s vraag. ‘Praat je in de context van vastgoed over deze risico’s, dan is de CRREM-tool (Carbon Risk Real Estate Monitor) hét instrument om je te helpen bepalen of je met je beleggingsportefeuille goed op schema ligt wat betreft de doelen van het Akkoord van Parijs, die uiterlijk in 2050 moeten zijn bereikt.’

CRREM: de CO₂-wegwijzer voor vastgoed

‘Gebruik CRREM’, is dus Eichholtz’ korte antwoord. ‘Daarbij geldt uiteraard dat elk instrument dat klimaat- en transitierisico’s beoogt te meten, tevens nadelen kent. We bevinden ons tenslotte nog in de beginfase van de ontwikkeling. Maar dat neemt niet weg dat CRREM voor vastgoed momenteel het standaardinstrument is om vast te stellen welke paden men het beste kan volgen en hoe de verduurzaming vlot.’ CRREM is door academici ontwikkeld op verzoek van de Europese Commissie. Het geeft een beeld van waar een asset manager op elk moment met zijn beleggingsportefeuille staat, maar ook welk specifiek pad hij dient te volgen om op zijn laatst in 2050 zijn beleggingsportefeuilles klimaatneutraal te krijgen zoals in het Akkoord van Parijs is bepaald, licht Eichholtz toe. ‘De identificatie van dat pad is gebaseerd op een asset by asset-analyse. Wijst die analyse uit dat je minder ver bent dan waar je volgens het pad op het moment van meting zou moeten zijn,

dan geeft CRREM je de informatie die je nodig hebt om de verduurzaming van je beleggingsportefeuille te versnellen en zo op koers te blijven richting de doelen van het Akkoord van Parijs.’

Op de CO₂-footprint is binnen Federated Hermes de afgelopen jaren een goed zicht gecreëerd, vertelt Michael Viehs, Head of ESG Integrations. ‘Vijf jaar geleden begonnen we dat te ontwikkelen. Inmiddels zijn we in staat om zowel de CO₂-footprint als de CO₂-intensiteit van onze public equities- en public credits-portefeuilles te meten. Dat doen we niet alleen op een geaggregeerd portefeuilleniveau, we dalen ook dieper af in onze portefeuilles om dit per asset class te bekijken. Tevens stellen we vanuit een Scope 1-, Scope 2- en Scope 3-gezichtspunt vast hoe de trend eruitziet van de bedrijven waarin we belegd zijn. Daarbij kunnen we bovendien bepaalde gevoeligheden van die bedrijven voor bijvoorbeeld hypothetische CO₂-beprijzingen inzichtelijk krijgen. Dat is mijns inziens belangrijke informatie voor beleggers in public equities en public credits, die met dergelijke gegevens kunnen meten wat het toekomstige traject van bedrijven naar netto nul CO₂-uitstoot zal zijn.’ Viehs opteert overigens voor een holistische benadering van klimaatverandering, als onderdeel van het gehele ESG-universum. ‘Dit betekent dat we tevens moeten nadenken over de implicaties van klimaatverandering voor de S en de G en andersom ook over de effecten die de S en de G hebben op de klimaatverandering.’

Méer dan een kwantitatieve exercitie

In antwoord op Andringa’s vraag naar de fysieke risico’s voor aandelenportefeuilles vertelt Viehs dat de locatie van bijvoorbeeld productiefaciliteiten, producten en diensten van bedrijven cruciaal is voor de bepaling van die risico’s. Het wordt, zo meent hij, steeds belangrijker om naar de complete supply chain van bedrijven te kijken. Viehs rondt zijn reactie af met een belangrijk punt aangaande public assets. ‘We hebben het veel over data en over hoe we CO₂-uitstoot en scenario’s moeten meten. En ook over wat daarbij de onderliggende aannames zijn. Maar we moeten ons daarbij goed realiseren dat ESG in zijn totaliteit, en klimaatverandering in het bijzonder, meer dan alleen een kwantitatieve exercitie is. We kunnen de beste modellen ontwikkelen en scenario’s bedenken, maar uiteindelijk moeten portefeuillemanagers en analisten de data die voorhanden zijn ook begrijpen en daarvan de >



VOORZITTER

Marcel Andringa

Uitvoerend Bestuurder
Balans- en Vermogensbeheer
bij Pensioenfonds Metalelektro



Piet Eichholtz

Professor, Universiteit van Maastricht, Co-Founder en Partner, Finance Ideas



Michael Viehs

Head of ESG Integrations,
Federated Hermes



Fred Wouters

Investment Specialist en
ESG Officer, Pensioenfonds UWW

‘Engagement kan helpen om van ondernemingen winnaars te maken.’

implicaties voor bepaalde beleggingsbeslissingen kunnen overzien. Ze moeten die informatie dus kunnen integreren in de beslissingen die ze voor hun portefeuille nemen. Dat is een kwalitatieve dimensie die óók met ESG-beleggen verbonden is.’

Fred Wouters, Investment Specialist en ESG Officer bij Pensioenfonds UWV, kijkt zowel holistisch als partieel en zowel kwantitatief als kwalitatief naar klimaatrisico's. Eerst is de CO₂-intensiteit per sector onder de loep genomen om te bepalen welke sectoren het meest blootstaan aan transitierisico's. Daarna is datzelfde voor regio's gedaan. ‘Ook hebben we macro-economische klimaatscenario's gebruikt. Aangezien die kwantitatieve modellering nog in de kinderschoenen staat, adviseren wij om verschillende vendors en scenario's te gebruiken en zo mogelijk ook verschillende datasets. Om die informatie vervolgens te combineren met een kwalitatieve analyse.’

Voor fysieke klimaatrisico's raadt Wouters aan om op individueel assetniveau te kijken naar vastgoed en infrastructuur. ‘Daarbij richten we ons op het identificeren van de objecten die het meest blootstaan aan fysieke risico's en hebben we ons de vraag gesteld of het verstandig is om tot een andere geografische diversificatie te

komen van vastgoed en infrastructurele projecten in onze portefeuille.’

Satellietdata worden onderdeel van risicoanalyses

In de toekomst zal de analyse van de supply chains van bedrijven binnen de aandelen- en credits-portefeuille een punt van aandacht worden, verwacht Wouters. Daar is hij over in gesprek met een gespecialiseerde partij die satellietdata gebruikt om de exacte locaties van de verschillende productievestigingen zichtbaar te maken. ‘Voor ons kwam het enigszins als een verrassing dat vooral in Azië de meerderheid van de productie-faciliteiten langs de kust of langs rivieren is gesitueerd. Dat maakt dergelijke assets uiteraard gevoelig voor fysieke risico's op de lange termijn. De volgende stap in onze risicoanalyse zal zijn om dit soort data voor onze portefeuilles scherper in beeld te krijgen.’ ‘Maar welke meetmethoden zijn reeds gehanteerd en wat gaven die te zien?’, wil Andringa weten. ‘Vier jaar geleden besloten wij onder andere om ESG-benchmarks te implementeren op sectorneutrale basis en hebben we backtests op die benchmarks laten uitvoeren’, aldus Wouters. ‘Inmiddels kunnen we iets over het risico en rendement zeggen op basis van de cijfers van de afgelopen drie jaar.’

‘Afgelopen zomer heeft Pensioenfonds UWV besloten tot het uitsluiten van olie en gas in de portefeuille’, vervolgt Wouters. Wat het effect van die beslissing is op het risicorendementsprofiel van de beleggingsportefeuille zal vanaf volgend jaar blijken. ‘Dat wordt belangrijke informatie, want wij zijn ervoor om een goede pensioenvoorziening te bieden.’ De beslissing om uit te sluiten, was volgens Wouters geen zware. Dat besluit viel vanuit de verwachting dat ergens in de toekomst fossiele brandstoffen stranded assets zullen worden. Bovendien zat Pensioenfonds UWV maar voor 1% van de totale waarde van de beleggingsportefeuille in fossiele brandstoffen. ‘Het was dus geen groot issue, maar door het effect ervan over de langere termijn te meten geeft het wel waardevolle informatie, op basis waarvan het beleggingsbeleid zo nodig aangepast kan worden.’

Engagen of desinvesteren?

Dan legt Andringa een heel ander thema op tafel: hoe kijken de deelnemers aan tegen de integratie van klimaatrisico's in hun ALM? Wouters geeft aan gebruik te maken van verschillende macro-economische klimaatrisico scenario's. Hij adviseert in elk geval



een robuust raamwerk met betrekking tot scenario's, wijze van modellering en vendor data. Want het is ook op dit terrein nog vroeg dag, denkt hij.

Scenario's zijn op dit gebied maar één stukje van de puzzel, vult Viehs aan. Hij kan zich daarom vinden in Wouters' advies. Dat is des te belangrijker, omdat data vaak vertraagd of onvoldoende beschikbaar komen, vertelt Viehs. 'Zo rapporteren de bedrijven waaraan ons direct lending-team geld leent, dikwijls niet. Dat geldt in het bijzonder in het SME-segment voor bedrijven die in privéhanden zijn. Daarom bestaat er voor ons als asset managers een plicht om daadwerkelijk te engagen met deze bedrijven en hen erop te wijzen dat ze serieus over rapportage moeten nadenken.' De olifant in de kamer is volgens Viehs het idee van desinvesteren als uiting van engagement. 'Ik geloof dat engagement meestal een positief verschil maakt, zeker bij bedrijven die in de transitie zitten naar een meer net zero-manier van werken. Maar wanneer bedrijven niet snel genoeg bewegen op dat transitiepad en je engagement faalt, komt er een moment dat je als belegger zou kunnen zeggen: genoeg is genoeg, ik kan hier niet langer in investeren.'

Maar meestal ligt de waarheid tussen deze twee polen in, want uiteindelijk willen beleggers investeren in de winnaars van morgen. Viehs: 'Engagement kan helpen om van ondernemingen winnaars te maken en we moeten dus geduld betrachten met bedrijven die werken aan verduurzaming. Hoe vaak zagen we bijvoorbeeld al niet dat nutsbedrijven erin slaagden te transformeren tot leveranciers van hernieuwbare energie?' Maar wordt er eenmaal besloten dat een bedrijf niet langer in een beleggingsportefeuille past, dan moet daarover ook openlijk worden gecommuniceerd. Dit zijn namelijk rode vlaggen waarin asset managers geïnteresseerd zijn, zegt Viehs. 'In de context van ALM en scenario-analyse is het daarom belangrijk om dergelijke kwalitatieve kenmerken in je data-analyse in te bedden en om dus niet alleen te vertrouwen op kwantitatieve data met betrekking tot ESG- of klimaatverandering.'

Wouters kiest voor een andere benadering. 'Voor ons is het belangrijk te kijken naar hoe kansrijk engagement überhaupt kan zijn. Daarom engagen we op voorhand bijvoorbeeld niet met tabaksproducenten, maar sluiten we die uit.' Daarnaast kijkt het Pensioenfonds UWV naar het eindproduct

om te bepalen of het engagen of uitsluiten wordt. 'Staal en cement zijn weliswaar zeer CO₂-intensief, maar naar verwachting hebben we deze materialen over een eeuw nog nodig. Dus in dergelijke sectoren doen we aan actief engagement om productieprocessen te helpen verduurzamen.'

ESG: een financiële factor

Eichholtz benadrukt dat vastgoed altijd nodig zal blijven. Engagement is daarom zelfs de sleutel in een sector die zich volgens Eichholtz niet snel genoeg aanpast aan de veranderende werkelijkheid. 'Interessant is dat de sector zowel uitstoter van CO₂ als gebruiker van elektriciteit is en daarmee dus een deel van het klimaatprobleem, terwijl het daarnaast tevens blootgesteld is aan dat probleem in de vorm van ongekende overstromingen en branden. Dus niet alleen klimaatverandering is hier gebaat bij engagement, de vastgoedsector is dat minstens net zozeer.'

Eichholtz betreft tot slot het IPCC-rapport in het debat. Dat schetst extreme scenario's die zelfs Nederlandse ingenieurs tot wanhoop brengen. 'Als vier meter zeespiegelstijging bewaarheid wordt, dan kun je beter delen van de Randstad opgeven. Alleen denk ik dat dit een staartrisiko is. Wat niet wegneemt dat klimaatrisico's in de toekomst onverzekerbaar zullen worden. Het enige wat je daarom kunt doen, is slim kijken naar de regio's waarin je nog wél wilt investeren.'

In de afronding van een informatief debat adviseert Viehs asset owners in het algemeen om klimaatverandering als onderdeel van het ESG-universum op dezelfde wijze te beschouwen en te wegen als iedere andere risicofactor in beleggingen. 'Asset owners, en specifiek asset managers, moeten deze risico's doorgronden, anders vullen zij hun fiduciaire verplichtingen niet goed in. Probeer te begrijpen dat ESG niet langer een non-financial, maar meer een financiële factor is geworden.' Wouters beaamt dit. 'Als je klimaatrisico's uiteindelijk adresseert als een financieel risico in plaats van een moreel risico, dan is dat bovendien makkelijker te communiceren naar je begunstigden.' ■

IN HET KORT

CRREM is voor vastgoed het standaardinstrument om verduurzaming te meten.

Voor een betere analyse van de fysieke risico's van klimaatverandering dien je naar de hele supply chain van bedrijven te kijken.

Engagement maakt een positief verschil voor verduurzaming, maar wanneer dit structureel faalt, is desinvesteren uiteindelijk de beste oplossing.

Om fysieke risico's effectief te minimaliseren, is het zaak om goed naar de locatie van je assets te kijken.

ESG is een financiële factor geworden.

Bekijk hier de video's van het pensioenfondsevenement over Klimaatverandering, Klimaatrisico's en Transitierisiko's.



'Als je klimaatrisico's adresseert als een financieel risico in plaats van een moreel risico, dan is dat makkelijker te communiceren naar je begunstigden.'

Verantwoord beleggen wordt mainstream, maar is nog niet merkbaar

Aan het slot van de educatieve bijeenkomst over Klimaatverandering, Klimaatrisico en Transitierisico werd traditiegetrouw de VBDO Benchmark Pensioenen 2021 bekendgemaakt. Er was veel om verheugd over te zijn, maar er klonken ook urgente aanbevelingen voor pensioenfondsen.

Door Baart Koster Fotografie Mark van den Brink Photography

Het is een goede gewoonte: aan het eind van de klimaatbijeenkomst van Financial Investigator die elk jaar in het najaar plaatsvindt en waar experts hun visie delen op duurzaam beleggen, volgt als kers op de taart de bekendmaking van de VBDO Benchmark Responsible Investment by Pension Funds in the Netherlands 2021. Voordat Xander Urbach, Senior Project Manager Responsible Investment bij de Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling, de winnaars in de verschillende categorieën bekendmaakte, gaf hij weer waar pensioenfondsen nu staan qua duurzaam beleggen. De geschetste status quo berust op de feedback die de 50 grootste Nederlandse pensioenfondsen gaven op een 51 vragen tellend document, wat weer heeft geleid tot een rapport van 55 pagina's. Dat de VBDO over een scherpe foto van die status quo beschikt, komt doordat alle pensioenfondsen hun feedback gaven. Samen zijn die goed voor een belegd vermogen van € 1.540 miljard en vertegenwoordigen ze 89% van het totaal belegde vermogen in de Nederlandse pensioensector.

Meest kwetsbare groepen het hardst geraakt

Na een intensief communicatietraject over de bij VBDO aangeleverde informatie is alle verstrekte feedback door de pensioenfondsen gevalideerd. Zo kon Urbach naar eigen zeggen 'de juiste en beste informatie delen' met het bij Achmea Investment Management in Zeist aanwezige publiek. Welk beeld ontstond daaruit? Voordat Urbach die vraag beantwoordde, gaf hij het woord aan Gerard Roest, Vakbondsbestuurder bij FNV. De VBDO Benchmark Pensioenen komt elk jaar tot stand met steun van zijn

organisatie. De klimaatrisico's blijken nu al navrant te zijn en slaan helaas vaak neer bij de meest kwetsbare groepen, merkt Roest op. Zo neemt momenteel de honger toe doordat de opbrengst van gewassen rond de evenaar als gevolg van de klimaatverandering sterk terugloopt. Ook de S van ESG heeft Roests aandacht. En met reden. De COVID-19-pandemie heeft er bijvoorbeeld voor gezorgd dat meer kinderen bij kinderarbeid betrokken zijn geraakt. Daarnaast wijst Roest onder andere op de discrepantie tussen de oprechte duurzaamheidsambities van pensioenbeleggers en de daadwerkelijke impact daarvan op de reële wereld. ESG wordt weliswaar meer mainstream, maar de 'impact on the ground', zoals Roest het formuleert, is iets waar we meer op moeten focussen.

Kleintjes komen eraan

De VBDO Benchmark leert overigens ook dat een aantal kleine en middelgrote pensioenfondsen dit jaar substantieel beter scoren in de benchmark. Een goede score blijkt dus niet alleen weggelegd voor de grote fondsen met hun grote vermogen en uitvoeringsapparaat, concludeert Roest. En dat is goed nieuws. Hij sluit af met de constatering dat je ook als klein pensioenfonds met gefocust beleid en de tegenwoordig beschikbare, vaak passieve ESG-benchmarks grote stappen kunt zetten. Ook alle kleinere fondsen die niet in de onderzochte top 50 staan, wil hij daarom oproepen om gestructureerd aan de slag te gaan en gericht na te denken over beleggingskeuzes ten gunste van duurzaamheid. Vervolgens duidt Urbach de resultaten van de VBDO Benchmark. De benchmarkscores kennen vier categorieën die het leiderschap bepalen, legt hij uit.

Dat zijn governance, beleggingsbeleid, implementatie en verantwoording & transparantie. ‘The proof of the pudding is in the eating’, en daarom is implementatie een belangrijke categorie die ook voor meer dan 50% meetelt. Qua implementatie blijken de scores dicht bij elkaar te zijn gekomen. Kleine pensioenfondsen met ambitieus beleid kunnen volgens Urbach daarom op korte termijn wellicht al de leiderschapspositie in de benchmark over gaan nemen.

90% van alle pensioenfondsen past ESG-integratie toe binnen een significant deel van de portefeuille, bijna 90% past op een substantieel niveau engagement toe met bedrijven in de aandelenportefeuille en meer dan 90% doet dit met uitsluiting. Maar niet alleen in de categorie aandelen wordt hierop hoog gescoord. Dit geldt ook binnen andere asset classes, vertelt Urbach. Zijn belangrijkste conclusie is dat dit gebruik van instrumenten voor duurzaam beleggen nog onvoldoende in staat is gebleken om duurzaamheid in de echte wereld te realiseren. Dit moet volgens Urbach verbeteren, waarbij hij aantekent dat het uiteindelijk de pensioenfondsen zijn die hun asset managers aansturen en aanzetten tot een ambitieuzere implementatie van instrumenten ter bevordering van duurzaamheid.

Wees expliciet naar je vermogensbeheerders

Vorig jaar viel op dat het kennisniveau van pensioenfondsbestuurders die verantwoordelijk zijn voor verantwoord beleggen te laag was. Nu kon Urbach met trots melden dat er beduidend meer aandacht is gekomen voor kennisverwerving. Daar is middels opleidingen van externe partijen aan gewerkt, waardoor dit jaar meer bestuursleden kennis van ESG-beleggen konden aantonen. Desondanks heeft 80% van de pensioenfondsen nog geen uitgewerkte klimaatstrategie en heeft 30% wel doelstellingen waarmee in

2050 op net zero uitstoot kan worden uitgekomen, maar nog geen concrete strategie om die doelstelling te halen. Dit terwijl volgend jaar de actieplannen voor klimaatcommitment klaar moeten liggen.

Urbach sloot zijn beschouwing af met een belangrijk onderdeel van de klimaatstrategie: de escalatiestrategie. Tussen de vaak toegepaste instrumenten engagement en uitsluiting zit nog een gereedschapskist vol bruikbare alternatieven. 86% van de pensioenfondsen spreekt ondernemingen aan op vooraf gedefinieerde ESG-thema's en 72% heeft een stembeleid dat ESG-vereisten voor routinematige stembeslissingen bevat. Toch stemde slechts 52% van de pensioenfondsen tegen het management van een onderneming na een periode van falend engagement. Dat is nog te weinig, constateert Urbach. ‘Hierin is veel te winnen. Wees daarom heel expliciet naar je vermogensbeheerders over wat je qua stembeleid van hen verwacht.’ Het is al gezegd: verantwoord beleggen wordt mainstream. Maar de stappen voorwaarts die al zijn gezet, hebben de wereld nog niet duurzamer gemaakt. Urbach besloot daarom met een belangrijke aanbeveling voor pensioenfondsbesturen: ontwikkel een klimaatstrategie met hele expliciete eisen voor vermogensbeheerders en voor de bedrijven in je portefeuille.

Na die analyse was het tijd voor loftuigen en bloemen. ABP kwam voor de vierde keer op rij uit de bus als nummer 1 van de Benchmark. De snelste stijger was Pensioenfonds ING, dat 17 plekken krom naar de 29ste plek in de rangschikking. Het Pensioenfonds voor het Bakkersbedrijf manifesteerde zich als beste kleine fonds. Het was misschien het meest inspirerende nieuws tijdens de informatieve bijeenkomst: de kleintjes komen eraan. Dat kan helpen de groten scherp te houden. ■





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

**'Climate will
eat everything.'**





Pensioenseminar 1 november:
 Klimaatverandering, Klimatriscico's
 en Transitieriscico's

'Klimaatverandering is als onderdeel van het ESG-universum op dezelfde wijze te beschouwen en te wegen als iedere andere risicofactor in beleggingen.'



De bescherming onder het Nieuwe Pensioencontract

Onder het Nieuwe Pensioencontract komt er meer risico te liggen bij de deelnemers. Maar tegelijkertijd wordt er vanuit toezichthouders meer gevraagd op het gebied van de bescherming van diezelfde deelnemers. In hoeverre kunnen deelnemers zich veilig voelen wat betreft hun pensioenen in het nieuwe pensioenstelsel?

Door Wim Groeneveld



Gerard van de Kuilen

Pensioenexpert en Oprichter
Cavani Analyse & Advies



Roel Mehlkopf

Pensioenfondsadviser,
Cardano



Pim Zomerdijk

Investment Consultant,
Sprenkels & Verschuren

Sommige experts stellen dat het Nieuwe Pensioencontract (NPC) leidt tot een asset only-benadering en dat de hoogte van de uitkering een gevolg zal zijn van de risicohouding van de individuele deelnemer. Volgens Gerard van de Kuilen, onafhankelijk Pensioenexpert en Oprichter van Cavani Analyse & Advies, is dat echter sterk afhankelijk van de randvoorwaarden die de wet zal stellen. ‘Het consultatiedocument geeft aan dat sociale partners moeten aangeven wat met de regeling wordt beoogd.’

Het pensioenfondsbestuur moet dan via de uniforme rekenmethode toetsen of het doel nog steeds haalbaar is, gegeven het gekozen beleggingsbeleid. ‘Als de eisen die hieraan worden gesteld sterk genoeg zijn, zal steeds in beeld zijn wat bereikt moet worden en is het risico op een asset only-benadering niet zo groot. Als de beoogde doelen al snel worden losgelaten of als de methodiek om die doelen in beeld te houden vaak verandert, zal een dergelijke benadering al gauw de overhand krijgen en verdwijnt het beoogde doel.’ Van de Kuilen denkt dat een waardevast pensioen, waarvan het niveau het gevolg is van de beschikbare premie, daardoor helaas uit beeld kan verdwijnen.

Gevolgen voor indexatie

Hij benadrukt dat er een keuze moet worden gemaakt wat betreft de mate van risico van een returnportefeuille. Er zijn grofweg twee manieren om dit risico te beperken: eenzelfde bedrag minder volatiel beleggen of een kleiner bedrag beleggen met dezelfde volatiliteit. De uitdaging voor een pensi-

oensfondsbestuur is om (onder de solidaire premieregeling) een passende portefeuille op fondsniveau te creëren, zo stelt Van de Kuilen. Die moet voldoende bescherming bieden tegen rentebewegingen en voor elke groep deelnemers voldoende exposure bieden naar rendementsbronnen om in de buurt van een waardevast pensioen te komen. Daarnaast moet de totale waarde gelijk zijn aan de totale waarde van de individuele potjes van deelnemers plus de solidariteitsreserve. ‘Realiseer je daarbij dat ook ESG-uitgangspunten steeds belangrijker worden in het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Er liggen op dat punt nog een aantal mooie uitdagingen.’

Het is niet uitgesloten dat sommige (jongere) deelnemers toch voor een meer defensieve returnportefeuille zullen kiezen. Roel Mehlkopf, Pensioenfondsadviser bij Cardano, vindt dat er wel wat positiever aangekeken mag worden tegen het indexatieperspectief in het nieuwe stelsel. ‘Het grote publiek loopt nog niet warm voor het nieuwe pensioenstelsel. Maar het perspectief op toeslag verbetert wel degelijk na het invaren. Dat komt doordat verwacht overrendement in elk geval deels mag worden ingerekend in het projectierendement. En daarnaast vervalt de indexatiedrempel. Hierdoor zullen gepensioneerden de inflatie naar verwachting beter kunnen bijbenen. Dat is een beter perspectief dan in het huidige FTK, waarbij het perspectief op volledige indexatie er pas is bij de zogeheten grens van de toekomstbestendige indexatie, waar veel pensioenfondsen op dit moment nog niet op zitten.’ Mehlkopf maakt wel duidelijk dat de allocatie naar de returnportefeuille afhankelijk is van in hoeverre de opgenomen beleggingsinstrumenten risicovol zijn.

Het risicoprofiel van gepensioneerden in de huidige DC-regelingen in ogenschouwend, maakt hij zich meer zorgen om de deelnemers rondom de pensioendatum. ‘Die groep is in mijn ogen erg kwetsbaar in een scenario waarin de inflatie structureel hoger komt te liggen, bijvoorbeeld op 4% in plaats van 2%. Je bent erg kwetsbaar indien je rondom de pensioendatum relatief sterk belegd zit in nominale lange vastrentende waarden.’ De voorgescreven methodiek voor de risicohouding biedt naar zijn zeggen weinig bescherming wat betreft dit aspect. ‘In de voorgescreven scenario-set van DNB zit relatief weinig inflatierisico. Daardoor blijft kwetsbaarheid voor inflatierisico onderbelicht.’

‘Het beleggingsrisico ligt in de toekomst directer bij deelnemers, maar als de werkgever niet meer garant staat voor tekorten, dan liggen alle beleggingsrisico’s momenteel ook al volledig bij deelnemers.’

Bescherming en schijnveiligheid

Onder het NPC komt er meer risico bij de deelnemers te liggen. De AFM heeft echter opgemerkt dat de bescherming van die deelnemers juist voldoende geborgd moet zijn. Dit standpunt vloeit voort uit het feit dat toezeggingen over de hoogte van uitkeringen niet meer leidend zullen zijn. Pim Zomerdijk, Investment Consultant bij Sprenkels & Verschuren, schaarst zich weliswaar achter dit standpunt, maar plaatst een kanttekening. ‘In feite is onder het huidige stelsel sprake van schijnveiligheid. Premature nostalgie is zinloos. Pensioenen kunnen ook nu gekort of voor lange tijd niet geïndexeerd worden.’

Onder de nieuwe solidaire premiereregeling zal de risicohouding per leeftijdscategorie worden vastgesteld, wat de basis vormt voor de toedelingsregels van het rendement en renterisico binnen het collectieve beleggingsbeleid. Zomerdijk benadrukt dat het hierdoor goed mogelijk is dat op individueel niveau het (toebedeelde) rendement juist meer in lijn is met de (individuele) risicodraagkracht en risicohouding dan in het huidige stelsel het geval is, zonder het solidariteitsprincipe van het oude stelsel overboord te gooien. ‘Het is evident dat een gedegen deelnemersonderzoek en prudente afwegingen omtrent de spreidingsperiode, het projectierendement en de solidariteitsreserve in de uitwerking op fondsniveau wel een cruciale rol spelen.’ In de flexibele premiereregeling is minder ruimte om (collectieve) bescherming voor de deelnemers in te bouwen.

‘Dat er in het nieuwe pensioenstelsel meer beleggingsrisico bij deelnemers komt te liggen, is een misvatting’, meent Mehlkopf. ‘Het beleggingsrisico ligt in de toekomst directer bij deelnemers, maar als de werkgever niet meer garant staat voor tekorten, dan liggen alle beleggingsrisico’s momenteel ook al volledig bij deelnemers. Alleen gebeurt dat op een indirecte manier, omdat dit loopt via de dekkingsgraad en de regels voor kortingen en toeslagverlening.’

Het grote verschil is dan ook, aldus Mehlkopf, dat we overgaan van ‘impliciete lifecycles’ in het FTK naar ‘expliciete lifecycles’ in het nieuwe stelsel. ‘De expliciete lifecycles bieden meer ruimte voor maatwerk op leeftijd. Dat is het grote voordeel van het nieuwe stelsel.’ Hij is van mening dat de ‘bescherming van de deelnemer’ juist erg slecht was in het FTK en beter wordt in het nieuwe stelsel. ‘Uit mijn Netspar-onderzoek blijkt dat in het FTK het openstaand renterisico op de balans van een pensioenfonds te hard doortikt bij zestigplussers. ‘Oudere deelnemers zijn in de afgelopen tien jaar te hard geraakt door de gedaalde rente. De bescherming van de deelnemers zal straks beter zijn.’

De vrijheid van pensioenfondsbesturen

Van belang is overigens ook hoeveel vrijheid een pensioenfondsbestuur zal krijgen om af te wijken van de vastgestelde risicohouding. Als de risicohouding na toetsing eenmaal is vastgelegd, verwacht Zomerdijk niet dat het bestuur veel ruimte zal krijgen hiervan af te wijken. ‘Met name de extra bescherming van deelnemers waartoe de AFM oproept, zou niet stroken met een grote discretionaire bevoegdheid van het bestuur om substantieel van de vastgestelde risicohouding af te wijken. In zo’n situatie zou het een oplossing kunnen zijn om de deelnemers beter te begeleiden en de ontstane pijnpunten in de risicohouding indien nodig te herijken.’ Zijn verwachting is dat nadere uitwerking van het Pensioenakkoord hier meer duidelijkheid over zal scheppen. ■

IN HET KORT

Zolang de wet goede randvoorwaarden stelt en de sociale partners de beoogde doelen van de regeling duidelijk maken, blijft het risico op een asset only-benadering beperkt.

Een portefeuille moet voldoende bescherming bieden tegen rentebewegingen en voor elke groep deelnemers voldoende exposure bieden naar rendementsbronnen.

Op individueel niveau zal het toebedeelde rendement onder het NPC meer in lijn zijn met de individuele risicodraagkracht en risicohouding dan in het huidige stelsel het geval is.

‘In feite is onder het huidige stelsel sprake van schijnveiligheid. Premature nostalgie is zinloos. Pensioenen kunnen ook nu gekort of voor lange tijd niet geïndexeerd worden.’

Maatschappelijk welzijn wint aan belang in vastgoedmarkt

De COVID-19-pandemie leidt tot een herwaardering van welzijn en sociaal contact. Institutionele beleggers kunnen met hun vastgoedstrategie inspringen op oplossingen die aan deze sociale componenten bijdragen.

Door *Marleen Bosma-Verhaegh*

De wereld stond in 2020 en een deel van 2021 op zijn kop. Kantoorwerkers deden hun werk ineens noodgedwongen op grote schaal vanuit huis en consumenten kochten hun boodschappen en andere artikelen vorig jaar massaal online. Even leek een tijdperk van grote efficiency en vrijheid voor werknemers aangebroken. Dat uitte zich in minder reisbewegingen, minder tijdverlies, meer ruimte om het werk zelf in te delen en meer tijd voor de directe leefomgeving.

Anderhalf jaar na het uitbreken van de COVID-19-pandemie blijkt deze enorme omwenteling ook een keerzijde te hebben. De diepgewortelde behoefte aan sociaal contact is tijdens de donkere dagen van de pandemie flink op de proef gesteld. Vooral veel

jongere werknemers ver eenzaamden, de werkplek thuis bleek vaak krap en luidruchtig en het plezier van winkelen en recreëren werd node gemist. Onmiskenbaar leidt de crisis tot structurele veranderingen en het blijkt maar weer hoe digitale communicatiemiddelen ons van dienst kunnen zijn. Tegelijk is de samenleving zich bewuster geworden van het belang van welzijn en sociaal contact, in het bijzonder de stimulans van het regelmatig op kantoor werken met collega's, een prettige woonomgeving en het plezier van fysiek winkelen.

Dit biedt kansen voor beleggers en andere partijen op de vastgoedmarkt. In plaats van alle aandacht te richten op functionele bouw, dient het sociale aspect meer naar voren te komen. Vastgoed dat nadrukkelijk inzet op

maatschappelijk welzijn zorgt voor een stabiel rendement op de lange termijn. Deze ontwikkeling komt bovenop de enorme verduurzamingsopgave en het woningtekort. Kantoren moeten meer de functie krijgen van een ontmoetingsplek gericht op creatie, innovatie en inspiratie. Bewoners hebben behoefte aan goede thuiswerkmogelijkheden en een groene leefomgeving. En winkelcentra kunnen gericht zijn op extra beleving voor de consument.

Kantoren

Nederland is bij het uitbreken van de pandemie, mede door de hoogstaande IT-infrastructuur, goed in staat gebleken om in korte tijd om te schakelen naar thuiswerken. In een enquête van het Kennisinstituut voor Mobiliteitsbeleid (KiM) van april 2021 zegt ruim 70% van de respondenten positieve ervaringen te hebben met thuiswerken, een goede thuiswerkplek te hebben en zichzelf voldoende productief te vinden. Tegelijk zegt bijna 60% collega's te missen en komen stress en fysieke klachten door het thuiswerken in respectievelijk 10% en bijna 20% van de gevallen voor. Er lijkt een maximum te zijn




bereikt: waar in het voorjaar van 2020 nog 40% van het aantal uren werd thuisgewerkt – tegen zo'n 10% in september 2019 – was dat in 2021 alweer gedaald zodra het personeel weer enigszins naar het kantoor toe kon.

Ondanks de toename van het thuiswerken is de verwachting dat de daling in kantooroppervlak op termijn beperkt blijft tot zo'n 3 tot 8%. Belangrijke redenen hiervoor zijn het behouden van een zekere basiscapaciteit van kantoren om piekmomenten op te kunnen vangen. Bovendien zullen bedrijven hun uiterste best willen doen om het kantoor zo aantrekkelijk mogelijk te maken, om zo de bedrijfscultuur te waarborgen en de samenwerking te versterken. Daartoe moeten kantoren beter worden ingericht voor het faciliteren van ontmoetingen en dat vereist ruimte. Tegelijkertijd is er voldoende plek nodig voor concentratiewerk.

Woningen

Nederland staat voor de grote uitdaging om tot 2030 maar liefst 900.000 extra woningen te bouwen. Het woningtekort bedraagt op dit moment 280.000 en

FIGUUR 1: STIJGING OMZET DETAILHANDEL IN 2020

 Stijging totale omzet detailhandel in 2020 5,8%	Voeding via supermarkten	Meubelzaken	Doe-het-zelfwinkels	Bouwmarkten
	7,1%	7,9%	19,4%	19,7%
 Stijging totale omzet detailhandel in 2020 5,8%	Voeding via speciaalzaken	Consumenten-elektronica	Recreatieartikelen	
	5,8%	8,6%	5,4%	
 Stijging totale omzet detailhandel in 2020 5,8%	Webwinkels (grootste omzetstijging)		Horeca (grootste omzetdaling)	
	28,5%		-33,9%	
	Kledingwinkels		Schoenenwinkels	
	-21,3%		-18,7%	

Bron: CBS, 2021.

bereikt naar verwachting een piek van 316.000 in 2025. Hoewel de bouw van nieuwe woningen tijdens de pandemie gewoon is doorgegaan, worden de doelstellingen qua bouwvolumes al jaren niet gehaald. En de vooruitzichten zijn niet goed. De bouwsector kampt met een tekort aan personeel en momenteel met snel oplopende kosten van materiaal. Daarnaast duren bestemmings- en vergunningprocedures nog altijd te lang, wat wordt verergerd door de stikstofproblematiek.

De woningmarkt is sterk uit evenwicht. Vooral aan betaalbare koop- en huurwoningen is gebrek, evenals aan passende zorgwoningen voor ouderen. Om de doorstroming te bevorderen, moet sowieso flink worden ingezet op seniorenwoningen. Belangrijk hierbij is dat lokale overheden concreet inzetten op locaties met 'maatschappelijke bestemming'. Institutionele beleggers zijn binnen de totale woonopgave onmisbaar. Zij lopen er nu tegenaan dat hun beschikbaar gestelde kapitaal niet spoedig kan worden geïnvesteerd, mede doordat bouwprocedures steeds langer duren.

Los van de grote kwantitatieve opgave leggen de ervaringen van de COVID-19-crisis extra kwalitatieve eisen op aan de woningbouw. Sociaal-maatschappelijke problemen zoals vereenzaming zijn toegenomen. Daarom is het van belang dat alle betrokkenen meer aandacht hebben voor de leefbaarheid in wijken. Belangrijke aspecten hiervan zijn goede bereikbaarheid (ook voor minder validen), veiligheid, gezondheid, diversiteit, inclusiviteit en sociale voorzieningen. Daarnaast heeft de crisis geleid tot een opwaardering van een meer duurzame leefstijl met meer buitenruimte en voldoende groen in de directe omgeving.

Winkels

De al langer stijgende trend van online winkelen heeft tijdens de crisis een spurt gemaakt, doordat niet-essentiële winkels en horecagelegenheden op verschillende momenten volledig gesloten waren. Webwinkels wisten in 2020 hun verkopen met 43,6% op te voeren ten opzichte van een stijging van de totale detailhandelsomzet van 5,8%. Alle branches, behalve kleding- en schoenenwinkels, lieten omzetgroei zien. De online-

bestedingen zijn in 2021 weer genormaliseerd en liggen in het derde kwartaal van 2021 lager dan in de pre-COVID-19-periode (jaar op jaar op 10%) en zelfs op het laagste groeipercentage sinds 2014.

Inmiddels lijkt het tij dus gekeerd. Winkelstraten hebben bij het afbouwen van de COVID-19-maatregelen afgelopen zomer hun veerkracht getoond. In sommige gevallen werden winkelstraten zelfs tijdelijk afgesloten omdat het te druk werd. Daarmee is de populariteit van een dagje 'shoppen in de stad' weer terug en blijkt de positieve beleving en het sociale belang van fysiek winkelen onverminderd van grote waarde. Na een lichte stijging vorig jaar nam de winkelleegstand in de eerste helft van dit jaar zelfs iets af. Een positief effect van de winkelsluitingen is dat veel winkeliers hun online diensten nu volledig hebben geïntegreerd in hun bedrijfsstrategie en dus beter geëquipeerd zijn voor de toekomst.

Ondanks de verwachting dat het fysieke winkelaanbod de komende jaren blijft dalen ten gunste van het onlinekanaal, blijft de 'stenen' winkel een essentieel onderdeel voor de merkbeleving en behoefte van de consument. Het is niet toevallig dat het marktaandeel van webwinkels die aan fysieke winkels zijn gelieerd relatief hoog ligt. Kortom, de winkels die de beste kaarten hebben, zijn tevens online actief, liggen in populaire winkelcentra en bieden beleving en gemak aan de vaker thuiswerkende consument. ■



Marleen Bosma-Verhaegh

Head of Research & Strategic Advisory, Bouwinvest

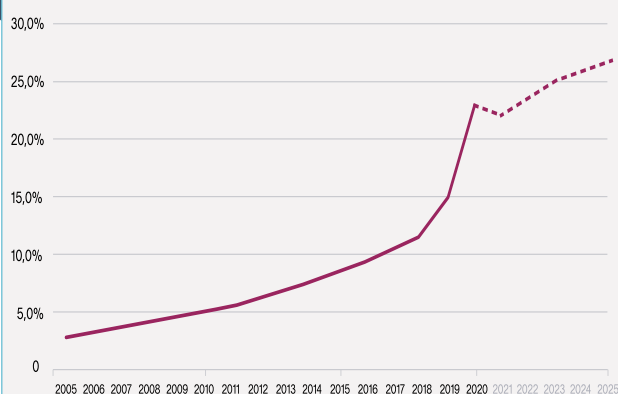
IN HET KORT

De COVID-19-pandemie leidt tot een herwaardering van welzijn en sociaal contact.

Er zijn kansen voor beleggers als ze zich richten op functionele bouw én maatschappelijk welzijn voor een stabiel rendement op de lange termijn.

Kantoren moeten meer de functie krijgen van ontmoetingsplaats voor werknemers, waar creativiteit wordt gestimuleerd. Voor woningen is een goede thuiswerkplek van belang, evenals meer groen in de directe omgeving. Daarnaast kan het sociale aspect van winkelen en online mogelijkheden ten volle worden benut.

FIGUUR 2: MARKTAANDEEL ONLINE AANKOPEN



Bron: PMA, 2021.

De opbouw van een Chinese aandelenportefeuille

China maakt een ingrijpend veranderingsproces door. Welke factoren moeten actieve beleggers in het oog houden in deze gigantische en uiterst complexe economie? En op wat voor manieren kunnen ze markt-inefficiënties benutten?

Door Robert Secker



Robert Secker

Portfolio Specialist,
T. Rowe Price

Het economische model van China wordt momenteel drastisch hervormd, met als doel de rol van binnenlandse groeiaanjagers te versterken en zo de economie evenwichtiger te maken. De toenemende macht van de consument zorgt, samen met innovatie en technologische ontwikkeling, voor een dynamische economische groei.

Toch is China nog steeds zwaar ondervertegenwoordigd in de wereldwijde indices. Het land maakt slechts zo'n 4% van de MSCI All Countries World index uit, terwijl de Chinese economie maar liefst 20% van het wereldwijde BBP vertegenwoordigt. Deze scheve verhouding is echter aan het bijtrekken en wij verwachten dat de weging van China in de wereldwijde indices de komende jaren flink zal toenemen.

De Chinese markt kent bovendien grote inefficiën-



ties, die een actieve beheerder kan benutten om aandelen met sterke alpha-kansen te selecteren. In de MSCI China Index zijn bijvoorbeeld iets meer dan 700 aandelen opgenomen, waarvan circa 13% bestaat uit A-aandelen. Het hele beleggingsuniversum telt echter meer dan 5.500 aandelen, waarvan bijna 80% uit A-aandelen bestaat (per 30 september 2021, bron: Goldman Sachs).

Verder wordt de markt, met name de A-aandelenmarkt, zwaar gedomineerd door kleine beleggers. Dat betekent dat inefficiënties onvermijdelijk zijn. Momenteel is circa 70% van de omzet in A-aandelen afkomstig van particuliere beleggers, die hun aandelen gemiddeld maar zestien dagen vasthouden (bron: Goldman Sachs Investment Research). Dit zorgt voor een hoge omloopsnelheid en liquiditeit, maar biedt

fundamentele beleggers tegelijkertijd de kans om onjuist geprijsde aandelen te vinden.

Hieronder bespreken we drie manieren waarop actieve beleggers marktinefficiënties kunnen benutten om een Chinese aandelenportefeuille op te bouwen:

Een holistische aanpak hanteren

Beleggers doen er goed aan de Chinese markt holistisch te benaderen om de beste kansen in het hele on- en offshore universum te vinden en daarmee hun portefeuille optimaal te spreiden en zo veel mogelijk alpha te genereren.

Veel buitenlandse beleggers denken dat ze zich moeten beperken tot de MSCI China Index of de A-aandelenmarkt (vertegenwoordigd door de CSI 300 Index), die een groot aantal large- en mega-cap bedrijven bevat-

ten. Daardoor lopen ze de vele kansen mis die buiten deze markten te vinden zijn. Het belegbare universum in China is de afgelopen twintig jaar namelijk vervijfvoudigd. Dat sell side-analisten nauwelijks onderzoek doen naar bedrijfsnamen buiten deze indices, versterkt de inefficiënties alleen maar, en daarmee de kans om onjuist geprijsde aandelen te vinden.

Bovendien biedt de reguliere A-markt niet meer zoveel diversificatievoordelen als in het verleden. De correlatie tussen de CSI 300 Index en de wereldwijde indices is sterk toegenomen sinds de introductie van het Stock Connect-programma in 2014, waarmee het beschikbare universum voor buitenlandse beleggers een stuk groter werd.

Zoeken naar de toekomstige winnaars

Terwijl het grootste deel van de kapitaalstromen naar de honderd grootste aandelen in China gaat (die maar 2% van het totale beleggingsuniversum uitmaken), zijn er voor actieve beheerders volop kansen te vinden onder de namen die analisten en beleggers links laten liggen.

Het is daarbij zaak bottom up-onderzoek te doen om potentiële toekomstige winnaars in een vroeg stadium te herkennen, voordat ze uitgroeien tot de megacaps van morgen. Dit maakt het mogelijk idiosyncratische alpha te genereren. Dat kan ook betekenen dat het rendement een lagere correlatie heeft met macrofactoren en de brede markt. En er zijn in China genoeg van deze bedrijven die nog een lange periode van groei voor de boeg hebben.

Focussen op gebieden met het beste vooruitzicht op toekomstige groei

Consumptie is in de ogen van de Chinese beleidsmakers een belangrijke groeipijler. In dit segment moet worden gezocht naar bedrijven met structurele groeikansen, maar ook naar bedrijven die een positieve productcyclus doormaken. Een belangrijk thema hierbij is dat de binnenlandse vraag verschuift van buitenlandse naar lokale merken. Veel van die lokale bedrijven kunnen volgens ons uiteindelijk een extra slag maken en uitgroeien tot wereldleiders.

China werkt ook aan de opbouw van een efficiënt gezondheidszorgsysteem voor zijn meer dan 1 miljard inwoners en bedrijven van eigen bodem vervullen in dat plan een cruciale rol. Verder zien we ook steeds meer manieren om te kunnen profiteren van China's streven om zijn economie te vergroenen. De overgang van een koolstofintensieve naar een duurzamere economie kan een positieve impuls geven aan de industrialisatie, omdat gemoderiseerde industrieën en zakelijke dienstverlening steeds meer steun krijgen ten koste van traditionele sectoren als olie en gas.

Een laatste trend die we willen aanstippen is 'consolidatie', de schaalvergroting die steeds meer vaart krijgt. In allerlei sectoren, van horeca tot apotheken, ontstaan ketens die de belangrijkste aanbieders in hun sector worden. Deze trend staat los van de macro-economische ontwikkelingen. Het maakt niet eens uit of de onderliggende sector aan het groeien is of niet. Als de omstandigheden voor consolidatie gunstig zijn, kan dit interessante beleggingskansen opleveren.

Overtuigende argumenten om te beleggen

Voor veel beleggers biedt Azië interessante langetermijnvooruitzichten en China speelt daarin een centrale rol. Het is een zeer inefficiënte markt en daardoor ideaal om alpha te genereren. Ook verwachten we dat de onderverteenwoordiging van China in de wereldwijde indices de komende jaren sterk zal afnemen. Beleggers doen er daarom goed aan het hele beleggingsuniversum te onderzoeken om de beste kansen te vinden. ■

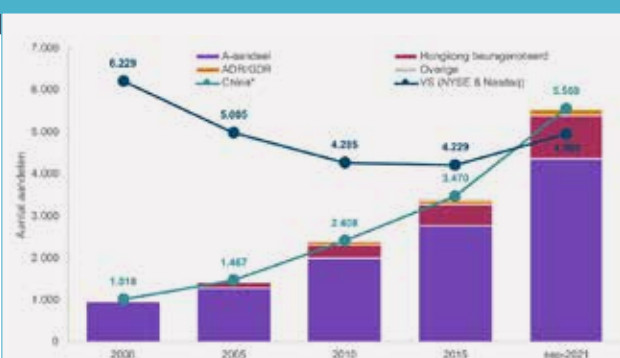
IN HET KORT

Beleggers kunnen markt-inefficiënties benutten om meerwaarde uit het Chinese beleggingsuniversum te halen.

China is een diepe markt. Beleggers moeten verder kijken dan de honderd populairste aandelen, want juist onder de overige 98% zitten de verborgen parels.

Door inefficiënties te benutten en toekomstige winnaars in een vroeg stadium op te sporen, kunnen beleggers extra alpha genereren.

FIGUUR 1: HET GROEIENDE CHINESE AANDELENUNIVERSUM



China vertegenwoordigt alle beursgenoteerde aandelen. Dual listed ADRs/GDRs zijn uitgesloten om dubbeltekening te voorkomen. Per 30 september 2021.

Bron: Bloomberg Finance L.P. en FactSet. Financiële data en analyses afkomstig van FactSet, 2021.

Disclaimer

Belangrijke informatie
Alleen voor beleggingsprofessionals. Niet voor verdere distributie.

Dit materiaal wordt uitsluitend verstrekt voor algemene informatie- en/of marketingdoeleinden en vormt geen beleggingsadvies. Potentiële beleggers moeten onafhankelijk juridisch, financieel en fiscaal advies inwinnen voordat ze een beleggingsbeslissing nemen. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van een belegging en de daaruit verkregen inkomsten kunnen zowel dalen als stijgen. Het is mogelijk dat beleggers minder terugkrijgen dan het belegde bedrag. De huidige informatie en meningen kunnen afwijken van die van andere ondernemingen en/of gelieerde ondernemingen van de T. Rowe Price groep.

EER — Tenzij anders vermeld is dit materiaal uitgegeven en goedgekeurd door T. Rowe Price (Luxemburg) Management S.à r.l., 35 Boulevard du Prince Henri, L-1724 Luxembourg, toegelaten door en onder toezicht van de Luxemburgse Commission de Surveillance du Secteur Financier. Alleen voor professionele klanten.

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



Seminar 11 november
**Where to find yield
in a low-yield world?**
**'In de huidige omgeving
van lage rendementen
kun je voor het behalen
van meer rendement
niet om extra
risicopremies heen.'**





Family Offices seminar
23 november:

Supertrends en
Disruptieve Innovatie
in Vermogensbeheer

**‘Disruptie
is overal.’**

Path of no return from liquidity trap

Central banks and governments are on a path of no return from stimulatory policies used in response to the pandemic and the Global Financial Crisis. This might ultimately lead to a new crisis.

By *Joost van Mierlo*

Jim Cielinski, Global Head of Fixed Income at Janus Henderson Investors, sees a tug of war between central banks and markets, which can lead to unintended surprises. Recently, such surprises have mostly come from central banks. However, they have improved their communication strategy and have shown – when the pandemic arose – a clear determination to do whatever it takes to support markets.

This has led to a situation where markets have been flooded with money. It's 'almost impossible' for central banks to unwind their balance sheets in an orderly way, according to Cielinski. 'Every new problem is likely to be handled in the same way. There's simply no other choice.' Like in every economic cycle, indebtedness will build up somewhere in the system. 'That

gives us some insight into where the next crisis may erupt. It could be government debt, but they might just about manage. Nobody can be certain what will happen in the next ten years, but corporate debt could even trigger a new crisis.'

Have economies recovered from the pandemic?

'Markets certainly seem to have recovered. This was partly because governments and central banks opted for market-friendly solutions to ensure there was enough liquidity in the system. Governments helped prevent uncertainty by guaranteeing people's jobs and incomes. This made it possible for people to save a lot more, accelerated by the inability to spend money during the pandemic. Such pent-up demand is now rotating spend from goods into services, which will help economies.

However, one will always be fighting the last crisis until the next one arrives. So, in that sense the crisis isn't over yet. Central banks are trapped into providing liquidity. This strategy worked after the credit crunch and again with the pandemic. But the real lesson of the pandemic is that it is not possible for central banks to achieve an orderly clean-up of their balance sheets. So they are pushed into opting for a market-friendly solution again, and new problems may arise.'

Where might the new problems come from?

'No one can be certain, but the build-up of indebtedness is a strong indicator of potential future issues. The problems of the credit crunch of 2007-2008 were driven by consumers taking on too much mortgage debt. In 2012, the eurozone debt crisis was caused by the indebtedness of certain countries and the dot com bubble of the early 2000s was triggered by high corporate debt.

Governments currently look vulnerable as they've taken on an enormous amount of debt in the past year. I would expect countries with reserve currencies to be less vulnerable than others. This bodes well for the US and the EU, but countries dependent on commodities, like Australia and emerging markets, specifically China, look more vulnerable.'

Because of low interest rates, corporates have also taken on more debt. Isn't that dangerous?

'Most countries might just manage to prevent a solvency crisis. Corporate debt

'Central banks are trapped into providing liquidity. This strategy worked after the credit crunch and again with the pandemic.'

‘If rates rise significantly, there would be problems everywhere, especially for governments and corporates. However, this would only happen if there was a persistent rise in inflation, which is not our expectation.’



CV

Jim Cielinski

Jim Cielinski is Global Head of Fixed Income at Janus Henderson Investors, a position he has held since 2017. He oversees all of the global fixed income products and teams and also leads Corporate Credit. Cielinski received a Bachelor of Science in Management and Finance from the University of Utah and an MBA with a concentration in Finance from New York University, Stern School of Business. He holds the Chartered Financial Analyst designation and has 38 years of financial industry experience.

has risen, which makes them potentially more vulnerable. It is more certain that the next problem won't be caused by consumers. As explained, government action has encouraged saving and therefore indebtedness hasn't risen. If rates stay as low as they are, this might happen of course, but in our view it's currently not a real concern.'

What could occur if rates rise, or jump significantly?

'If rates rise significantly, there would be problems everywhere, especially for governments and corporates. However, this would only happen if there was a persistent rise in inflation, which is not our expectation. Inflation might rise further, especially in the US. However, the ECB will be very reluctant to raise rates in response to inflation.'

What could make inflation persist?

'There would have to be a situation where the output gap closed. During the pandemic, there was a lot of excess capacity. Over recent months, the output gap has tightened, but it hasn't closed yet.'

Another condition for inflation to persist is wage pressure. This has been basically absent over the past twenty years, but there are signs of its re-emergence, especially in the US. Finally, there has to be some form of private credit creation. However, most consumers are still winding down their built-up savings.

There are some pressures in the system that we can see driving inflation to high levels over the coming months, but we see this receding later in 2022.'

Recently governments have focused on climate risk. In what sense does climate change constitute an imminent risk?

'The conundrum facing elected governments is deciding between spending an enormous amount of money now to tackle the problem or even more later. Such tough choices will always be delayed until there is no other option but to address them immediately.'

That might seem pessimistic, but the pandemic has shown that governments have no limits to tackle imminent problems. In 2009, significant haggling ensued for governments to direct billions of dollars worldwide to tackle the credit crunch. It took years for that money to be spent.

In response to the pandemic, US authorities' opening gambit was to commit \$ 6 trillion in the first month alone. This shows a willingness and an ability to address problems on an enormous scale. But it's also assuming there hasn't been a crisis before that might make this kind of intervention impossible.' ■

OUTLOOK 2022

Het jaar 2021 beloofde volgens de experts die we aan het einde van 2020 raadpleegden een volatiel jaar te worden vol onzekerheden, met name over de impact van de COVID-19-pandemie en de beschikbaarheid van vaccinaties. Inmiddels is gebleken dat vaccineren nog niet de definitieve uitweg biedt en dat het COVID-19-virus nog niet is bedwongen.

Door *Esther Waal*

Desalniettemin groeide de economie veel sterker dan verwacht. Aanhoudende financiële en fiscale ondersteuning van regeringen en centrale banken, de uitrol van vaccins en de geleidelijke hervatting van de economische activiteit zorgden voor een positief economisch tij. Op de aandelenmarkten was zowaar sprake van een hosanna-stemming, geholpen door sterke winstcijfers van bedrijven. Het ene record verpulverde het andere.

Maar alle recordregens verbloemen ook een stukje werkelijkheid. Namelijk dat er grote regionale verschillen zijn en dat binnen indices slechts een handjevol bedrijven verantwoordelijk zijn voor de grootste koersstijgingen. Daarmee kunnen we weer wijzen op de impact van COVID-19 en de nog niet volledige heropening van alle economische activiteiten en kunnen we de experts dus gelijk geven.

China werd eind 2020 genoemd als koploper van de economische groei. Die voorspelling is niet uitgekomen. Wel hadden de geraadpleegde deskundigen een goede inschatting gemaakt van de veerkracht van de Verenigde Staten en over de richting die de toen pas gekozen president Joe Biden op zou gaan ter ondersteuning van de Amerikaanse economie.

Wat de experts ook correct hadden voorzien, was dat de rente laag zou blijven. Ze dachten daarbij dat de inflatie in toom kon worden gehouden. Dat bleek dit jaar niet het geval. Maar is de opleving van inflatie tijdelijk van aard? En blijft ook in 2022 de rente laag?

Oftewel: wat zijn de economische vooruitzichten voor komend jaar en waar liggen de kansen en bedreigingen voor beleggers? Twee prangende vragen die we ook dit jaar weer stelden aan een indrukwekkende reeks beleggingsexperts.



Lukas Daalder

Chief Investment Strategist, BlackRock Nederland

‘De huidige stijging van de inflatie zal deels tijdelijk blijken te zijn, waarmee het risico van oplopende kapitaalmarktrentes wordt beperkt.’

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

‘Dé vraag die het afgelopen jaar standaard terugkwam in onze conversaties met klanten, was hoe het nou toch mogelijk was dat de aandelenmarkt bleef stijgen. China, COVID-19, inflatie, tekorten van halfgeleiders, exploderende gasprijzen; niets leek een blijvende impact te hebben op de aandelenmarkt. Het antwoord op die vraag is wat mij betreft duidelijk: de extreem lage kapitaalmarktrente. Simpel gezegd: in de obligatiemarkt is geen droog brood te verdienen, wat ertoe leidt dat beleggers op zoek gaan naar meer rendabele alternatieven. De opmars van de cryptomarkt kun je ook zeker niet los zien van dit fenomeen.

Daar ligt denk ik dan ook zonder meer het grootste risico voor beleggers voor volgend jaar. Een sterke stijging van de kapitaalmarktrente zou niet alleen nega-

tieve rendementen in de obligatieportefeuille tot gevolg hebben, maar ook een serieuze bedreiging voor aandelen vormen. Een dergelijk scenario kan bijvoorbeeld het gevolg zijn van oplopende inflatie of de vrees dat centrale banken de monetaire teugels zullen aantrekken.

Overigens is dat niet het hoofdscenario waar ik van uitga. De huidige stijging van de inflatie zal deels tijdelijk blijken te zijn, waarmee het risico van oplopende kapitaalmarktrentes wordt beperkt. De focus verschuift daarmee naar de aanhoudende robuuste groei van de wereldeconomie, wat niet ongunstig is voor aandelen. Overigens valt moeilijk te ontkennen dat de markt de afgelopen achttien maanden - ondanks sterke winstgroei - duurder is geworden, dus ik waarschuw wel voor een meer gematigde koerswinst dan we de afgelopen jaren hebben gezien.’

Bob Homan

Hoofd, ING Investment Office

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

‘Net als in 2021 verwachten we dat de economie in 2022 goed blijft groeien. Voor de wereldeconomie verwachten we een groeipercentage van 4,4%. Dat is weliswaar lager dan de 6,2% van dit jaar, maar nog steeds ruim boven potentieel. Praktisch elke grote aandelen-bearmarkt gaat samen met een economische recessie. Met een dergelijke groei lijkt de kans daarop klein.

Een bedreiging vormen wel de kapitaalmarktrentes, waarvan we verwachten dat die nog wat verder zullen stijgen nu de centrale banken hun obligatie-aankoopprogramma's terugschroeven. We denken echter niet dat de rentes dermate oplopen dat ze de aandelenmarkt echt pijn gaan doen. De hogere rentes worden namelijk vooral ingegeven door oplopende inflatie en we verwachten dat de reële rentes (nominale rentes minus inflatie) in de VS en Europa

laag en zelfs negatief blijven en daarmee steun blijven geven aan risicovolle beleggingscategorieën zoals aandelen.

Gezien de iets stijgende rentes houden we bij obligaties een korte duration aan, zodat ze wat minder rentegevoelig zijn. Van risicovollere obligatiecategorieën, zoals high yield en emerging market debt, verwachten we door de hogere yield wat meer dan van staatsobligaties. Wel achten we de ruimte voor verdere spreadcompressie (en dus koerswinst) beperkt.

Bij aandelen hebben we een lichte voorkeur voor waarde aandelen. Kansen zien we bijvoorbeeld in de hoek van (duurzame) energie, waar investeringen ofwel achtergebleven zijn, zoals bij olie- en gasbedrijven, wat leidt tot hogere energieprijzen, ofwel bij bedrijven waar de investeringen nog ver moeten worden opgevoerd om de klimaatdoelstellingen te halen, zoals bij zonne- en windenergiebedrijven.’



‘We denken niet dat de rentes dermate oplopen dat ze de aandelenmarkt echt pijn gaan doen.’



Wes Crill

Head of Investment Strategists, Dimensional Fund Advisors

‘For the disciplined investor, stock markets remain an advantageous opportunity to grow wealth.’

What are the biggest opportunities and threats for investors?

‘Many see equity market valuations flirting with all-time highs as a potential challenge for generating returns in the future. But one person’s challenge is another person’s opportunity. There is weak support that market valuations are helpful for asset allocation decisions – stock returns are just too volatile to gain insights on when expected returns have increased or decreased. And history tells

us that investors giving up on stocks after strong market run-ups would have led to regret more often than not. For example, the S&P 500 Index ended at an all-time high 30% of the months during the 94-year period ending December 2020, and the average return over the following 12-months was 13.9%. For the disciplined investor, stock markets remain an advantageous opportunity to grow wealth regardless of recent market performance.’

Peter van der Welle

Strategist, Robeco

What is the economic outlook for 2022?

‘We are moving towards a midcycle environment. Yet, above trend growth is expected in developed economies, underpinned by strong consumption growth and corporate investment. High net wealth levels of households, very low real interest rates and a rosy labor market outlook outweigh the negative impact of sticky inflation for consumers. The inflation debate will remain largely undecided as declining non-cyclical inflation due to ebbing supply side pressures will be largely counteracted by rising cyclical inflation, thanks to wage growth and rising rents.

The market environment will get noisy. The actual disconnect between macroeconomic uncertainty and implied market volatility, and the discrepancy between the business cycle and the financial market cycle (midcycle versus late cycle), leave downside risk on the 12

month horizon. With both monetary and fiscal impulses on the decline, the rising tide that has lifted all boats in the post-COVID-19 recovery is receding in 2022, with industry, sector and stock selection effects becoming more important drivers of financial markets. Geopolitical risk is elevated in the second half of the year with the 20th Chinese Party Congress likely emboldening president Xi’s nationalistic stance ahead of the US midterm elections. The Fed conveys to markets it’s comfortable staying somewhat behind the inflation curve as evidence of declining supply side pressures emerges. In reaction, the yield curve steepens somewhat in the first half of 2022, but we are more constructive on taking duration risk in bond markets as the Fed moves closer to the rate lift-off date in the second half of 2022. Corporate earnings could still surprise to the upside, sustaining stretched valuation levels in financial markets.’



‘The market environment will get noisy.’



Stefan Hofrichter

Head of Global Economics & Strategy, AllianzGI

‘De vrees voor stagflatie is duidelijk misplaatst.’

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

‘Onze macro-economische vooruitzichten geven aan waar wij de grootste kansen voor beleggers zien in 2022. Wij verwachten een matiging van de wereldwijde groeidynamiek, maar wij denken ook dat de inflatie aanhoudender zal zijn dan tot dusverre door centrale banken en markten werd verwacht. Verstoringen die verband houden met COVID-19, met name verstoringen in de toeleveringsketen, kunnen deze groei- en inflatiedynamiek tot op zekere hoogte verklaren. Maar ook andere factoren spelen een rol, bijvoorbeeld de vertraging van de globalisering, beleidsmaatregelen in verband met klimaatverandering, structureel krappere arbeidsmarkten en buitensporige wereldwijde liquiditeit. Toch verwachten wij dat de wereldeconomie in expansiemodus zal blijven en dat de inflatie zal dalen ten opzichte van het huidige niveau. De vrees voor stagflatie is duidelijk misplaatst.’

Wat beleggingskansen betreft, blijven wij voorzichtig inzake staatsobligaties, omdat

de centrale banken gedwongen zullen zijn minder expansief te worden dan de markten thans verwachten. Risicovolle activa zullen het waarschijnlijk redelijk goed doen: aandelen en krediet hebben in het verleden positieve rendementen gegenereerd.

Toch blijven er risico's bestaan. Een zeer grote risicobereidheid bij beleggers - in combinatie met ambitieuze waarderingen van Amerikaanse aandelen, staatsobligaties en spreadmarkten - impliceert dat de foutmarge klein is. Een herwaardering van inflatierisico's - en een daaruit voortvloeiende herwaardering van het monetaire beleid en de groei van de bedrijfswinsten - kan een gelijktijdige tegenwind voor aandelen en obligaties genereren. Beleggers kopen uiteindelijk activa, niet de economie.

Dit verklaart ook waarom uit ons onderzoek is gebleken dat de S&P 500 - zoals de beroemde Amerikaanse econoom Paul Samuelson zou hebben gezegd - ‘negen van de laatste acht recessies heeft voorspeld’

Keith Wade

Hoofdeconoom, Schrodgers

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2022?

‘Wij blijven optimistisch over de economische groeivoorzichten naarmate de wereldeconomie verder heropent. Wel zal de inflatie in 2022 op een relatief hoog niveau blijven. Dit is een reactie op de sterke opleving van de vraag, waardoor de aanbodketens onder druk zijn komen te staan, wat tot hogere prijzen heeft geleid.’

Over het geheel genomen wijzen de vooruitzichten in een stagflatoire richting. Het risico is aanwezig dat de wereldeconomie last blijft houden van tekorten aan arbeidskrachten, onderdelen en grondstoffen. De inflatie loopt dan op terwijl de economische groei afzwakt.

Er zijn wel belangrijke regionale verschillen in onze groeiprognose. Voor het eerst

sinds 2007 kan de groei in Europa in 2022 hoger liggen dan die in de VS. Deels is dit een kwestie van timing, het gevolg van langdurige lockdowns, een vertraagde verspreiding van vaccins in de eurozone en een later ingezette inhaalbeweging. Daarnaast zullen de budgettaire stimuleringsmaatregelen en de inhaalvraag in Europa nog een tijd doorlopen. Ook zijn er minder problemen in Europa om arbeidskrachten weer aan het werk te krijgen.

Wat het monetaire beleid betreft, verwachten wij nog steeds dat de Fed eind 2022 de rente zal verhogen. Ondanks de verbeterde groeivoorzichten en de oplopende inflatie zal de ECB haar beleid niet in 2022 verkrappen. Pas in 2023 zal de inflatie duurzaam op of boven de drempel van 2% liggen die nodig is om de centrale bank tot handelen aan te zetten.’



‘Over het geheel genomen wijzen de vooruitzichten in een stagflatoire richting.’



Maurice Geraets

Senior Investment Strategist, Achmea Investment Management

‘Vertrouwens-indicatoren duiden op een aanhoudende economische expansie.’

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2022?

‘De groei van de wereldeconomie zet in 2022 naar verwachting door. Vertrouwens-indicatoren duiden op een aanhoudende economische expansie. Het groeitempo zwakt wel af ten opzichte van 2021. Vooral de Chinese economie verliest aan economisch momentum. Ook in de Verenigde Staten en de eurozone zal de economische groei afzakken, maar deze ligt nog steeds boven trendniveau.’

In 2022 zal blijken hoe ‘tijdelijk’ de huidige inflatiestijging is. We verwachten dat in 2022 de inflatiestijging afvlakt en het tempo van de geldontwaarding terugvalt richting de doelstelling van de centrale banken. De problemen in de aanvoerketens zullen afnemen en de jaar-op-jaar stijging van de grondstofprijzen zal afvlakken. In de eurozone is er nog overcapaciteit op de arbeidsmarkt, waardoor een structurele

stijging van de inflatie minder waarschijnlijk is. Het inflatierisico voor de Verenigde Staten is groter, mede door de krapte op de arbeidsmarkt.

De druk om het monetaire beleid te normaliseren neemt toe nu de economieën zijn hersteld van de coronacrisis en de inflatie is opgelopen. Sommige centrale banken zijn hiermee al begonnen. Maar de belangrijkste centrale banken acteren in een traag tempo om het economische herstel niet te dwarsbomen. Deze dovish houding is vol te houden zolang de huidige inflatiestijging tijdelijk is. Wanneer dit niet het geval blijkt, zullen financiële markten een snellere normalisatie afdwingen. Een dergelijke ommezwaai is een van de belangrijkste risico's voor de financiële markten in 2022. Daarnaast is een hernieuwde opleving van het coronavirus met bijbehorende beheersingsmaatregelen een risico voor de economische expansie.’

Kevin Thozet

Member of the Investment Committee, Carmignac

What is the economic outlook for 2022?

2022 could be the year when we see both the economy slowing down and lasting inflationary pressures.

Global economic growth is expected to continue on its deceleration path in 2022. The economic cycle is maturing and global growth is facing several headwinds, which are expected to weigh on the pace of growth, namely: higher commodity prices, a cyclical and structural (linked to deleveraging) Chinese slowdown, tighter global liquidity in the wake of lesser monetary accommodation in emerging and developed economies, as well as impending passive fiscal tightening in developed markets after the fiscal largesse induced by the pandemic – one should not rule out the risk to see some form of seasonal COVID-19 resurgence slowing consumer spending either.

While at the same time this cycle should also be marked by higher inflation than what has prevailed in previous cycles, reflecting both more cyclical factors (energy prices, bottlenecks – with the risk to see some of them forming elsewhere) which should abate somewhat as we advance in the year, and the potential for more durable factors to form (mainly shelter and wages).

As such, 2022 could be the year when we could see BOTH the economy slowing down AND lasting inflationary pressures.

Another point of attention is that – being a relatively closed economy, an energy exporter and a global reserve currency issuer – the US is the least exposed to these headwinds. As such we could see the country's decoupling from the rest of the world being one of the key drivers from both a macroeconomic and a market perspective in 2022.



‘Global economic growth is expected to continue on its deceleration path in 2022.’



Paul O'Connor

Head of Multi-Asset, Janus Henderson Investors

'The year ends with the global economy transitioning from the strongest phase of the pandemic recovery into a more complicated economic environment.'

What is the economic outlook for 2022?

'The year ends with the global economy transitioning from the strongest phase of the pandemic recovery into a more complicated economic environment. The big picture for 2022 is one of another year of robust growth, albeit with notable regional differences and significant uncertainty surrounding inflation dynamics.'

Impressive progress on vaccinations and COVID-19 treatments should keep the major European countries and the USA on the path to a continued reopening of their economies. Households in these regions have accumulated sizeable savings balances over the pandemic, which should support significant pent-up demand for services. Corporates too are likely to be a decent source of growth in the months ahead, as they look to rebuild inventories and raise investment expenditure in many industries.

The outlook for the emerging economies looks more varied, with continued strong growth in India, contrasting with more muted expectations for Brazil and other emerging economies, where central banks are raising interest rates to fight inflation. The rapidly deteriorating health of many Chinese property developers looks sure to cast a long shadow over the outlook for Chinese growth well into 2022.

This year's surge in goods inflation looks set to fade in the months ahead as bottlenecks ease in many industrial sectors. This should allow central banks to proceed very slowly with winding down asset purchases and raising interest rates. A sustained uplift in service sector inflation and wage growth are the key risks to this benign policy outlook.'

Robert W. Sharps

Head of Investments and Group CIO, T. Rowe Price



'De vooruitzichten voor de meeste grote economieën blijven gunstig.'

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

'De vooruitzichten voor de meeste grote economieën blijven gunstig. De deltavariant lijkt het wereldwijde herstel alleen maar te hebben vertraagd in plaats van te hebben ontspoord.'

Er liggen wel uitdagingen aan de horizon. De belangrijkste daarvan is het afbouwen van het buitengewone accommoderende monetaire beleid in de ontwikkelde landen. De inflatie is een andere uitdaging voor beleggers, maar die is waarschijnlijk van voorbijgaande aard. Beleggers moeten er wel rekening mee houden dat de inflatiestorm nog voldoende kracht heeft om door te razen. Ook zal de verkrapting van het stimuleringsbeleid van de overheid beleggers voor een aantal uitdagingen stellen.

De overvloed aan liquiditeit heeft her en

der geleid tot speculatie, maar het is lastig om precies aan te geven waar die in de markt te zien is en hoe beleggers deze 'pockets of excess' kunnen vermijden. Ik heb geen uitgesproken mening over de aantrekkingskracht van groeiaandelen ten opzichte van waarde aandelen, of over de aantrekkelijkheid van ontwikkelde versus opkomende markten, of over Amerikaanse versus niet-Amerikaanse beleggingen. De recente sterke prestaties in sommige beleggingscategorieën zijn juist een extra argument om een sterk gediversifieerde portefeuille aan te houden.

Beleggers hebben nog niet alle vruchten van het herstel geplukt. Veel bedrijven zijn nog niet teruggekeerd naar het pandemie niveau en het is cruciaal om te achterhalen welke bedrijven opnieuw voet aan de grond krijgen of de markten weten te ontwrichten door innovatie.'



Jordy Hermanns

Portfoliomanager Multi-Asset, Aegon Asset Management

‘We verwachten voor de meeste beleggings-categorieën rendementen die onder het historisch gemiddelde liggen.’

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

‘Onze verwachting is dat de economie in 2022 zal normaliseren. Dat betekent dat het economisch herstel doorzet, maar dat het groeitempo wel zal afzwakken en de inflatie in toom blijft. We denken dat de steunmaatregelen hebben gepiekt in 2021. De economie en de markten zullen te maken krijgen met minder genereus monetair en fiscaal beleid in 2022, maar nog steeds ruim voldoende om de economie te ondersteunen. We houden er rekening mee dat de beleidsrentes van centrale banken relatief laag zullen blijven. Reeds aangekondigde fiscale impulsen, zoals het infrastructuurplan in de VS en het Europese herstelplan, zullen volgend jaar positieve effecten hebben.

Een van de risico's voor 2022 is een aanhoudende hoge inflatie. In de afgelopen maanden is de inflatie sterk opgelopen,

onder andere door tijdelijke effecten. Wanneer inflatie structureel hoog blijft, moeten centrale banken sneller in actie komen. Dat kan zorgen voor een volatiele periode op de financiële markten, zowel voor vastrentende waarden als voor aandelen.

De omstandigheden waar financiële markten in de afgelopen periode mee te maken hebben gehad, zoals sterk negatieve reële rentes en hoge waarderingen, zullen ook volgend jaar waarschijnlijk blijven. Dat betekent dat we voor de meeste beleggings-categorieën rendementen verwachten die onder het historisch gemiddelde liggen. We zijn relatief positief over beleggingen met een hoger risico, zoals aandelen. Binnen vastrentende waarden verwachten we de beste prestaties binnen alternatieve categorieën, zoals Nederlandse hypotheeken, ABS en riskpremie strategieën.’

Joost van Leenders

Senior Beleggingsstrateeg, Van Lanschot Kempfen

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2022?

‘Over de economische groei voor 2022 zijn we redelijk optimistisch. We voorzien groei boven trendmatige niveaus in de VS, de eurozone en Japan. Er is ruimte voor groei aangezien economieën nog niet helemaal zijn hersteld van de coronapandemie. Fiscale en monetaire stimulering zullen afnemen, maar er is een stevig zelfstandig momentum opgebouwd. In China zal een financiële crisis door de problemen in de vastgoedsector worden voorkomen, maar een minder dynamische huizenmarkt heeft zijn weerslag op de groei.

De inflatie is nu hoog, maar dat is groten-deels tijdelijk. Energieprijzen zullen niet blijven stijgen en problemen in productieketens zullen afnemen. Centrale banken nemen stappen richting een minder ruim monetair beleid. Het beleid van renteverhogingen zal in opkomende markten nog wat worden doorgezet. In de VS is de inflatiedruk het

hoogst en hier ontstaan ook loonstijgingen, wat aanleiding kan zijn voor één à twee renteverhogingen nadat het obligatie-opkoopprogramma in de zomer is afgerond. De ECB zal het wegvallen van het noodopkoopprogramma slechts deels compenseren.

Groei, inflatie en centrale banken oefenen opwaartse druk uit op rentes. Daardoor zullen rendementen op vastrentende waarden laag of zelfs negatief zijn. Risico-opslagen op investment grade- en high yield-bedrijfsobligaties zijn laag en bieden dus weinig buffer tegen oplopende rentes. Dit geldt minder voor obligaties uit opkomende markten. Aandelen zullen de rendementen van 2021 niet evenaren. Maar voortgaande groei en winstgroei leiden wel tot hogere rendementen dan bij vastrentende waarden, zelfs als waarderingen wat afnemen en aandelenprijzen de winstgroei niet geheel bijhouden. Illiquide beleggingen als infrastructuur en land kunnen bescherming bieden tegen inflatie.’



‘Groei, inflatie en centrale banken zetten opwaartse druk op rentes.’



Ewout van Schaick

Head of Multi Asset, NN Investment Partners

‘Aandelenwaarderingen zijn weliswaar hoog, maar zeker niet in extreme mate.’

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

‘In 2022 zal het economisch herstel kunnen doorzetten als de impact van het COVID-19-virus langzaam wegebt en de veelbesproken verstoringen in de productieketen afnemen. De economische groei wordt verder geholpen door een actievere rol van overheden met nieuwe investeringen in de infrastructuur (VS, China) en de energie-transitie (EU). In deze omgeving liggen er opnieuw kansen voor aandelenbeleggers. Winstverwachtingen in de markt zijn voorzichtig in vergelijking met de verwachte economische groei en geven ruimte voor positieve verrassingen. Aandelenwaarderingen zijn weliswaar hoog, maar zeker niet in extreme mate. De meeste ruimte voor hogere aandelenkoersen zien we in Europa. Europese aandelen hebben een hogere risicopremie ten opzichte van de Amerikaanse en laten een sterkere winstgroei zien in 2021 en 2022.

Europese aandelen zullen bovendien profiteren van investeringen uit het Europese herstellfonds en zijn minder gevoelig voor een geleidelijk oplopende rente.

De belangrijke risico's voor de economie en voor beleggers zijn gerelateerd aan inflatie en het monetaire beleid. Als inflatie in 2022 persistenter blijkt dan nu wordt verwacht, zouden centrale bankiers nerveus kunnen worden en over kunnen gaan tot een snellere afbouw van het opkoopprogramma alsmede eerder renteverhogingen kunnen inzetten. Dit zal in eerste instantie leiden tot hogere renteverwachtingen en lagere obligatieprijzen. Als deze beweging onverwacht snel gaat, zal dit ook op andere asset-categorieën, zoals aandelen en vastgoed, invloed hebben. Vooral de groeiaandelen die het de afgelopen jaren zo goed hebben gedaan, zijn dan kwetsbaar.’

Edin Mujagić

Hoofdeconoom, OHV Vermogensbeheer



Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2022?

‘2022 wordt het jaar van zowel bovengemiddelde economische groei als bovengemiddelde inflatie. De economische groei komt hoog uit, vooral als gevolg van het herstel van de economische krimp in 2020. De bovengemiddeld hoge inflatie wordt deels daardoor veroorzaakt, maar ook door factoren zoals toenemende schaarste aan arbeidskrachten, kosten die te maken hebben met het reduceren van de CO₂-uitstoot en de gevolgen van het zeer ruime monetaire beleid van het afgelopen decennium. Dat alles wil niet zeggen dat torenhoge inflatie in het verschiet ligt, maar wel dat de kans groot is dat de inflatie meer in lijn zal komen te liggen met de gebruikelijke waardes (van om en nabij 2% per jaar).

De combinatie van hogere inflatie en eco-

nomisch herstel zal het in toenemende mate lastiger maken voor centrale banken het huidige monetaire beleid voort te zetten. Het fundament onder 0% rente en kwantitatieve verruiming werd immers gevormd door deflatie- en recessiegevaar en die verdwijnen naar de achtergrond.

De ECB en de Fed zullen het monetaire beleid minder ruim moeten maken of dat op zijn minst aankondigen. Omdat het gevaar bestaat dat daarmee de groei en financiële stabiliteit in gevaar komen, vooral doordat de schulden te hoog zijn, is de kans klein dat het monetaire beleid in 2022 of erna echt krap wordt, maar wel minder ruim in de loop der tijd. Ik houd dan ook rekening met de op termijn per saldo stijgende langetermijnrentes en eerder opwaartse dan neerwaartse druk op de aandelenkoersen.’

‘2022 wordt het jaar van zowel bovengemiddelde economische groei als bovengemiddelde inflatie.’



Robert Tipp

Chief Investment Strategist en Head of Global Bonds, PGIM Fixed Income

‘Wij verwachten dat de aanhoudende economische expansie de kredietfundamenten zal ondersteunen, waardoor bedrijfsobligaties blijven outperformen.’

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2022?

‘We zijn nu ruim anderhalf jaar voorbij het dieptepunt van de COVID-19-crisis. Toch blijft de beleggingshorizon bezaaid met grote vragen, over onderwerpen variërend van fiscaal en monetair beleid tot de ontwikkeling van het virus. Veel van deze onderling samenhangende kwesties kunnen nog wel enige tijd in de lucht blijven hangen. Daarom zullen de belangrijkste economische data, zoals de detailhandelsverkoop, banengroei en inflatie, waarschijnlijk sterk blijven fluctueren in de komende kwartalen.

Ondanks de overvloed aan risico's blijven wij optimistisch dat de obligatie-bullmarkt gemiddeld genomen zal voortduren dankzij de lage rentetarieven, die maar beperkt opgetrokken kunnen worden, en de gunstige omgeving voor spreadproducten.

Verder vooruitblikkend zullen onderliggende fundamentele economische factoren, zoals de vergrijzing van de bevolking en de hoge schuldenniveaus, met nog meer neerwaartse kracht op de rentes

drukken. Als gevolg daarvan zullen veel centrale bankiers de rentetarieven dichtbij of op hun effectieve ondergrens laten, en zullen de renteverhogingscycli waarschijnlijk pieken op steeds lagere niveaus. Zo bezien waren de recente rentestijgingen waarschijnlijk te ver doorgeschoten, waardoor de huidige renteniveaus ons inziens dan ook waarde bieden.

Wat spreadproducten betreft, verwachten wij dat de aanhoudende economische expansie de kredietfundamenten zal ondersteunen, waardoor bedrijfsobligaties blijven outperformen. Echter, gezien de daling van de spreads tijdens het COVID-19-herstel tot historisch lage niveaus, verwachten wij slechts bescheiden excess returns, voornamelijk uit incrementeel rendement en de roll down.

Onze outlook is kortom overwegend contrair en onderhevig aan periodes van verhoogde volatiliteit, maar wel een die gestoeld is op optimisme over de prestaties van de obligatiemarkt in de komende kwartalen.’

Rob Almeida

Beleggingsstrateeg, MFS Investment Management

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2022?

‘Uit onderzoek blijkt dat mensen over het algemeen maar 10% tot 20% onthouden van wat ze hebben gelezen, maar zich wel 80% tot 90% herinneren van wat ze hebben meegemaakt. Dit is ook zo op de financiële markten en beleggers zullen daardoor de komende periode voor onverwachte veranderingen komen te staan. Men denkt dat de negatieve correlatie tussen aandelen en obligaties de afgelopen dertig jaar een normaal fenomeen zijn. Maar deze werd met name veroorzaakt door toenemende monetaire acties van centrale banken en dalende rentes. Dat leverde decennia op van zeer hoge rendementen voor beleggingsportefeuilles met een mix van diverse beleggingssegmenten. Rendementen waar beleggers de komende jaren met een jaloerse blik op zullen terugkijken.

Historisch gezien is zo'n correlatie eerder uitzondering dan regel, want in de eeuwen hiervoor was er vrijwel altijd een positieve correlatie. We gaan mijns inziens weer terug naar het 'oude normaal'. Aandelen en obligaties gaan weer met elkaar meebewegen, zo is mijn verwachting. Beleggers moeten daarom hun verwachtingen bijstellen, niet alleen vanwege de verschuiving in de aandelen-obligatiecorrelatie, maar ook omdat er waarschijnlijk een eind komt aan de negatieve reële rente.

Deze ontwikkelingen zorgen ervoor dat de rendementen onder druk komen te staan en dat beleggers weer eens met een nieuwe blik naar hun portefeuilles moeten gaan kijken. Met name actief diversifiëren binnen portefeuilles kan tegenwicht bieden aan de afnemende rendementen op de financiële markten.’



‘We gaan weer terug naar het 'oude normaal'. Aandelen en obligaties gaan weer met elkaar meebewegen.’



Daniel Morris

Chief Market Strategist, BNP Paribas Asset Management

What is the economic outlook for 2022?

‘The restoration of supply chains, reallocation of labour, and rebalancing of supply and demand, will be the key factors determining economic growth in 2022 and the strength and persistence of inflation.’

The support provided by governments and central banks since the outbreak of the COVID-19 pandemic ensured that the world does not suffer from a lack of demand. Consumer and business confidence are high, households are spending, businesses are investing. The problems faced by the world economy stem from the inability to meet that demand, either because components or workers are lacking, or because products cannot be delivered. Some of these constraints on production will last longer than others (notably semiconductors), but they will resolve themselves eventually, enabling economies to revert to trend growth rates without generating higher inflation.

For most major economies those growth rates next year will be above average (between 4-6% in the US and Europe), even as the rate decelerates with the boost from reopening fading and countries making up the ground lost during lockdowns.

Even as COVID-19 outbreaks occasionally brake growth and interest rates rise, the global economic recovery is continuing and the macroeconomic outlook is positive. Earnings growth rates will inevitably decelerate next year, but equities remain one of the best performing asset classes in an environment of rising inflation.

The same fundamentals which favour equities also support corporate credit. Credit metrics are encouraging, though low spreads will limit the amount of outperformance.’

‘Earnings growth rates will inevitably decelerate next year, but equities remain one of the best performing asset classes in an environment of rising inflation.’

Hein Brans

Directeur Asset Management, MN

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

‘In ons basisscenario is de recente acceleratie van groei en inflatie tijdelijk. Deze kan nog aanhouden tot in de eerste helft van 2022, maar vervolgens is een daling richting de lagere pre-corona groei- en inflatieranges te verwachten. Dat hoeft voor bijvoorbeeld aandelen niet zo’n vervelend scenario te zijn: loon- en grondstoffenkosten zullen dan waarschijnlijk matigen – goed voor de winstmarges – en centrale banken kunnen een ruim beleid blijven voeren. Voor dekkingsgraden van pensioenfondsen is het grote nadeel dat ook rentes dan laag zullen blijven.’

Kansen liggen met name in de Build Back Better-investeringsplannen van de Amerikaanse en Europese regeringen en in de versnelling van digitalisering. Als deze in volle omvang worden uitgevoerd, neemt de productiviteit en daarmee de onderliggende trendgroei toe. Het resultaat is een

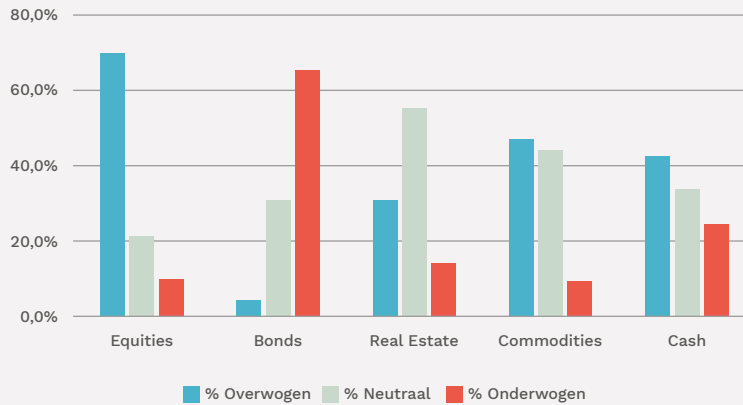
dynamische groeiomgeving waarin de hogere productiviteit de inflatie beteugelt. Dit is het meest positieve scenario voor return assets. Hopelijk kan dan ook de rente wat stijgen. En wel om de juiste reden, namelijk hogere economische groei.

De voornaamste bedreiging voor financiële markten ligt in de aanhoudend hoge inflatie, bijvoorbeeld door toenemende loonstijgingen. Hoewel hierop initieel de rente kan stijgen, heeft dit oververhitting-scenario het risico van een boom-bust. Centrale banken draaien hierbij versneld de geldkraan dicht, wat tot koersdalingen kan leiden. Bovendien kunnen stijgende rentes tot problemen leiden rond de hoge schuldposities van bedrijven. Hogere rentes kunnen ook bij overheden en consumenten problemen veroorzaken, wat vervolgens weer de markten drukt. Ook een virusvariant die ongevoelig is voor de vaccins zal een negatief effect kunnen hebben op financiële markten.’



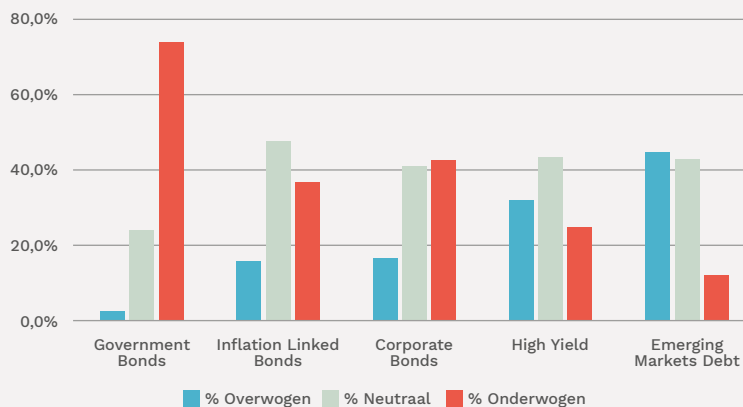
‘De voornaamste bedreiging voor financiële markten ligt in de aanhoudend hoge inflatie, bijvoorbeeld door toenemende loonstijgingen.’

FIGUUR 1: RELATIEVE AANTREKKELIJKHEID ASSET CLASSES PER 29/11/2021



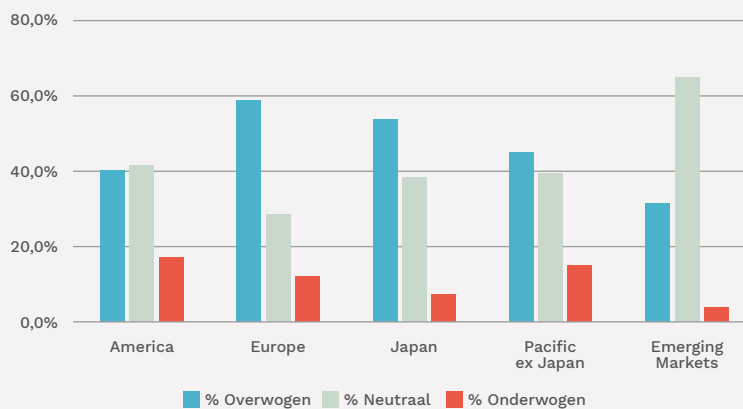
Bron: Alpha Research

FIGUUR 2: RELATIEVE AANTREKKELIJKHEID OBLIGATIES PER 29/11/2021



Bron: Alpha Research

FIGUUR 3: RELATIEVE AANTREKKELIJKHEID AANDELEN PER 29/11/2021



Bron: Alpha Research

CONCLUSIE

Het beeld voor 2022 is volgens onze beleggingsexperts zonneklaar: de economie blijft groeien. De mate waarin ze dat doet, is nog wel wat ongewis. De ene specialist spreekt over een aanhoudende economische expansie, terwijl de andere voorspelt dat het groeitempo zal afzwakken. Voor de beleggingsrendementen is het, ondanks al het optimisme over de economie, evenwel oppassen geblazen. Hoewel aandelenmarkten ook in 2022 de voorkeur genieten boven die van fixed income, moeten beleggers rekening houden met gematigde koerswinsten.

De inflatie is een uitdaging voor beleggers, zo stellen onze deskundigen eensgezind. Die loopt op, gezien de toenemende loonstijgingen en de toenemende schaarste aan arbeidskrachten. Maar waar de meesten stellen dat die waarschijnlijk tijdelijk is, menen sommige anderen dat die aanhoudender zal zijn dan tot dusverre door centrale banken en markten werd verwacht. Een enkeling ziet zelfs een stagflatoire richting, hoewel een andere specialist aangeeft dat de vrees voor stagflatie duidelijk misplaatst is.

Ondanks het risico van een hogere inflatie zullen de beleidsrentes van de centrale banken laag blijven. Velen verwachten wel dat centrale banken stappen zullen zetten richting een minder genereus monetair en fiscaal beleid. Maar ze zullen in een traag tempo acteren om het economische herstel niet te dwarsbomen, zo verwacht een van de experts.

Regionale verschillen worden hierbij wel genoemd. Zo zijn centrale banken in opko-

mende economieën wat actiever met het verhogen van de rente om de inflatie in toom te houden. Ook voor de ontwikkelde economieën houden sommige experts hierbij een slag om de arm. Als de inflatie aanhoudt, zullen centrale bankiers eerder renteverhogingen inzetten en het opkoopprogramma sneller afbouwen.

Alles lijkt af te hangen van de inflatie. Wie een aanhoudende bovengemiddelde inflatie verwacht, gaat uit van een verkrapping van het monetaire beleid en stijgende langetermijnrentes. Wie meent dat de verhoging van de inflatie tijdelijk is, ziet de ECB zijn beleid in 2022 niet verkrappen en rentes laag blijven.

Maar onder deze onzekerheid gloort dus optimisme. Men ziet een actieve rol van overheden met investeringen in infrastructuur, de energietransitie en de digitalisering, met een hogere productiviteit tot gevolg. Dit zal in het voordeel zijn van aandelen en dan met name Europese aandelen, zo verwacht een van de experts. Binnen het vastrentende segment verwacht een ander dat bedrijfsobligaties blijven outperformen en voorziet een derde de beste prestaties in alternatieve categorieën zoals Nederlandse hypotheeklen, ABS en riskpremiestrategieën.

Om alle onzekerheid het hoofd te bieden, menen enkele experts dat actief diversifiëren binnen de portefeuille het juiste tegenwicht kan bieden. En wie echt bevreesd is voor inflatie, zou volgens een van de deskundigen zijn toevlucht kunnen nemen tot illiquide beleggingen als infrastructuur en land.

Markt als mythe

Door *Hans Amesz*

Economische geschiedenis wordt volgens Arnout Weeda eigenlijk niet meer onderwezen aan economische faculteiten. Wat voor een gemis dat is, heeft hij uitstekend aange- toond met het schrijven van, zoals hij het noemt, de verborgen geschiedenis van het neoliberalisme.

De in 1946 geboren econoom, die jarenlang Directeur van het cultuurhistorisch Zuiderzeemuseum in Enkhuizen was, heeft onderzoek gedaan naar het fenomeen marktwerking en is, gevoed door geschriften van economen, filosofen, psychologen, socio- logen, dichters en andere denkers, tot de conclusie gekomen dat de markt, waarover al jarenlang een verhit debat wordt gevoerd tussen voor- en tegenstanders van markt- werking, slechts een mythe is en alleen be- staat in onze verbeelding. Vraag en aanbod in de economie kunnen immers duizenden gedaanten aannemen, waarin mensen, af- hankelijk van culturele en individuele om- standigheden, steeds weer anders handelen.

De meest extreme uiting van het neoliberale geloof in de onfeilbaarheid van markten, was volgens Weeda de deregulering van de

financiële sector in de vorige eeuw. Maar al voor de Grote Depressie van 1929 had de Amerikaanse Econoom Irving Fisher (1867-1947) daar ernstige bedenkingen bij. Als we willen voorkomen dat het gigantische kredietgebouw dat we hebben opgericht periodiek instort, waarschuwde hij, moeten we het bankwezen zien als veel meer dan zakelijke dienstverlening. Het is een geweldige openbare dienstverlening. En John Maynard Keynes voorzag na diezelfde crisis dat elk nationaal werkgelegenheidsbeleid volledig kon worden ondermijnd door de internationale mobiliteit van financieel kapitaal, die het onvermijdelijke gevolg is van een vrij opererend bankwezen.

Maar, zo stelt Weeda, in de neoliberale euforie van de jaren tachtig waren dat allang geen belemmeringen meer, zelfs niet aan de linkerkant van het politieke spectrum. Alom was de markt verheven tot een gese- culariseerd mantra, met als belangrijkste kenmerk dat niemand de daarin verborgen goddelijke kracht in twijfel durfde te trek- ken. Onze economische problemen zijn te complex voor simpele oplossingen. Daarom pleit hij voor een complexiteitsbenadering van de economie, waarvan de essentie is dat we weer leren leven in onzekerheid.



Arnout Weeda
Markt als mythe
Boom
ISBN: 9789024436903

Ons geld is stuk

Door *Hans Amesz*

De tot burgemeester van New York verkozen Eric Adams, die op 1 januari 2022 aantreedt, wil zijn eerste drie maandsalarissen in Bitcoin ontvangen. Hij wil van New York de hoofdstad van de cryptovaluta-industrie maken. In hun boek 'Ons geld is stuk: En waarom Bitcoin de oplossing is' hebben de auteurs het voorne- men van Adams helaas niet kunnen opne- men, want dat had hun pleidooi voor een ra- dicaal nieuw geldsysteem zeker ondersteund.

De gebroeders Slagter stellen dat er geen perfecte oplossing lijkt te zijn voor de kluwen aan problemen van ons huidige geldsysteem. Zij halen economisch historicus Jan Luiten van Zanden aan, die vindt dat de kans heel groot is dat we te maken krijgen met een crisis omdat niemand iets durft te doen aan

de grote onevenwichtigheden in het systeem. En volgens Arnoud Boot, Hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Financiële Markten, is het huidige financiële stelsel een failliet systeem dat geen toekomst heeft.

Wat te doen? In 'Ons geld is stuk' schrijven de auteurs dat ze geprobeerd hebben alle kanten van het Bitcoin-verhaal een plek te geven. Daar zijn ze goed in geslaagd. En wat onder de streep overblijft, is een innovatie die de potentie heeft om uit te groeien tot een beweging van en voor mensen. De au- teurs kunnen niet garanderen dat Bitcoin een succes wordt. Sterker nog, ze zien aller- lei manieren waarop het kan mislukken. Maar ze zien ook manieren waarop het kan slagen en de wereld ingrijpend kan verande- ren. Vergelijkbaar met de personal computer, het internet en de smartphone.



Bert & Peter Slagter
Ons geld is stuk
Hollands Diep
ISBN: 9789048859511

Embattled Europe

Door Joost van Mierlo

Ze bestaan nog, serieuze wetenschappers die de hoop voor Europa nog niet hebben opgegeven. De Duitse historicus Konrad Jarausch, die al decennia vooral in de Verenigde Staten vertoeft, presenteert een ongegane verdediging van het Europese continentale model, waarin een streven naar economische groei niet ten koste gaat van sociale gelijkheid.

Jarausch maakt in dit boek een vogelvlucht door de recente geschiedenis van Europa. In Berlijn staat hij stil bij de Val van de Muur, in Schengen ziet hij de grenzen tussen de meeste Europese landen verdwijnen en in het Poolse Poznan bekijkt hij de economische transformatie richting een markteconomie.

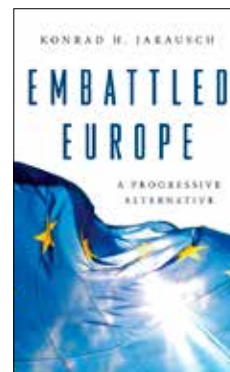
Dat zijn positieve verhalen. Maar Jarausch is niet blind voor de enorme problemen waarmee de Europese Unie te maken heeft gekregen. Vanuit Athene wordt de schulden crisis belicht, in Londen wordt de Brexit betreurd en het immigrantenprobleem wordt op het Italiaanse eiland Lampedusa belicht.

Maar dan wordt de toon weer positiever, met de Zweedse hervorming van de wel-

vaartsstaat en de Deense hervorming tot een groene economie. Geen wonder dat Jarausch het Europese model 'het enige serieuze' alternatief noemt voor het Angelsaksische neoliberalisme. Dat China daar zijn eigen gedachten over heeft, is iets waar Jarausch niet al te veel woorden aan vuilmaakt.

Het is een grondige analyse. Jarausch heeft genoeg van de Tweede Wereldoorlog meegemaakt om de voordelen van de Europese eenwording nooit te vergeten. Hij groeide op in naoorlogs Duitsland met een alleenstaande moeder. Zijn vader was omgekomen aan het Oostfront.

Jarausch heeft echter oog voor de problemen waarmee de lidstaten van de Europese Unie te maken hebben. Dat hij daarbij geen enkele sympathie heeft voor de populist in Hongarije, Polen, het Verenigd Koninkrijk en zijn 'eigen' Duitsland behoeft geen betoog. Hij sluit zijn boek af net na de verkiezingsoverwinning van de Amerikaanse president Joe Biden. Ook dat zorgt voor een zucht van verlichting. Europa mag dan een beter en progressiever alternatief bieden dan de VS, een goede onderlinge samenwerking is in het belang van iedereen. Dat is met Biden weer mogelijk, aldus Jarausch.



Konrad Jarausch
Embattled Europe
Princeton University
Press
ISBN: 9780691200415

Cogs and Monsters

Door Joost van Mierlo

Diana Coyle ontpopte zich de afgelopen jaren als een luis in de pels van de economische wetenschap. De zich op super rationeel denkende mensen baserende economie, die daarbij ook nog gebruikmaakt van onbegrijpelijke wiskundige modellen, konden in haar ogen geen goed doen.

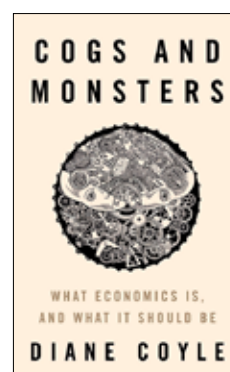
Vooraf macro-economen moesten het ontgelden. Oeverloze discussies over abstracte begrippen als nationaal inkomen, inflatie en werkgelegenheid waren volgens Coyle vaag gezeur.

In haar nieuwste boek trekt ze de discussie een stap verder. Want naast haar rol als criticaster van haar collega's is Coyle vooral bezig met de toekomst. En dan met name de digitale toekomst. Economen hebben wat dat betreft een belangrijke rol te ver-

vullen. Zij kunnen bezien wat de gevolgen zijn van de digitalisering en de negatieve gevolgen voor tal van gedupeerden proberen te beperken.

Er zijn immers enorme problemen met de invoering van kunstmatige intelligentie. Dat is niet in het minst het geval doordat veel programmeurs mensen als dezelfde 'homo economicus' beschouwt als economie decennialang hebben gedaan. Als dat niet verandert, worden economische crises als de GFC, zoals Coyle de Great Financial Crisis van 2008 noemt, een voortdurende vanzelfsprekendheid.

Bij Coyle draait alles om markten. Die zijn behoorlijk effectief, maar niet zaligmakend. Economen moeten zich vooral richten op het fatsoenlijk laten opereren van die markten en gedupeerden de helpende hand toesteken. Als nette mensen denkende machines zijn daarbij onontbeerlijk.



Diana Coyle
Cogs and Monsters
Princeton University
Press
ISBN: 9780691210599

Voorspellingen voor 2022

Het is weer tijd voor de voorspellingen voor komend jaar. Dat is altijd lastig wanneer het over de toekomst gaat. Zeker bij voorspellingen voor zo'n relatief korte periode.

Voorspellingen voor de lange termijn zijn eenvoudiger te doen dan voorspellingen voor de korte termijn. De gemiddelde inflatie voor de komende honderd jaar is beter te voorspellen dan de inflatie voor het komende jaar. In het langetermijngemiddelde valt alle tussentijdse ruis weg. Toch wagen we ons elk jaar weer aan de onmogelijkheid om de stand van de index over twaalf maanden te voorspellen. Het aardige is wel dat optimisme vaak wordt gelijkgesteld met naïviteit en dat pessimisten altijd laten zien dat zij overal goed over hebben nagedacht. Toch hebben pessimisten vaak ongelijk. In de meeste gevallen stijgt de beurs, zowel op lange als op korte termijn. Maar pas op, want de markt heeft de onhebbelijke eigenschap om zoveel mogelijk voorspellers in hun hemd te zetten.

Beter dan te proberen de beurs te voorspellen, is om te kijken naar de fundamenteën. Die vallen uiteen in drie onderdelen: economie, liquiditeit en waardering. De wereldeconomie zal in 2022 waarschijnlijk minder sterk groeien dan dit jaar. Maar gelet op de aandacht voor stagflatie zijn de verwachtingen voor volgend jaar te negatief. Door het volledig opengaan van de economie, door aantrekkende investeringen en doordat de consument er goed voorstaat, mag een bovengemiddelde groei worden verwacht in het komende jaar, alleen minder sterk dan in 2021. Ook de inflatie zal komend jaar dalen, zowel door basiseffecten als door de tijdelijkheid van de hogere inflatie als gevolg van de COVID-19-crisis. Dalende inflatie en nog

altijd hoge groei klinkt als een 'Goldilocks'-scenario. Als de rente dan ook nog laag blijft, is er sprake van een Uber-Goldilocks-scenario.

De afgelopen jaren was er een belangrijke rol weggelegd voor de factor liquiditeit van centrale bankiers en overheden. Die nemen nu gas terug. Zodra de inflatie begint te dalen, zullen centrale bankiers de eersten zijn om de rente weer langer laag te houden. De hoge schuldenberg vereist immers nog steeds een langjarig reflatiebeleid, waarin de rente structureel beneden de nominale groeivoet van de economie moet worden gehouden. Bovendien zijn westerse centrale bankiers niet langer neo-liberaal, maar keynesiaans. Economische groei, de energietransitie, voldoende banen en financiële stabiliteit zijn belangrijker dan het bewaken van de inflatie. Sommige doemdenkers denken dat we aan het begin staan van een periode gelijk aan de moeizame jaren zeventig. Maar wat als we juist in een nieuwe 'consumer bull' zitten die vergelijkbaar is met de jaren vijftig?

De meest eenvoudige manier van voorspellen, is kijken naar de waardering. Op de lange termijn heeft die factor een hoge voorspellende waarde. Op de korte termijn zegt waardering niet zo veel. En zo duur is de beurs niet, zeker niet als gekeken wordt naar het kasstroomrendement en naar de risicopremies. Om zeepbelgebied te bereiken, moet de beurs nog eens verdubbelen. De beste voorspeller van de factoren economie, liquiditeit en waardering is de beurs zelf. Daarin zit de collectieve wijsheid van ons allen. De beurs kijkt typisch zo'n zes maanden vooruit en gelet op de recente recordstanden voorspelt die een prima 2022. Alleen als iedereen zo'n goed nieuw jaar gaat voorspellen, wordt het tijd om op te passen. ■



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

Krista Nauta

Van Pensioenfonds Horeca & Catering naar Pensioenfonds Wolters Kluwer Nederland



2015

Certified Pension Executive (CPE), Erasmus Universiteit

2012

Master in Pensions and Life Assurance (MPLA), Akkermans

1983

Geboren in Zutphen

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

Dank! Ik krijg enorm veel energie van deze nieuwe uitdaging. Nadat ik een paar jaar als Bestuurder vooral mijn bijdrage heb geleverd door mee te praten over verandering mag ik die verandering nu ook echt met mijn team vormgeven.

U begon uw carrière als Financieel Planner bij ABN AMRO Bank. Wat heeft u daar geleerd?

Dit was mijn eerste kennismaking met pensioen. Met de schoenendozen op tafel leerde ik hoe belangrijk de arbeidsvoorwaarde pensioen is en hoe goed we dat in Nederland gemiddeld genomen hebben geregeld. Gelijktijdig merkte ik hoe weinig mensen eigenlijk van pensioen weten. Een gebrek aan waardering vanuit een soort vanzelfsprekendheid. Daar wilde ik meer mee doen.

Daarnaast heeft u gewerkt bij onder meer ITDS, PGGM

en laatstelijk Pensioenfonds Horeca & Catering. Bij ABP bent u nog steeds werkzaam. Kunt u aangeven welke kennis u op deze werkplekken heeft opgedaan?

Ik ben in de gelukkige omstandigheid dat ik in mijn carrière vele facetten van het pensioenvak heb gezien. Na de deelnemersadviesing waren dat de arbeidsvoorwaardelijke en fiscaal/juridische kant door adviesing van werkgevers. Daarna de IT- en uitvoeringskant, maar ook productontwikkeling en innovatie. De laatste jaren heb ik daar bestuurlijke en toezichhoudende ervaring, maar ook ervaring op het gebied van vermogensbeheer en risicomanagement aan toegevoegd.

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met Pensioenfonds Wolters Kluwer?

Een oud-collega werkt sinds kort bij Wolters Kluwer en is recent Bestuurder geworden bij het pensioenfonds. Hij belde me vlak voor de zomer of ik wellicht interesse had om hun directeur op te volgen, die 1 januari met pensioen gaat.

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

Als Directeur van een klein, zelfadministrerend pensioenfonds komt eigenlijk alle inhoudelijke ervaring die ik tot nu toe heb opgedaan samen. Ik ben integraal verantwoordelijk voor de uitvoering en daarbij kan ik me ontwikkelen op managementvlak.

Vindt u het een uitdaging om opnieuw te beginnen?

Ik heb er vooral veel zin in! In deze rol kan ik echt weer mijn handen uit de mouwen steken, met mijn 'pootjes in de modder'. Pensioenfondsen besturen en toezichhouden is leuk en ontzettend interessant, maar ik miste toch de operationele kant. Met een team zelf direct bijdragen aan de resultaten. Wat dat betreft kan ik bij Pensioenfonds Wolters Kluwer mijn hart ophalen.

Wat verwacht u als Directeur bij Pensioenfonds Wolters Kluwer te verwezenlijken?

Er staat een hele goede basis. Een goed, fijn team met een solide uitvoering en veel vertrouwen en waardering van (oud-)medewerkers van Wolters Kluwer. De komende paar jaar gaan we verder digitaliseren en het pensioenfonds klaarmaken voor de uitvoering van de Wet Toekomst Pensioenen. Dit vanuit het doel om als zelfstandig fonds ook in de toekomst het pensioen van alle (oud-)medewerkers van Wolter Kluwer te blijven uitvoeren. Persoonlijk en dichtbij.

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

De komende jaren zet ik mij in voor de deelnemers van Pensioenfonds Wolters Kluwer en ABP, door te zorgen dat zij ook in het nieuwe stelsel een goed pensioen hebben met een uitstekende persoonlijke dienstverlening. Ik hoop en verwacht ook daarna nog veel te kunnen betekenen voor de pensioensector. Het mooie aan pensioenfondsen is de combinatie van een sociaal maatschappelijke en financiële instelling, waarbij het belang van de deelnemer echt vooropstaat. Wellicht word ik ooit Uitvoerend Bestuurder of kom ik in de directie van een pensioenuitvoerder? De tijd zal het leren. ■

Norbert Bol

heeft adviesbureau Building Values opgericht, dat zich richt op vastgoed en infrastructuur.

Krispijn Bertoen

is begonnen als Hoofd Verantwoord Beleggen bij MN Vermogensbeheer.

Vladimir Kulikov

is aangesteld als Senior Investment Manager EMD bij PGGM.

Remco Folkertsma

treedt in dienst bij Van Lanschot Kempen als Senior Specialist Beleggen.

Harry Bouma

gaat aan de slag als Bestuursadviseur bij BPF Waterbouw. Hij vervult een soortgelijke functie bij BPF Houtverwerkende Industrie & Jachtbouw.

Jim Whittington

is aangesteld als Head of Responsible Investment bij Dimensional Fund Advisors.

Elisabeth Bourqui

treedt toe tot de Raad van Toezicht van Athora Netherlands.

Karel Nierop

is benoemd als Head of Product Development bij Triodos Investment Management. Hij werkt daar al sinds 2012.

Jeroen Vetter

is toegetreden tot de Raad van Toezicht van Sustainable Capital Group. Hij vervult deze functie naast zijn werkzaamheden als CEO van Ardys.

Dick van Ommeren

is als Voorzitter toegetreden tot de Management Board van Triodos Investment Management.

Frank Koster

treedt op 1 januari aan als de nieuwe CEO van InsingerGilissen.

Roy van Wechem

is begonnen als Credit Risk Analyst bij RNHB.

Cor Moons

is aangesteld als Senior Advisor Investments bij Stichting Pensioenfonds ABP.

Colin Graham

heeft zich als Head of Multi Asset Strategies en Co-Head of Sustainable Multi Asset Solutions aangesloten bij het Sustainable Multi Asset Solutions van Robeco.

Pascal Boots

is benoemd tot Institutional Sales Netherlands bij Amundi.

Ingo Heinen

is aangesteld als Managing Director bij Intermediate Capital Group.

Chiel Burger

gaat aan de slag als Coverage Analyst Private & Real Assets bij DWS.

Roger Coenen

is benoemd als Business Analyst Regulatory Change bij NN Investment Partners. Hij vervult deze functie naast zijn werk voor RC Consultancy Advisory & Training.

Willem Jan van de Water

is gestart als Project Manager ESG bij Altera.

Gerben Everts

is begonnen als Directeur van de Vereniging van Effecten-bezitters.

Barbara Bakker

is toegetreden tot het bestuur van DUFAS. Ze vervult deze functie naast haar werk als CEO bij Aegon AM Nederland.

**Karlijn van Lierop**

is benoemd als Director Responsible Investment Product Specialist bij BMO Global Asset Management. Hiervoor werkte ze negen jaar lang bij MN.

Roland Toppen

is aangesteld als Chief Financial Officer bij MV Credit.

Edgar Kattouw

is aangesteld als Actuaris a.i. bij PGB Pensioendiensten. Hij vervult deze functie naast zijn werk als Business Consultant bij Kattouw Consultancy.

Serge Mans

is benoemd tot Head Of Sales bij Aegon Cappital.

Jeroen Bos

begint per 1 januari 2022 als Hoofd Duurzaam Beleggen bij Credit Suisse.

Jac van Zeeland

gaat aan de slag als Partner en Beleggingsspecialist bij HIP Capital.

Liesbeth Galesloot

gaat per 1 januari 2022 aan de slag als Onafhankelijk Voorzitter van het Unilever APF.

Rob Schormans

is aangesteld als Directeur Pensioenuitvoering bij APG.

Berrie Krisman

sluit zich als Senior Investment Advisor aan bij het nieuwe kantoor van Auréus in Deventer.

Dirk de Haan

is benoemd tot Partner bij Mercurius Vermogensbeheer.

Mariëtte Simons

is aangesteld als Risicomanager bij Pensioenfonds Vliegend Personeel KLM.

Marco Louwerens

begint per 1 januari 2022 als Voorzitter van Bpf. Loodsen.

Rob Schormans

is aangesteld als Directeur Pensioenuitvoering bij APG.

Ron Dik

is benoemd als Bestuurslid bij Pensioenfonds Bakkers.

Mark Janssen

is aangesteld als Partner en Vermogensbeheerder bij Florentes.

Henk Jagersma

is als Werkgeversvoorzitter toegetreden tot Pensioenfondsen Woningcorporaties.

Anoeshka Overbeek-Sankatsing

is aangetreden als Directeur van Pensioenfonds Vliegend Personeel KLM.

Check onze website voor meer informatie over deze moves via de onderstaande QR-code.



**SCHAATS
VOOR KIKa**
OP DE WEISSENSEE

Kika
kinderenkankervrij



SCHAATS DE ALTERNATIEVE ELFSTEDENTOCHT VOOR KINDEREN MET KANKER!

25 JANUARI 2022



KIJK OP
SCHAATSVOORKIKA.NL



DUURZAAMHEID STAAT CENTRAAL BIJ AL ONZE BELEGGINGSBESLISSINGEN

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



ENERGY
TRANSITION

De drie E’s van BNP Paribas Asset Management

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



ENVIRONMENTAL
SUSTAINABILITY

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



EQUALITY AND
INCLUSIVE GROWTH

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

Ons commitment voor duurzaamheid

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

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

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France, Netherlands Branch (adres: Postbus 71770, 1008 DG Amsterdam) (“BNPP AM NED”), is een (vermogens)beheerder geautoriseerd door de Autoriteit Financiële Markten (“AFM”) om de activiteiten van de beheerder in Nederland uit te voeren, onder de naar Nederland gepaspoorte vergunning verstrekt door L’Autorité des marchés financiers (“AMF”) aan BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France, geregistreerd bij de AFM. Voordat u investeert in enig financieel instrument dient u het prospectus alsmede de Essentiële Beleggersinformatie (EBI) met informatie over het product, de kosten en de risico’s te lezen. Het prospectus, de EBI alsmede overige informatie zijn verkrijgbaar op de website: www.bnpparibas-am.nl. De in deze advertentie opgenomen opinies zijn het oordeel van BNPP AM NED op een specifiek moment en kunnen worden gewijzigd zonder voorafgaand bericht. BNPP AM NED is niet verplicht de hierin opgenomen informatie en opinies te actualiseren of te wijzigen.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

De duurzame belegger
voor een wereld
in verandering