

FINANCIAL INVESTIGATOR

BELEGGERS ZETTEN STEEDS MEER IN OP AANDELEN EN ILLIQUIDE BELEGGINGEN

MARY PIETERSE-BLOEM,
ABN AMRO PRIVATE BANKING

Bedrijven kunnen wereld redden
Prof. Rebecca Henderson, Harvard University

Ronde Tafel
Private Equity

Paneldiscussie
How to implement the SDGs?

**Actual
investors
look to
the future.**

Not the past.

SEARCH FOR ACTUAL INVESTORS



Actual Investors

HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

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

RAAD VAN ADVIES

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

REDACTIERAAD

Michiel Cleij
 Ronald Florisson
 Derya Gunaydin

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Gosse Alserda, Frank van Blokland, Trevor Castledine, Thomas Christiansen, Robert Cignarella, Jeroen Cox, Hendrik Jan Davids, Han Dieperink, Emanuele Fanelli, Wim Groeneveld, Laurent Guntenaar, Nitin Gupta, Dean Hand, Daan Heijting, Rebecca Henderson, Harald Henke, Johan Idema, Thijs Jochems, Gerben Jorritsma, Wouter Koelewijn, Anatoli van der Krans, Lodewijk van der Kroft, Jeroen van Kwawegen, Andy Langenkamp, Angélique Laskewitz, Roderick MacDonald, Philip Menco, Tjarda Molenaar, Gabriel Möllerberg, Stephanie Mooij, Philipp Mueller, Bas Nagtzaam, Daan Nijssen, Mary Pieterse-Bloem, Ana Victoria Quaas, Pim Rank, Jenze Sibma, Hanimario Stefanus, Arjen Tebbenhof, Saskia Verbunt, Jacqueline Verhulst, Esther Waal, Rupert Welchman, Ineke de Wilde en Victor van Will.

FOTOGRAFIE

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

OPMAAK

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

DRUK EN DISTRIBUTIE

Scope Business Media in samenwerking met PreVision

ADVERTENTIES

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

UITGEVER

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

ABONNEMENTEN

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

DISCLAIMER

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



Foto: Ruben Eshuis Photography

Jolanda de Groot / Hoofdredacteur

Rondom de Amerikaanse verkiezingen was het onrustig op de beurzen. Onzekerheid wordt nu reënmaal niet gewaardeerd. De discussies in de media gingen vooral over de vraag welke president het beste zou zijn voor de Amerikaanse economie en de beurzen. Joe Biden kwam met het grootste fiscale stimuleringsprogramma. Hij opteerde ook voor een Green Deal voor de Verenigde Staten.

De Fed en de ECB hebben aangegeven met verdere steunmaatregelen te komen als dat nodig is om de coronacrisis te bestrijden. De ECB rekt daarmee zijn oorspronkelijke mandaat van hoeder van de prijsstabiliteit steeds verder op. Verder meent de ECB tegenwoordig ook staten monetair te moeten financieren, zodat landen als Italië niet in de problemen komen, de eurozone overeind blijft en alle EU-overheden hun fiscale coronaondersteuningsprogramma's kunnen doorvoeren, zonder dat de rente verder hoeft op te lopen.

Een oplopende rente is funest voor de prille economische groei en de steeds groter wordende schuldenberg. De extreem lage rente op investment grade-obligaties stelt beleggers voor grote uitdagingen. Waar kan de noodzakelijke yield worden geoogst?

Prof. Dr. Mary Pieterse-Bloem, Hoogleraar Financial Markets en Hoofd Obligatiebeleggen bij ABN AMRO, geeft in het coverinterview aan dat de financiële wereld door de coronacrisis in een nieuwe fase van kwantitatieve verruiming terecht is gekomen. 'De centrale banken en de overheden opereren hierin als een tandem. Zo wordt de fiscale stimulering vanuit de overheden gedeeltelijk monetair gefinancierd. Dit alles heeft invloed op de inrichting van obligatieportefeuilles. De airbag-functie in de obligatieportefeuille neemt af.' Pieterse-Bloem verwacht dat beleggingsportefeuilles een steeds grotere illiquide component zullen krijgen.

Een van de illiquide beleggingscategorieën die zich mag verheugen in een zonnige toekomst is Private Equity, aldus de deelnemers aan de Ronde Tafel over deze asset class. De toekomst ziet er positief uit, zelfs als rekening wordt gehouden met de onzekerheid rondom de coronapandemie en de nasleep van de Amerikaanse verkiezingen. Voor de komende twintig jaar zou er zo'n 20% IRR mogelijk moeten zijn. De toekomstige rendementen hangen waarschijnlijk sterk af van de selectie van managers, oftewel het selecteren van de juiste PE-beheerders. Daarnaast doet de selectie van sectoren ertoe. De middle market wordt als het meest kansrijk gezien. Opkomende markten bieden geen toegevoegde waarde in termen van een beter risico-rendementsprofiel in vergelijking met ontwikkelde markten. Voor de kortere termijn zien de deelnemers van de Ronde Tafel vooral een flight to quality, ofwel naar de grotere deals in de sectoren die juist profiteren van de coronacrisis.

In deze editie treft u, zoals u van ons gewend bent, nog veel meer interessante interviews, artikelen en columns aan over uiteenlopende onderwerpen.

Ik wens u veel leesplezier!

Financial Investigator geeft 8 keer per jaar een magazine uit, organiseert seminars, educatieve bijeenkomsten en ronde tafels, publiceert dagelijks nieuws op haar website en verspreidt actuele artikelen via nieuwsbrieven, Market Updates en partnermailings. Binnenkort ontvangt u van ons een link naar ons lezersonderzoek. Wij zouden het bijzonder op prijs stellen als u 2 minuten de tijd neemt om een aantal vragen te beantwoorden, zodat wij ons magazine, onze events en onze digitale uitingen nog beter af kunnen stemmen op uw wensen en behoeften. Alvast hartelijk dank voor uw medewerking!

ALLEEN VOOR PROFESSIONELE BELEGGER.

ES ETHISCH BELEGGEN IMPA EF **DUURZAAM** GEÏNTEGREE PORTAGE CRITERIA TOEKOM ENE OBLIGATIES **BELEGGEN** EWARDSHIP KLIMAATRISICO GLOBAL COMPACT UITSLUITIN EU **WORDT** SAMENLEVING GO EID VERANDERING ESG-SCOR EGRATIE **EENVOUDIGER** VISI OLSTOFVOETAFDRIK SCREE

iShares. Duidelijk over duurzaamheid.

Indexbeleggen kan je meer houvast geven
bij de opbouw van een duurzame portefeuille.

Beleg in grotere perspectieven.

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

Tot 31 december 2020, uitgegeven door BlackRock Investment Management (UK) Limited, erkend en gecontroleerd door de Financial Conduct Authority ("FCA"), waarvan het hoofdkantoor is gevestigd 12 Throgmorton Avenue, London, EC2N 2DL, Engeland, Tel +44 (0)20 7743 3000. Voor uw bescherming worden telefoongesprekken gewoonlijk opgenomen. BlackRock is een handelsnaam van BlackRock Investment Management (UK) Limited. Raadpleeg de website van de Financial Conduct Authority ("FCA") voor een lijst van geautoriseerde activiteiten die door BlackRock worden uitgevoerd. Vanaf 31 december 2020, in het geval waarin het Verenigd Koninkrijk de Europese Unie verlaat zonder een overeenkomst te zijn aangegaan met de Europese Unie die ondernemingen in het Verenigd Koninkrijk in staat stelt om financiële diensten in de Europese Unie aan te bieden ("No Deal Brexit situatie"), is de uitgever van dit materiaal:

-BlackRock Investment Management (UK) Limited voor alle gebieden buiten de Europese Economische Ruimte; en

-BlackRock (Netherlands) B.V. voor binnen de Europese Economische Ruimte,

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. Elk onderzoek in dit document is ingekocht en kan door BlackRock voor eigen doeleinden zijn uitgevoerd. De resultaten van dergelijk onderzoek worden slechts incidenteel ter beschikking gesteld. De geuite meningen vormen geen investering of enig ander advies en zijn aan verandering onderhevig. Zij geven niet noodzakelijkerwijs de standpunten van een onderneming van de BlackRock Groep of een deel daarvan weer en er wordt geen garantie gegeven dat zij accuraat zijn. Dit document dient uitsluitend ter informatie en vormt voor niemand een aanbod of uitnodiging om te investeren in BlackRock-fondsen en is niet opgesteld in verband met een dergelijk aanbod. © 2020 BlackRock, Inc. Alle rechten voorbehouden. 1367183.

iShares[®]
by BlackRock

Coververhaal

- 12 Beleggers zetten door corona steeds meer in op aandelen en illiquide beleggingen,** Interview met Mary Pieterse-Bloem, ABN AMRO Private Banking

Thema ESG & Impact Investing

- 40 Paneldiscussie 'How to implement the SDGs?'**
- 46 Driving positive change through engagement,** Interview met Ana Victoria Quaas, Fidelity International
- 50 Impact Investing as the next normal,** GIIN

Thema Alternative Fixed Income

- 52 Alternative credit: een overzicht,** Harry Geels
- 54 Private Credit steeds belangrijker in de beleggingsportefeuille,** Interview met Johan Idema en Victor van Will, MN
- 56 Can sustainability reporting reduce financing costs?,** Schroders
- 60 Frontier debt has come of age,** UBP
- 66 Het einde van de gebalanceerde portefeuille,** Comgest

Wetenschap en praktijk

- 8 Bedrijven kunnen wereld redden,** Interview met Prof. Rebecca Henderson, Harvard University
- 16 Bedenk goed waar je echt energie van krijgt,** Interview met Daan Heijting, The Executive Network
- 20 Ronde Tafel Private Equity**
- 34 Shareholder litigation: best practices voor pensioenfondsen,** BLB&G
- 36 De ondergang van hedge funds?,** AF Advisors

Gesponsord

- 30 Beleggingsbeleid in het nieuwe pensioencontract,** Aegon Asset Management
- 44 Financiële inclusie: inclusief financieel rendement,** ACTIAM
- 48 Aegon AM and ABN AMRO launch Impact Equity Strategy,** Aegon Asset Management



Beleggers zetten door corona steeds meer in op aandelen en illiquide beleggingen
12



Bedrijven kunnen wereld redden
8



Paneldiscussie ‘How to implement the ESGs?’
40



*Ronde Tafel
Private Equity*
20

- 58 **Cautiously constructive in a crisis: why we’ve maintained our CCC overweight**, PGIM
- 62 **Kwantitatieve creditbelegger vormt mooie aanvulling op fundamentele belegger**, Quoniam Asset Management

Columns

- 19 **CFA Society VBA Netherlands:** Ons pensioenstelsel, from Good to Great!
- 29 **IVBN:** Een tweede coronagolf? Gevolgen voor commercieel vastgoed
- 33 **Thijs Jochems:** De wereld post-COVID-19: ander gebruik gereedschapskist voor beleggen is noodzaak
- 38 **Han Dieperink:** De groene taxonomie
- 65 **Pim Rank:** AIFMD-bewaarder: bewaarder, bewaker en gevangene?
- 70 **Andy Langenkamp,** Rebel without a cause onbedoeld de Brexit-afgrond in?

Rubrieken

- 68 Boeken
- 71 On the move special: **Laurent Guntenaar**
- 72 On the move kort

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

RWE

Weer en wind: een win-winsituatie.

Schone, betrouwbare elektriciteit die betaalbaar is? Voor ons geen tegenstrijdigheid. Integendeel, daar werken we met veel energie aan en investeren alleen al tot 2022 vijf miljard euro netto. Daarvan profiteert iedereen. Met name de volgende generaties. Het nieuwe RWE. Klimaatneutraal vanaf 2040.



[rwe.com](https://www.rwe.com)

NN IP: Markt voor groene obligaties in drie jaar naar 2 biljoen euro

De wereldwijde markt voor groene obligaties zal volgens NN Investment Partners (NN IP) groeien van circa EUR 662/672 miljard nu naar EUR 1 biljoen eind 2021 en EUR 2 biljoen eind 2023. NN IP waarschuwt echter dat beleggers heel goed moeten kijken naar de beoordelingen van groene obligaties, want ongeveer 15% van de emissies is afkomstig van bedrijven die betrokken zijn bij controversiële praktijken die in strijd zijn met milieunormen.

De groei van de markt wordt vooral gedreven door de sterke vraag vanuit beleggers die hun portefeuilles willen 'vergroenen' en de snel toenemende populariteit van groene obligaties bij Europese emittenten. Deze vraag zal volgend jaar een verdere impuls krijgen door de introductie van de Green Bond Standard van de Europese Unie.

Dit wordt waarschijnlijk de wereldwijde standaard voor groene obligaties en zal de transparantie en rapportage op de markt

voor duurzame obligaties verder verbeteren. De Europese Unie is daarnaast van plan om meer dan 30% van haar economische COVID-19-steunpakket ter waarde van EUR 750 miljard te reserveren voor projecten die met groene obligaties worden gefinancierd.

In de Verenigde Staten wordt de uitgifte gedreven door grote bedrijven die willen laten zien dat ze een meer verantwoordelijk en duurzaam beleid voeren. De coronacrisis heeft deze beweging versterkt. In Azië krijgt de uitgifte van groene obligaties een impuls door de ambitie van China om vóór 2060 klimaatneutraal te zijn.

Groene obligaties zijn vergelijkbaar met traditionele vastrentende waarden, maar worden specifiek gebruikt voor de financiering van projecten die milieuvordelen opleveren. Ze vormen een effectief instrument voor emittenten om de klimaattransitie te financieren en voor beleggers om een meetbare positieve impact op het milieu te hebben.



Foto: Archief/Jacqueline Verhulst

De agenda van Jacqueline Verhulst

PRIORITEITEN ZAKELIJK

- Samen met Mechteld zorgen dat we bij PUIK Pensioenadvies de juiste balans houden in onze werkzaamheden: uitvoerend, adviserend en als toezichthouder.
- Door te netwerken, opleidingen te volgen en informatie te verzamelen up-to-date blijven in de snel veranderende pensioenwereld.
- In alle mogelijke functies die we voor pensioenuitvoerders vervullen het doel (de uitvoering van de afgesproken pensioenregeling voor alle betrokkenen zo goed mogelijk realiseren) steeds in het oog houden.
- Altijd kwaliteit leveren. Als dat niet kan, doen we de klus niet.
- Plezier hebben in wat we doen!

OOK PRIORITEIT

- Eten met mijn gezin en vrienden. Ontbijt, lunch, borrel of diner, het maakt niet uit. Lekker eten in goed gezelschap is belangrijk voor me.
- Sporten... Als je lekker eet en wel in je kleding wilt blijven passen, is sporten een must. En inmiddels vind ik het zelfs leuk! Meer passief kijk ik graag naar de voetbalwedstrijden van mijn drie kinderen.
- Met vier middelbareschoolgangers in huis (drie pubers en een man die lesgeeft) zijn ook de prioriteiten die zij hebben voor mij belangrijk. Een familieagenda helpt.
- Plezier hebben in wat ik doe!

212 miljoen euro voor PFZW belegd in nieuwe EU SURE-obligaties

PGGM heeft voor Pensioenfonds Zorg en Welzijn (PFZW) voor 212 miljoen euro belegd in nieuwe obligaties uitgegeven door de Europese Unie. Het gaat om de eerste emissie in het zogeheten SURE-programma, waarmee de EU haar lidstaten in staat stelt maatregelen te financieren die nodig zijn voor economisch herstel in verband met de coronacrisis. In totaal heeft de Europese Unie vandaag voor 17 miljard euro uitgegeven aan obligaties met 10-jaars en 20-jaars looptijd. De emissie van deze nieuwe obligatie was bijna veertien keer overtekend.

Het SURE-programma van de EU bestaat uit leningen voor verschillende doeleinden, waaronder het financieren van arbeidstijdverkorting voor ondernemingen die als gevolg van corona een groot deel van hun omzet zien wegvallen. Ook komen specifieke maatregelen ter verbetering van de gezondheidszorg in EU-landen in aanmerking voor deze financiering. De centrale financiering hiervan door de EU kan bijdragen aan lagere rentelasten voor lidstaten en minder druk op de nationale staatsobligatiemarkten.

De EU SURE-obligaties worden uitgegeven als Social Bonds die bijdragen aan het meten van de SDG 3 (gezondheid en welzijn) en 8 (fatsoenlijk werk en economische groei). Hiermee draagt deze belegging bij aan het impact-thema gezondheidszorg, waar PFZW zich op richt.

Voor PFZW passen deze obligaties goed in de portefeuille voor renteafdekking. De vergoeding van 3 basispunten (0,03%) voor de 10-jaars looptijd en 14 basispunten (0,14%) voor de 20-jaars looptijd boven de swaprente geeft een aantrekkelijk rendement voor een obligatie die van de meeste kredietbureau's een AAA-status heeft gekregen.

ABP meest duurzame pensioenfonds

De VBDO maakte tijdens de live uitzending van Financial Investigator voor pensioenfondsen op 26 oktober de jaarlijkse prestaties bekend van het verantwoord beleggingsbeleid van Nederlandse pensioenfondsen, met steun van FNV. De benchmark beoordeelt de 50 grootste pensioenfondsen van Nederland, samen goed voor 92% van het beheerd vermogen met een totale waarde van meer dan € 1.435 miljard. Uit het uitvoerig onderzoek komen ook de prestaties van de sector als geheel naar voren. Hieruit blijkt onder andere dat er op het gebied van beleid al flinke stappen zijn gemaakt de afgelopen jaren, maar er nog te winnen valt in de vertaling naar praktisch. Voor het derde jaar op rij is ABP het hoogst scorende pensioenfonds, met een score van 4,3 uit een maximum van 5.

'De VBDO heeft ook dit jaar weer uitdagende criteria opgenomen in de benchmark. Een benchmark die aanzet tot actie op belangrijke vraagstukken rond duurzaam en verantwoord beleggen. ABP is zeer blij met de 1ste plaats en trots dat dit het derde jaar op rij is. ABP heeft in het nieuwe duurzaam en verantwoord beleggingsbeleid expliciet doelen opgenomen voor drie belangrijke transitie die gaande zijn in de samenleving: klimaatbeleid, grondstoffenschaarste en digitalisering. We zien op deze terreinen grote urgentie én kansen om onze bijdrage te leveren aan een duurzame samenleving. En we werken hierop graag weer samen met de wetenschap, overheid en andere pensioenfondsen, en zo ook via de benchmarks van de VBDO.'

ABP wordt op de voet gevolgd door BPF Bouw (4,0) en PME (3,9). Pensioenfonds Huisartsen klimt van plek 46 naar 22 en is daarmee de snelste stijger.

Achmea Pensioenservices verwelkomt SPH als nieuwe klant

Stichting Pensioenfonds voor Huisartsen (SPH) heeft de intentie om de pensioenuitvoering vanaf 1 januari 2022 onder te brengen bij Achmea Pensioenservices. Het betreft een contract voor een periode van vijf jaar. SPH kent ruim 20.000 deelnemers, waarvan 11.700 actief, 1.300 niet actief en 7.000 gepensioneerd.

Arjan van de Griend, directeur Pensioenfondsen & Advies bij Achmea Pensioenservices: 'Wij zijn trots dat SPH voor ons heeft gekozen. Wij zien hierin een bevestiging van onze visie op de pensioenmarkt en de strategische keuzes die wij hebben gemaakt. De klik tussen SPH en onze organisatie is erg goed. Wij hebben jarenlange ervaring met de beroepspensioenfondsen voor fysiotherapeuten, dierenartsen en verloskundigen en zijn enorm gemotiveerd om nu ook met de huisartsen te gaan werken.'

De afspraken tussen SPH en Achmea Pensioenservices zijn vastgelegd in een Letter of Intent en zullen de komende tijd verder worden uitgewerkt in contracten. De overstap naar Achmea Pensioenservices valt voor SPH samen met de overgang naar een nieuwe pensioenregeling. Vanaf 1 januari 2022 bestaat de pensioenregeling van SPH uit een premiereregeling met een individuele opbouwfase en een collectieve uitkeringsfase. SPH beheert een vermogen van bijna € 12 miljard. Het pensioenfonds heeft het fiduciair management sinds 2018 uitbesteed aan Achmea Investment Management.

Bedrijven kunnen wereld redden

DOOR JOOST VAN MIERLO

Bedrijven kunnen de wereld van de ondergang redden, maar dan moet de knop wel om van het behagen van aandeelhouders op de korte termijn naar een ambitieuze visie voor de langere termijn.

Dat is de boodschap van Rebecca Henderson. Ze is hoogleraar aan Harvard University, waar haar cursus 'Reimagining Capitalism' een populair onderdeel vormt van de prestigieuze managementopleiding. Die cursus heeft geleid tot een eerder dit jaar verschenen boek met dezelfde titel. Het is geen theoretische studie. Henderson kijkt voortdurend naar ondernemingen die een voorbeeld kunnen zijn voor de rest van het bedrijfsleven.

Henderson is door en door vertrouwd met de dagelijkse bedrijfsvoering. Ze is een veelgevraagd commissaris en werd afgelopen jaar door de Financial Times uitgeroepen tot een van de meest tot de verbeelding sprekende bedrijfsbestuurders ter wereld.

Tijdens een recente voordracht aan de London School of Economics lichtte Henderson haar gedachten toe.

'Kapitalisme is een fantastische uitvinding. Maar het werkt niet. Het is toe aan een urgente restauratie. Kapitalisme is immers afhankelijk van een situatie waarbij prijzen een reflectie zijn van de werkelijke kosten. En dat is niet langer het geval.

Neem het klimaatprobleem. Laten we zeggen dat ik voor 10 dollar aan elektriciteit kan kopen die is opgewekt door kolencentrales. Dat is de prijs die ik betaal op de markt. Maar het opwekken van de energie heeft ervoor gezorgd dat er 8 dollar aan kosten zijn met betrekking tot directe gezondheidsklachten. En daarnaast zijn er 8 dollar aan kosten als gevolg van klimaatverandering. De werkelijke kosten bedragen dus 26 dollar. Maar deze zijn niet gereflecteerd in de prijs.

Kapitalisme is een fantastische uitvinding. Maar het werkt niet. Het is toe aan een urgente restauratie.

Het antwoord van de economische leerboeken is dat je ervoor moet zorgen dat de prijs de werkelijke kosten reflecteert. Door een prijs toe te kennen aan de kosten van vervuiling, kunnen aanbieders van zonne-energie en windenergie concurreren zonder dat dit hun leven extreem lastig maakt.

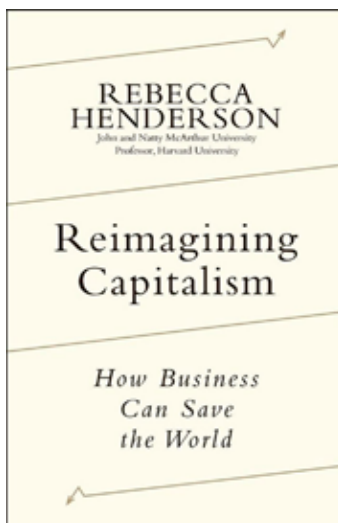
Hetzelfde geldt voor een fenomeen als ongelijkheid. Volgens de leerboeken moet je zorgen voor goed onderwijs, een fatsoenlijke gezondheidszorg en voor cursussen op de werkvloer, waardoor het talent van mensen volledig wordt benut.

Dat is wat de leerboeken economie je vertellen. Wat je nodig hebt, is een vrije markt, een democratisch gekozen transparante regering en een op basis van krachtige burgerrechten opererende samenleving. Dan hebben we het over een samenleving met een vrije en gerespecteerde media, onafhankelijke rechtspraak en tal van organisaties die de vinger aan de pols houden.

In de praktijk zien we echter dat dit vooralsnog niet lijkt te werken. Wat we zien, is een overheid die onder enorme druk staat. Steeds meer mensen hebben het gevoel dat ze geen eerlijke kans krijgen. Steeds meer mensen vragen zich ook af of hun kinderen wel dezelfde kansen krijgen die zijzelf hebben gehad.

Een belangrijke oorzaak voor het wantrouwen is de toenemende ongelijkheid. Het klopt dat de nationale inkomens de laatste 25 jaar zijn gestegen, maar tegelijkertijd moet je constateren dat het grootste deel van de welvaart terecht komt bij de rijkste 1%, 2% of 5% van de bevolking. Dat zorgt voor een toenemende twijfel over wiens belangen bedrijven en regeringen vertegenwoordigen.

Je merkt dat mensen het gevoel hebben dat alleen de elite profiteert en dat diezelfde elite geen interesse in hen heeft. Dat is de oorzaak van het groeiende populisme wereldwijd. Het heeft er ook voor gezorgd dat instituten als de vrije



Door een prijs toe te kennen aan de kosten van vervuiling, kunnen aanbieders van zonne-energie en windenergie concurreren zonder dat dit hun leven extreem lastig maakt.

media, de onafhankelijke rechtspraak en de democratie als geheel onder druk staan.

De onvrede vertaalt zich in de behoefte aan een krachtige leider. Mensen willen het gevoel hebben dat er iemand is die hun onvrede aanvoelt en er een antwoord op heeft. Het is de oudste leugen ter wereld. Je ziet het overal in landen om ons heen gebeuren. In Turkije, in Hongarije, in Polen en inderdaad misschien ook in mijn eigen Verenigde Staten.

Maar wat is het antwoord dan wel? Ik ben er heilig van overtuigd dat bedrijven in staat zijn om de wereld te redden. Ik denk dat er voor bedrijven een morele reden is om de strategie om te gooien en te doen wat 'juist' is. Die drijfveer is heel belangrijk, maar ik loop al langer rond dan vandaag. Ik heb vijftientig jaar ervaring in het bedrijfsleven en geef les aan een managementopleiding, dus ik begrijp dat het uiteindelijk gaat om het maken van winst.

Maar ook als je puur kijkt naar het maken van winst, is er een goede reden om de strategie aan te passen. Kijk maar naar klimaatverandering. Het is een van de meest serieuze bedreigingen voor bedrijven als we naar de wat langere termijn kijken. Tal van kuststeden zijn in gevaar als gevolg van de stijging van de zeespiegel. Het zal voor een migratie zorgen van honderden miljoenen mensen. Elke onderneming zal de gevolgen daarvan ondervinden.

Hetzelfde geldt voor de gevolgen van klimaatverandering voor de landbouw. Oogsten zullen mislukken of de opbrengsten zullen lager uitvallen. Er zullen oorlogen uitbreken als gevolg van de conflicten om toegang te verkrijgen tot voldoende voedsel en water. Afgelopen zomer is er meer dan 1 miljoen hectare aan bossen verbrand in Californië. Mensen zeggen nu dat dit de heetste zomer is geweest in de afgelopen honderd jaar. Maar dat is niet de juiste manier om het probleem te benaderen. Afgelopen zomer zal juist de meest koele zomer voor de komende honderd jaar blijken te zijn geweest. Dat maakt duidelijk wat het probleem is.

Maar bedrijven moeten zich ook afvragen waar hun personeel in de toekomst vandaan komt als de ongelijkheid verder toeneemt. Bedrijven zijn dus gebaat bij goede scholing en bij een maatschappij die mogelijkheden biedt aan iedereen. Het antwoord dat je vaak hoort, is dat dit wel geldt voor het

bedrijfsleven als geheel, maar dat het onmogelijk is om alle problemen als onafhankelijk bedrijf op te lossen. Het is een beetje hetzelfde probleem als bij het kopen van zonnepanelen. Je kunt die kopen, maar je buurman, die geen panelen koopt, profiteert net zoveel als jij.

Ondernemers verzuchten vaak dat ze begrijpen dat het onderwijs moet worden verbeterd en de toegang tot goede gezondheidszorg gemakkelijker moet worden. Ze maken zich zorgen over het democratisch proces, maar ze vertellen ook dat ze het al druk genoeg hebben met andere dingen.

Laat ik het verhaal vertellen van mijn kennis Erik Osmundsen, bestuursvoorzitter van het Noorse afvalbedrijf Norsk Gjenvinning (NG). Voordat hij CEO werd, had Erik een aantrekkelijke baan bij een private equity-bedrijf in Noorwegen. Het leiden van een afvalbedrijf leek aanvankelijk niet zo aantrekkelijk, het blijft nu eenmaal afval, maar Erik zag het als een uitdaging. Hij begreep dat het hergebruiken



Foto: Archief Rebecca Henderson

CV

- 2020 Boek: Reimagining Capitalism
- 2015 Boek: Leading Sustainable Change
- 2011 Boek: Accelerating Energy Conservation
- 2011 Hoogleraar Harvard University
- 2003 Commissaris Idexx Laboratories
- 1999 Hoogleraar MIT
- 1988 Assistent-hoogleraar MIT
- 1983 Promotieonderzoek Harvard University
- 1978 Studie Mechanical Engineering, MIT
- 1960 Geboren in Londen

van afval een belangrijke rol zou gaan spelen in een duurzame samenleving.

Hij schrok van wat hij aantrof in het bedrijf. Zijn bedrijf was door en door corrupt. Dat gold feitelijk voor de hele sector. Op tal van manieren werden de kosten gedrukt door regels te overtreden. Medisch afval werd op grote schaal bij regulier afval gestort. Giftige stoffen werden in de buurt van Oslo in de zee gestort. Het was de enige manier om winst te maken, was het verhaal.

Erik besloot daar rigoureus een einde aan te maken. Hij nam het besluit om afval volgens de regels te scheiden en de hogere kosten van de afvalscheiding door te berekenen aan zijn klanten.

Het zorgde aanvankelijk voor grote problemen. De helft van zijn management-team was het niet eens met zijn beslissing en vertrok, intussen tal van klanten met zich meenemend. Hij kreeg problemen met tal van concurrenten. Ze waren niet blij met de nieuwkomer die de vuile was van de sector buiten hing.

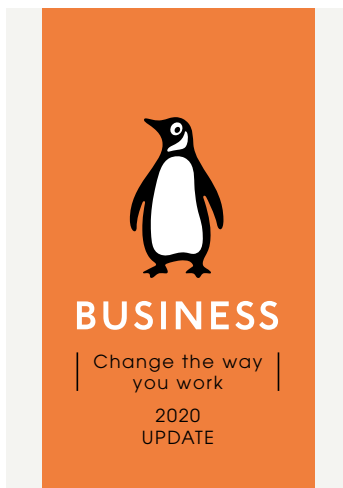
Maar dat was niet de enige reactie. Veel van zijn collega's waren blij met de veranderingen. De meeste mensen doen nu eenmaal graag wat goed is. Het zorgde voor een nieuw soort enthousiasme binnen de onderneming. Met dit nieuwe enthousiasme werden tal van manieren gevonden om op legale manier kosten te besparen.

Erik was in staat om zijn belangrijkste aandeelhouders te overtuigen. Ze twijfelden aanvankelijk, maar besloten om de onderneming voorlopig het voordeel van de twijfel te geven. Datzelfde gold voor een aantal belangrijke klanten. Ze accepteerden de hogere kosten die noodzakelijk waren als gevolg van de nieuwe werkwijze.

Door de publiciteit die NG kreeg, werd het vrijwel onmogelijk voor de toezichthouder om zich afzijdig te houden. Dat betekende weer dat de concurrenten die de meest ernstige overtredingen maakten niet langer in staat waren om te overleven.

De problemen negeren, betekent dat het rendement in de toekomst onder druk komt te staan. Bovendien kan een aantrekkelijk rendement worden behaald door te investeren in bedrijven die een pioniersrol vervullen.

NG nam tal van ondernemingen over en was als gevolg van de schaalvoordelen zeer succesvol. De onderneming heeft voor een transformatie gezorgd voor de afvalindustrie in heel Scandinavië en is nu van plan hetzelfde te doen in de rest van Europa. Het is het levende bewijs dat het mogelijk is voor bedrijven om de wereld te veranderen.



Kijk, Erik is de eerste om toe te geven dat hij geen held is. Hij is afhankelijk van een team van medewerkers die gezamenlijk zorg dragen voor dit succesverhaal. Maar het verhaal bewijst ook dat het mogelijk is om winst te maken met het op een fatsoenlijke manier oplossen van problemen waar we mee worden geconfronteerd. Want dat is het doel waar het uiteindelijk om draait. Het maken van winst, of het creëren van aandeelhouderswaarde, is slechts een middel om dat doel te bereiken.

Dit is de manier waarop kapitalisme nieuw leven wordt ingeblazen. Dit is de manier waarop nieuwe bedrijfsmodellen gangbaar worden. Met ondernemingen die ervoor zorgen dat hun werknemers een waardig bestaan leiden. Waar werknemers met respect worden behandeld, waar ze een fatsoenlijk loon krijgen, met redelijke voorzieningen en de mogelijkheden om zichzelf te ontwikkelen.

Het is in het belang van beleggers en vermogensbeheerders. Dit zijn de ondernemingen die de problemen van de toekomst aanpakken. De problemen negeren, betekent dat het rendement in de toekomst onder druk komt te staan. Bovendien kan een aantrekkelijk rendement worden behaald door te investeren in bedrijven die een pioniersrol vervullen.

Het is ook de manier om concurrenten ervan te overtuigen de nieuwe manier van werken te omarmen. En dat is uiteindelijk weer de manier om democratie te hervormen. Want elke regering weet dat deze bedrijven, die bezig zijn met het verbeteren van de levensomstandigheden, over hun schouders meekijken.' «

Aandeelhouderswaarde is geen doel op zichzelf.

Maatschappelijk verantwoorde bedrijven zijn een voorwaarde voor een goed functionerende democratie.

Beleggers kunnen het zich niet veroorloven maatschappelijke problemen te negeren.



SHAPING THE FUTURE OF QUANT.

Incorporating sustainable management

▶ >40% of assets are managed in line with sustainable criteria

▶ 20 years of expertise in multi-factor investing

▶ Technological innovator in active asset management



Beleggers zetten door corona steeds meer in op aandelen en illiquide beleggingen

DOOR HARRY GEELS

De financiële wereld is door de coronacrisis in een nieuwe fase van kwantitatieve verruiming terechtgekomen. De centrale banken en de overheden opereren hierin als een tandem. Zo wordt de fiscale stimulering vanuit de overheden gedeeltelijk monetair gefinancierd. Dit alles heeft invloed op de inrichting van obligatieportefeuilles, zo betoogt Mary Pieterse-Bloem, Hoogleraar Financial Markets en Hoofd Obligatiebeleggen bij ABN AMRO. 'De airbag-functie in de obligatieportefeuille neemt af.'

Waar liggen op dit moment de kansen bij obligaties?

'De obligatiemarkten zijn de laatste twintig jaar steeds breder en diverser geworden. Zo zijn bijvoorbeeld de bedrijfsobligatiemarkten, waaronder ook high yield en Emerging Market Debt (EMD), sterk gegroeid. Wij onderscheiden bij ABN AMRO nu twee rollen voor obligaties: die van kapitaalsbehoud en die van rendement tegen hoger risico. Veel vermogensbeheerders hebben de laatste jaren meegedaan aan de verschuiving van obligaties die voldoen aan het kenmerk kapitaalsbehoud naar obligaties met een hogere yield, ofwel de bekende 'search for yield'. Hierdoor is een grotere correlatie tussen het obligatiedeel en het aandelendeel van de portefeuille ontstaan. Wij beleggen nu wat betreft obligaties bewust in beide delen. Zo behouden we de airbag-functie van de veiligere obligaties en voegen we meer yield toe met bedrijfsobligaties en EMD.

Dat gezegd hebbende is er door de coronacrisis een nieuwe kaalslag in yields ontstaan, waardoor in het veilige obligatiedeel nog meer obligaties met een negatieve yield zitten. Wat nieuw is aan deze crisis, is dat nu ook Amerikaanse staatsobligaties bijna niets meer opleveren.

Het is verder mijn verwachting dat de rentes zowel in Europa als de Verenigde Staten voorlopig niet omhoog zullen gaan. Daardoor zijn we in het veilige deel van de obligatieportefeuille opgeschoven van staatsleningen naar investment grade-

Beleggingsportefeuilles zullen een steeds grotere illiquide component krijgen.

bedrijfsobligaties, waar grosso modo nog zo'n 1% meer yield te oogsten is. Maar dan wel actief, want zo'n 40% van de investment grade-bedrijfsobligaties rendeert inmiddels ook al negatief. Tot slot, door meer te gaan beleggen in investment grade-bedrijfsobligaties, high yield en EMD is het tegenwicht voor aandelen in onze portefeuilles afgenomen.'

En alternative fixed income dan?

'Wij inventariseren momenteel de mogelijkheden om in meer vormen van alternative fixed income te beleggen dan we tot op heden doen. De sub-segmenten hiervan bieden een extra risicopremie, namelijk de illiquiditeitspremie, zeg maar de vierde risicopremie bij obligaties naast de termijn-, krediet- en valutarisicopremies. Veel analisten, en dan vooral die uit de academische hoek, stellen dat de valutarisicopremie op de lange termijn niet bestaat. Wij denken dat die met goede timing wél te oogsten is, maar alleen bij de wat extremere koersbewegingen, dus vooral door contrair in zwaar afgestrafte valuta's te stappen. Zo zijn we eind 2018 in EMD Local Currency gaan beleggen, omdat we vonden dat veel lokale valuta's van opkomende markten erg afgestraft waren.

Wij kijken, vanwege de potentiële illiquiditeitspremie, ook naar private debt, omdat het een sterk groeiende beleggingscategorie is die ook gevarieerder wordt, mede door de terugtrekking van de banken uit de leningenmarkten. Tot nu toe hebben voornamelijk de grote beleggers, pensioenfondsen, verzekeraars, Sovereign Wealth Funds en family offices de plaats van de banken ingenomen. Vaak zien we overigens dat dit type beleggers vooral belegt in private leningen gekoppeld aan projecten, bijvoorbeeld infrastructuur of nieuwe energie. Er is met private debt dus ook

een mooie koppeling te maken met duurzaam beleggen. Deze markten voor particulieren ontsluiten is echter gemakkelijker gezegd dan gedaan. Particulieren hebben namelijk een grotere liquiditeitswens dan institutionele beleggers. Ze worden bovendien beschermd door allerlei regels, zoals MiFID. Voor particulieren is alternative fixed income nog een ontdekkingstocht, waarvan we nog maar aan het begin staan.'

Wat was voor u tijdens de coronacrisis de meest spectaculaire ontdekking over obligaties?

'In het midden van de crisis kregen we ineens te maken met de slechte verhandelbaarheid van staatsleningen. Volgens de handelaren van onze trading desks kwam dat doordat er op een gegeven moment zóveel gebeurde - van onzekerheid over het virus, lockdowns en monetaire verruimingen tot fiscale bazooka's - dat het voor de handelaren te risicovol was om trades te quoten waarop ze direct konden worden geraakt. De veilige haven was dus niet altijd bereikbaar en dat was best wel schokkend.

De opkoopprogramma's van de centrale banken dragen verder natuurlijk ook niet bij aan de liquiditeit. Momenteel doe ik vanuit mijn rol als Hoogleraar Financial Markets aan de Erasmus School of Economics onderzoek naar de invloed van de ECB op de liquiditeit. Het antwoord laat zich waarschijnlijk al raden. Handelaren weten dat er een grote koper in de markt zit en dit geeft een bepaalde scheefheid bij het afgeven van de prijzen en volumes. Ik vraag me af of de ECB zich in voldoende mate bewust is van deze onbedoelde bijeffecten van zijn beleid.'

Wat zijn voor u de erfenissen van corona voor obligatiemarkten?

'We zitten door corona weer in een nieuwe fase van kwantitatieve verruiming, aangevuld met hulp van de overheden die tegelijkertijd fiscaal stimuleren. Overheden en centrale banken werken dus als een tandem samen. Sterker nog, het is een een-tweetje waarbij de overheids-bestedingen monetair worden gefinancierd. Dat is prettig, want zo hoeven de bestedingen niet te worden gefinancierd door bijvoorbeeld hogere belastingen. De centrale bankbalansen worden echter wel verder opgeblazen en datzelfde geldt natuurlijk voor de overheidsschulden. De schuldquoten verslechteren; voor sommige eurolanden, zoals Italië, naar zorgelijke niveaus.'

Wat zijn de gevolgen van deze ongekende stimuleringen?

'Ten eerste dat de rente voorlopig laag zal blijven. Er is voorlopig eigenlijk geen weg terug. Een stijgende rente zou voor landen met veel schulden funest zijn. Pas bij een nieuwe economische hausse kan het beleid wellicht weer stapje voor

Door meer te gaan beleggen in investment grade-bedrijfsobligaties, high yield en EMD is het tegenwicht tegen aandelen in onze portefeuilles afgenomen.

stapje teruggedraaid worden. Ten tweede dat een steeds lagere rente - via het disconteren van toekomstige kasstromen - de aandelenwaardering doet stijgen.

De grote vraag is natuurlijk wel wat het eindspel is voor de schulden van bijvoorbeeld Italië. De ECB zal proberen de Italiaanse rente onder de economische groeivoet te houden. Dit faciliteert een 'beautiful deleveraging'. Maar mogelijk zal straks toch een deel van de schulden afgestempeld moeten worden, waarbij de vraag rijst welke beleggers dan het verlies nemen: de private beleggers, de institutionele beleggers of alleen de ECB? De minst schadelijke voor de financiële markten is natuurlijk de route via de ECB-balans, maar dat doet ook iets met het vertrouwen in het monetaire stelsel. Tot slot kunnen de obligaties die vanwege het Europese Herstelfonds worden uitgebracht de voorloper zijn van echte Eurobonds met een fiscale unie, waar de Italiaanse schulden dan in opgaan en waarbij er een Europese minister van Financiën komt die zich met de financiële herstructurering van Italië gaat bezig houden.'

Wat betekent dit voor de rol van obligaties in beleggingsportefeuilles?

'Het lijkt er sterk op dat de centrale banken de korte rente verder niet meer inzetten. Het opkoopbeleid is nu de grote motor waarbij vooral de lange rentes worden gedrukt. Als het niet voldoende lukt om de lange rente te laten zakken, ben ik ervan overtuigd dat Europa en de VS, net als Japan, 'yield curve control' gaan toepassen. De overheden hebben aanvullend de taak met ondersteuningsprogramma's de economieën uit het slop te trekken.

Verder heeft de coronacrisis voor een tweedeling gezorgd. Bepaalde sectoren profiteren, maar andere zullen het, ondanks de ondersteuning, moeilijk blijven houden. Door de geweldige omslag in de economie vermoed ik dat de werkloosheid hierdoor waarschijnlijk op wat hogere niveaus zal blijven liggen dan we de laatste jaren gewend zijn geweest.

De structurele teruggang in diverse sectoren van de economie kan overigens weer gecompenseerd worden door investeringsprojecten vanuit de overheden of de EU, bijvoorbeeld in infrastructuur en alternatieve energie. Zo kunnen we en passant ook invulling geven aan de gemaakte

afspraken in het Klimaatakkoord van Parijs. Waarschijnlijk gaan overheden en bedrijven hiervoor Green Bonds uitgeven, die naast private beleggers ook zullen worden gekocht door centrale banken. Dit betekent een nieuw aanbod van obligaties, vanzelfsprekend tegen een lage rente. Dit alles houdt, tot slot, de 'search for yield' op de andere subsegmenten van de obligatiemarkten op gang. Credit spreads zullen nog verder inkomen. Beleggers gaan daarom verder kijken, bijvoorbeeld naar de mogelijkheden die private obligatiemarkten bieden. Of nog verder zelfs, zoals naar grondstoffen, hedge funds of vastgoed.'

U heeft het in een column recent gehad over een verschuiving naar een 80/20 portefeuille voor neutrale beleggers.

'Klopt. Er zijn twee dimensies. Ten eerste dat beleggers steeds meer hun portefeuille naar aandelen en mogelijk ook naar de zojuist genoemde beleggingscategorieën zullen opschuiven. Ten tweede dat beleggingsportefeuilles een steeds grotere illiquide component zullen krijgen, bijvoorbeeld 20% illiquide en 80% liquide. Voor vermogensbeheerders die particuliere beleggers hebben, is dit nog een hele uitdaging. Er moeten hier platformen komen waarin fondsoptlossingen worden gecreëerd waarbij, de MiFID-regels indachtig, in enige mate toch een bepaalde vorm van liquiditeit wordt ingebouwd. Een beheerder als ABN AMRO, met zo'n € 200 miljard onder beheer, zou zelf groot genoeg zijn om zo'n platform op te zetten. Dat hebben we al voor private equity gedaan. Dit kunstje zou ook voor private debt kunnen worden herhaald. Er zijn hier nog zeker uitdagingen. Bij private equity zijn er grote partijen met wie we zo'n platform kunnen runnen, zoals Carlyle en Collier. De markt voor private debt is echter nog erg versnipperd. Er zijn ook nog grote verschillen tussen de typen leningen. Tot slot is er nog de vraag of de private debt markt überhaupt de particuliere belegger nodig heeft.'

Hoe combineert u het hoogleraarschap met uw ongetwijfeld drukke functie in de financiële sector?

'Dat is een hele uitdaging, zeker ook met een gezin met drie kinderen, maar gelukkig heb ik een grote intrinsieke motivatie om dit te doen. Dat ABN AMRO en mijn vorige werkgevers mij hiertoe de ruimte hebben gegeven, is een van de redenen geweest dat ik mijn baan in The City, waar

We zitten door corona in een nieuwe fase van kwantitatieve verruiming, aangevuld met hulp van de overheden die tegelijkertijd fiscaal stimuleren.

ik lang heb gewerkt, heb opgezegd en weer ben teruggekomen naar Nederland. Ik miste in Londen op een gegeven moment het grote plaatje en de intellectuele uitdaging. Het draaide binnen een nauw gespecialiseerd vakgebied, in mijn geval dat van 'debt capital markets', vooral om geld verdienen. De combinatie van wetenschap en praktijk geeft ook kruisbestuiving. Zo heb ik recent een onderzoek afgerond met een collega-wetenschapper van de universiteit van Oxford naar de mate waarin ESG een factor is bij beleggingsbeslissingen van onze particuliere doe-het-zelf en adviesklanten, op basis van geanonimiseerde data van de bank. Dit onderzoek heeft tot een hoogwaardig wetenschappelijk artikel geleid dat we onlangs op een conferentie mochten presenteren, heeft verschillende media gehaald en is op veel plaatsen via social media gedeeld. De uitkomsten, namelijk dat ESG ook voor deze klanten ertoe doet, bij hun beslissingen maar ook wat betreft rapportages, vormen vervolgens weer belangrijke input voor het beleid van de bank. Dat vind ik mooi.' «



CV

Mary Pieterse-Bloem is lid van het Beleggingscomité en is sinds 2015 Hoofd Obligatiebeleggen bij ABN AMRO Private Banking. Zij is in 2018 benoemd als Hoogleraar Financiële Markten aan de Erasmus School of Economics. Vóór haar huidige aanstelling bij ABN AMRO was Pieterse-Bloem werkzaam bij APG AM en NN IP, waar zij respectievelijk ABP, BOUW en andere pensioenfondsen, en Nationale Nederlanden van beleggingsadvies bediende. Pieterse-Bloem is haar carrière in 1993 begonnen in Londen, waar zij 13 jaar bij verschillende zakenbanken werkzaam was.

Bedenk goed waar je echt energie van krijgt

DOOR LIES VAN RIJSSEN

Jezelf blijven uitvinden, je talenten inzetten en uitkijken naar nieuwe stappen. Financial Investigator sprak met Daan Heijting, Partner van The Executive Network.

'Mijn vader had een bonnetje uit de Mikrogids geknipt over de opleiding tot rijksaccountant. Ik was zeventien en had nog geen idee wat de wereld allemaal te bieden had. Die opleiding leek me een goed idee. Nadien heb ik in mijn tien jaar als accountant veel bedrijven van binnen gezien. Dat heeft me geholpen uit te vinden hoe ik me verder wilde ontwikkelen. Hoewel ik de wereld van de cijfers goed begrijp, ben ik veel meer van de mensen. Als accountant hield ik me destijds overigens nog bezig met controle én advies. Het accent lag voor mij toen al meer op organisaties dan op cijfers. Zo kwam ik ook in aanraking met de pensioensector. De inrichting van een backoffice voor de beleggingen van PNO Media werd mijn eerste opdracht daar.

Ik ben lang in de pensioenuitvoering blijven werken voordat ik de overstap maakte naar mijn huidige werk. Wat mij boeit in de pensioensector is de directe betrokkenheid bij de mensen waar het om gaat. Je spreekt de deelnemers zelf en hoort hun zorgen. Je spreekt ook gepensioneerden, werkgevers en werknemersorganisaties. Het is je plicht te zorgen voor evenwichtige belangenafweging. Ik vind het mooi dat het in Nederland zo is geregeld dat iedereen zich vertegenwoordigd moet kunnen voelen. Bij alles wat ik de afgelopen twintig jaar in de pensioensector heb gedaan, heb ik voor ogen gehad dat ik het moet kunnen uitleggen aan deelnemers. Ik voel me als mens met de sector verbonden en kan hierin ook mijn professionele vaardigheden kwijt.

Als je mij vraagt naar de essentiële, kenmerkende ontwikkelingen binnen de pensioensector in de afgelopen twee decennia, dan zijn er voor mij vijf grote trends en één constante factor.

De eerste trend is professionalisering. Pensioenfondsen worden steeds professioneler bestuurd. Dat moet ook. Ze

Wat mij boeit in de pensioensector is de directe betrokkenheid bij de mensen waar het om gaat.

vertegenwoordigen veel geld en daarmee een groot belang voor de deelnemers. Twintig jaar geleden stonden individuele fondsbeleggingen, bijvoorbeeld in relatie tot de leegstand van een winkelcentrum, weleens op de agenda van een bestuur. Nu zijn dat zaken als het beleid, de risicobeheersing en de verantwoording. Een wereld van verschil.

De tweede trend is de geleidelijke verschuiving van het beleggingsrisico van werkgevers naar deelnemers. Van DB via CDC naar DC en persoonlijke pensioenpotjes.

De derde trend is de dalende rente. De tienjaarsrente op Nederlandse staatsleningen is in twintig jaar met meer dan 6 procentpunten van 5,6% in januari 2000 gedaald tot -0,4% in september 2020. Met grote gevolgen voor de dekkingsgraden van de fondsen.

Consolidatie is wat mij betreft de vierde trend. We gingen van meer dan 1.000 fondsen in 2000 naar ongeveer 200 nu. Deze trend hangt samen met de noodzaak om te professionaliseren.

Digitalisering zie ik als de vijfde trend. Nieuwe technologie maakt een veel snellere klantbediening mogelijk op basis van real time data. Je kan tegenwoordig je hele leven vanaf je mobiele telefoon regelen. Ik kan mijn kinderen niet meer uitleggen dat ik als pensioenuitvoerder destijds brieven uitstuurde over gebeurtenissen die zich maanden eerder hadden voorgedaan.

Naar mijn idee is geen van deze trends al helemaal uitgekristalliseerd, op de dalende rente na. Ik kan me niet voorstellen dat daaraan geen bodem is en dat we bij wijze van spreken over twintig jaar met een rente zitten van -6%.

De constante factor is de stelsel discussie. Toen ik binnenkwam in de pensioensector hadden we de Pensioen- en Spaarfondsenwet en de Actuariële Principes Pensioenfondsen. In 2007 kregen we de Pensioenwet en het Financieel Toetsingskader, in 2015 het nieuwe FTK en in 2022 treedt de wetgeving voor het nieuwe pensioencontract

Het geeft mij energie als organisaties en mensen goed presteren.

in werking. Zo ongeveer eens per zevenenhalf jaar komt er een forse vernieuwing van het stelsel over ons heen. Ik verwacht niet dat de stelselherziening nu eindigt met de invoering van de nieuwe contracten. Als je het beste stelsel ter wereld wilt houden, dan moet je ook blijven vernieuwen. Als je de lijn doortrekt, zouden we dus omstreeks 2030 weer een vernieuwing mogen verwachten. Grote schokken op de financiële markten zijn vaak aanleiding voor nieuwe stelseldiscussies.

Als lid van de Uitvoeringsraad van de Pensioenfederatie heb ik altijd geprobeerd mijn steentje bij te dragen aan het versterken van de sector. Bij PGB mocht ik bijdragen aan de consolidatie van de pensioensector. Ik hoop dat ik de afgelopen twintig jaar ook heb mogen bijdragen aan de professionalisering van de sector. Natuurlijk door sterke teams te bouwen, maar ook door de besturing, het balansbeheer en het risicobeheer van de fondsen en uitvoerders waarbij ik was betrokken te vernieuwen.

Ik blijf graag een bijdrage leveren aan het goed functioneren van deze sectoren. Pensioenfondsen, pensioenuitvoerders en vermogensbeheerders ervaren druk om zich aan te passen aan de veranderende wereld om hen heen. Om succesvol te blijven en aan alle eisen te blijven voldoen, is leiderschap nodig. Ook vanuit de uitvoeringskant was ik al bezig met de samenstelling van goede teams. Vanuit mijn huidige professie kan ik me nu helemaal wijden aan het samenstellen van goede teams aan de top.

Ik heb al eenmaal een grote switch in mijn werk gemaakt, toen ik van de accountancy naar de pensioenwereld overging. Vorig jaar werd ik 50, voor mij een natuurlijk moment om me te bezinnen op het vervolg van mijn loopbaan. De twintig jaar daarvoor had ik leiding mogen geven aan een zelf-administrerend pensioenfonds, een bestuursbureau en een uitvoeringsorganisatie. In die periode is de pensioensector sterk geconsolideerd en geprofessionaliseerd en ik vond het waardevol om daaraan te mogen bijdragen. Het gaf me energie. Tegelijk ontstond voor mij persoonlijk de vraag waar ik de daaropvolgende jaren van mijn werkzame leven aan zou besteden. Als ik één ding in mijn opvoeding heb meegekregen, is het wel mezelf te blijven ontwikkelen en steeds opnieuw uit te vinden, zodat ik mijn talenten maximaal kan benutten. Mijn vader was aanvankelijk scheikundeleraar. Hij ging op een bepaald moment theologie studeren, werd pastor en bleef dat tot zijn zeventigste.

Het heeft me ruim een jaar gekost om het antwoord te vinden op de vraag 'wat nu verder?'. Als je mij een beetje kent, weet je dat ik daarbij gestructureerd te werk ben

gegaan. Ik zette op een rij waar ik de meeste energie van krijg en welke situaties ik liever niet meer meemaak. Vervolgens heb ik zoveel mogelijk functies onder elkaar gezet en gescoord op deze twee criteria. Daar kwam een overzichtelijk lijstje uit, waarover ik met mensen in mijn netwerk in gesprek ben gegaan. Zou deze of die functie bij me passen? Waarom? Met wie zou ik nog meer moeten spreken? Na een paar maanden regelmatig gesprekken te hebben gevoerd, werd mijn beeld helder. Ik kwam erachter dat een sterk team samenstellen voor mij het leukste werk is. Ik ben nieuwsgierig naar de ontwikkeling die mensen doormaken, maar ook naar de uitdagingen waar organisaties voor staan. Het geeft mij energie als organisaties en mensen goed presteren. Ik voel me nog steeds thuis in de pensioen- en vermogensbeheerwereld en ken die goed. Deze sectoren



Foto's: Leontine De Hollander Fotografie

CV

2020 - heden	The Executive Network, Partner.
2013 - 2019	PGB Pensioendiensten, Algemeen Directeur.
2008 - 2013	Pensioenfonds ING, Directeur.
2000 - 2008	Pensioenfonds PNO Media en PNO Ziektekosten, Directielid en Controller.
1995 - 1999	KPMG Accountants, Manager, Controleleider en Assistent-Accountant.
1991 - 1995	Belastingdienst Grote Ondernemingen Amsterdam, Rijksaccountant.



staan aan de vooravond van ingrijpende veranderingen. Daaraan wil ik graag een bijdrage blijven leveren binnen een team van ambitieuze professionals.

Om tot die conclusie te komen, heb ik dus een denkproces van dik een jaar nodig gehad. Vorig jaar heb ik mijn baan opgezegd en ben ik partner van The Executive Network geworden. Alle condities om succesvol te zijn, zijn hier aanwezig en die condities vullen anderen in. TEN begeleidt me goed in mijn nieuwe rol. Ik ben iedere dag heerlijk en volop met mijn vak bezig, met opdrachten en kandidaten. Met werving en selectie had ik natuurlijk al veel ervaring. Ik verzorg nu met ruim dertig collega's de werving en selectie van commissarissen en andere toezichthouders, bestuurders en directieleden. Zelf doe ik dat vooral in opdracht van pensioenfondsen, pensioenuitvoerders en asset managers. Daarnaast leer ik via opdrachten de wereld van de family offices kennen. Daar ontmoet ik weer mensen met wie ik eerder in de institutionele asset management-wereld heb samengewerkt. Ik voel me gewaardeerd in mijn nieuwe functie. Mijn leercurve is weer omhooggegaan. Ook dat geeft energie.

Ik zie dat kandidaten en opdrachtgevers vaak dezelfde vraag hebben die ik mezelf vorig jaar heb gesteld. Waar wil ik de komende jaren van mijn werkzame leven aan besteden? Voor mij was het goed om weer een keer uit mijn comfort-zone te stappen en los te laten wat vertrouwd was. Dat kan voor anderen ook gelden.

Mijn nieuwe werk en werkomgeving bevallen dus. TEN onderscheidt zich wat mij betreft door oprechte aandacht voor de mensen waarmee we samenwerken, als kandidaat en opdrachtgever. Wij bouwen teams en dat is echt een vak. Voor mij is er geen leukere plek om dat vak uit te oefenen dan bij TEN. Ik heb én als kandidaat én als opdrachtgever zelf ook goede ervaringen met TEN, een team van ambitieuze professionals, dat al enkele jaren achtereen door de lezers van MT gekozen is tot het beste executive searchbureau van Nederland. Natuurlijk werken we nu anders dan een jaar geleden vanwege de beperkingen van de pandemie. Daardoor ben ik bijvoorbeeld meer gaan wandelen met opdrachtgevers en kandidaten.

Ik ben vader van een zoon van negentien en een dochter van zeventien en al bijna vijftig jaar samen met Suzan. We wonen in Montfoort en houden van koken en bewegen. Dat houdt elkaar een beetje in evenwicht. We zwemmen, wandelen en fietsen graag en doen aan yoga. Ik ben een ochtendmens, mijn wekker gaat om 5 uur. Ik kan dan niet wachten om voor alle drukte weer aan de slag te gaan. Het mag duidelijk zijn: wat mensen beweegt, hun persoonlijke ontwikkeling, interesseert mij. Ik heb net Grote Verwachtingen van Geert Mak uitgelezen, over de ontwikkelingen in Europa in de afgelopen twintig jaar, het vervolg op In Europa. Dat beschrijft de geschiedenis van Europa in de twintigste eeuw. Ik houd van de nieuwsgierigheid waarmee Mak door Europa reist en aan de hand van anekdotes over persoonlijke ontmoetingen de geschiedenis tot leven brengt. Aan zijn boeken merk ik dat we een oprechte belangstelling voor mensen delen.' «

vernieuwing
digitalisering
stelsel
discussie
mensen
professionalisering
beleggingsrisico
rente
vaardigheden
talenten
consolidatie
accountant
cijfers

Afbeelding: Woordwolkn.nl

Ik ben meer van mensen dan van cijfers.

De vijf trends in de pensioenwereld zijn: professionalisering, verschuiving van beleggingsrisico naar de deelnemer, de dalende rente, consolidatie en digitalisering. De constante factor: de terugkerende stelseldiscussie.

Bedenk goed waar je echt energie van krijgt en neem die nieuwe stap!

Sterke teams samenstellen: voor mij het leukste werk dat er is!



DOOR GERBEN JORRITSMa, RBA EPP, BESTUURSLID VAN CFA SOCIETY VBA NETHERLANDS

COLUMN

Ons pensioenstelsel, from Good to Great!

Het Nederlandse pensioenstelsel staat internationaal hoog in aanzien, maar er moet in Nederland nog veel worden gedaan om het maatschappelijk vertrouwen te vergroten.

Als 's werelds grootste vereniging van beleggingsprofessionals erkent het CFA Institute en de bij haar aangesloten lokale verenigingen, zoals CFA Society VBA Netherlands, de maatschappelijke rol die de beleggingsindustrie speelt bij het opbouwen van toekomstige welvaart en welzijn. Vanaf 2020 is het CFA Institute sponsor van de Mercer CFA Institute Global Pension Indexstudie. Deze jaarlijkse studie biedt een nauwkeurige en objectieve wereldwijde vergelijking van pensioenstelsels en stelt ons als beleggingsprofessionals in staat een steentje bij te dragen aan de discussie over zinvolle aanpassingen van pensioenstelsels en het delen van best practices.

Uit deze studie blijkt dat Nederland dit jaar voor de derde achtereenvolgende keer de wereldranglijst aanvoert met een A-rating en zich kwalificeert als 'een eersteklas en robuust pensioenstelsel dat goede prestaties levert, bestendig is en een hoge mate van integriteit kent'. Daarnaast wordt in de studie opgemerkt dat, mede gelet op de herziening van ons pensioenstelsel, ons systeem 'zeer goede uitkeringen blijft bieden, dat het een uitstekende pensioendekking heeft in de particuliere sector en ook een aanzienlijk vermogen dat voor de toekomst is gereserveerd'. Kortom, goed nieuws en de vlag kan uit!

Tot zover het goede nieuws. Zonder het welverdiende feestje te willen bederven, moet ook worden opgemerkt dat het Nederlandse pensioenstelsel in tal van internationale onderzoeken over maatschappelijk vertrouwen tot de hekkensluiters behoort. Juist dat herstellen van het maatschappelijk vertrouwen ligt ten grondslag aan de huidige herziening van ons pensioenstelsel, het Pensioenakkoord van juli 2020 en de uitwerking daarvan die momenteel ter hand genomen wordt.

De voornaamste verklaring voor het paradoxale gebrek aan vertrouwen vindt zijn oorsprong in de complexiteit van financiële vraagstukken, waaronder de pensioenen. Recent onderzoek van DNB heeft aangetoond dat

financiële geletterdheid een positieve invloed heeft op het vertrouwen in de pensioensector (DNB Working Paper, nummer 662, december 2019). Daar ligt dan ook voor een belangrijk deel de kern van de oplossing. Het motto 'onbekend maakt onbemind' blijft gelden zolang pensioenvraagstukken een ver-van-mijn-bedshow blijven. Heldere en begrijpelijke communicatie over pensioenvraagstukken zijn een eerste vereiste, maar tegelijkertijd niet per se voldoende voor het vergroten van de betrokkenheid van deelnemers.

Aanvullende initiatieven zijn nodig, met als doel het scheppen van een duidelijk handelingsperspectief voor deelnemers. De oktobereditie van ons verenigingsblad (het VBA Journaal, najaar 2020) bevat enkele aanbevelingen die gericht zijn op het bieden van meer keuzevrijheid en maatwerk voor deelnemers. Als 'best practice' wordt de liberalisering van het pensioenstelsel in het Verenigd Koninkrijk in 2015 aangehaald. De verruiming van keuzemogelijkheden voor deelnemers op pensioendatum wordt daar als positief ervaren. Het gaat hierbij om verruimde keuzemogelijkheden voor het direct laten uitkeren van een deel van het opgebouwde pensioenvermogen, maar ook om maatwerk en flexibiliteit met betrekking tot pensioenuitkeringen in de loop van de tijd. Daarnaast wordt de aanbeveling gedaan om te komen tot een persoonlijke vaststelling van het door deelnemers gewenste beleggingsrisico in de opbouwfase tot aan de pensioendatum. Het vernieuwende karakter hiervan is een symbiose tussen het realiseren van positieve welvaartseffecten (hogere pensioenuitkeringen) en het aansluiten op de persoonlijke voorkeuren van deelnemers met betrekking tot hun emotionele risicobereidheid. Met name dat laatste kan een belangrijke positieve bijdrage leveren aan het herstel van vertrouwen en draagkracht voor het Nederlandse pensioenstelsel.

Benieuwd naar de winnaar van volgend jaar? Ik zou zeggen: 'From Good to Great!'. «

VOORZITTER:

Philip Menco, *Fortunis*

DEELNEMERS:

Trevor Castledine, *bfinance*

Nitin Gupta, *Natixis Investment Managers*

Roderick MacDonald, *Allianz Global Investors*

Tjarda Molenaar, *Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen*

Gabriel Möllerberg, *Goldman Sachs Asset Management*

Hanimario Stefanus, *SPF Beheer*

Foto: Mark van den Brink photography

TOEKOMST VAN PRIVATE EQUITY BLIJFT ZONNIG, VOORAL VOOR DE MIDDLE MARKET!

Door Harry Geels

Private Equity heeft de afgelopen twintig jaar voor mooie resultaten gezorgd. Sterker nog, er is een mooie outperformance ten opzichte van vrijwel alle liquide beleggingscategorieën. Ook de toekomst ziet er goed uit, zelfs als we rekening houden met de onzekerheid rond de coronacrisis en de Amerikaanse verkiezingen. Tijdens deze Ronde Tafel werd dieper ingegaan op de kansen en uitdagingen binnen deze beleggingscategorie.



Private Equity (PE) heeft het de laatste jaren, mede door de search for yield, goed gedaan. Maar wat zijn, in termen van rendement en risico, de vooruitzichten voor de komende tien tot vijftien jaar?

Nitin Gupta: 'Volgens de Cambridge-database heeft PE de afgelopen vijf, tien, vijftien en zelfs twintig jaar beter gepresteerd dan alle liquide beleggingsstrategieën. Maar de selectie van managers is en blijft erg belangrijk, omdat er grote verschillen zijn in de prestaties van de verschillende PE-managers. Wij geloven dat PE de komende jaren 20% IRR kan blijven maken, met name in de middle market. Ondanks de aanzienlijke hoeveelheid dry powder en de gestegen waarderingen geloven we in de hoge rendementen, mede omdat de rente vooralsnog laag zal blijven. Maar de belegger

moet selectief blijven. Niet alleen in termen van managers, maar ook in termen van sectoren. We zien aantrekkelijke rendementen in de lagere middle market, waar verschillende mogelijkheden zijn voor waardecreatie na de belegging. Bovendien heeft deze sector van oudsher minder leverage, waardoor hij minder conjunctuurgevoelig is.'

Hanimario Stefanus: 'Ik ben het er mee eens dat de 'lower middle market' waarschijnlijk een outperformance zal laten zien ten opzichte van de big- of megacaps. De rendementen zullen echter niet zo hoog zijn als die van de laatste vijftien tot twintig jaar, die mede door de lagere concurrentie zo hoog zijn geweest. Maar het zal hoe dan ook een interessante beleggingscategorie blijven.'

Trevor Castledine: 'Ik hou er eigenlijk niet van om de

> **Philip Menco** is een onafhankelijk consultant die zich richt op beleggingstechnische en strategische vraagstukken in de pensioensector. Hij ondersteunt pensioenfondsen als lid van beleggingscommissies en maakt deel uit van de Advisory Board van een in maatschappelijk verantwoord beleggen gespecialiseerde Nederlandse vermogensbeheerder. Daarnaast coacht hij pensioenfondsbestuurders voor hun geschiktheidstoets bij DNB en op ander gebied. Ten slotte ondersteunt Menco goeddoelinstichtingen bij hun beleggingsbeleid en het vinden van geschikte vermogensbeheerders. Van 2004 tot medio 2014 was hij CEO en CIO van De Eendragt Pensioen. Daarvoor werkte hij als onafhankelijk consultant en als hoofd van beleggings-researchafdelingen en als beleggingsstrateeg van verschillende banken en het ABP.



Foto: Mark van den Brink, photography



> **Trevor Castledine** is Senior Director in bfinance's Private Markets Team. Hij was voorheen CIO bij LPPI, de samenwerking tussen Lancashire County Pension Fund en LPFA. Daarvoor was hij plaatsvervangend CIO bij LCPF, met brede verantwoordelijkheid voor alternatieve asset allocaties, waaronder PE, Private Credit, Real Estate en Infrastructure. Bij LCPF hield Castledine toezicht op belangrijke veranderingen in de portefeuillestrategie, waaronder een allocatie van £ 1,5 miljard aan alternative credits. In oktober 2018 benoemde het tijdschrift PDI hem tot een van de 30 meest invloedrijke investeerders in Private Debt.

toekomst te voorspellen. Als we zo goed konden voorspellen, zaten we nu op ons jacht en niet aan deze tafel. Waar beleggers voorheen nog vooral naar de grotere deals en buy-outs hebben gekeken, zien we nu dat onze klanten proberen te diversifiëren, ook naar andere jurisdicties, zoals Azië en opkomende markten, de middle market en specifieke sectoren. Onder ervaren beleggers heerst het gevoel dat de grotere deals wel enigszins uitgespeeld zijn, of lastiger te realiseren zullen zijn in de toekomst.'

Gabriel Möllerberg: 'De rendementen in de meeste beleggingscategorieën worden enigszins gedrukt, maar we leven ook in een wereld met zeer lage rentes. Dus als je denkt aan de spread boven de risicovrije rente, dan zou PE relatief gezien een sterk rendement moeten blijven genereren. Ik ben ook van mening dat als je de juiste beheerders selecteert, je in staat moet zijn beter te blijven presteren dan publieke aandelen.'

Roderick MacDonald: 'In de sectoren infrastructuur en renewable energy gaan we de komende jaren over het algemeen die 20% IRR niet halen. Er is hier door concurrentie veel druk op de rendementen. Er zijn twee scenario's: die van 'super-core', met lagere rendementen, of die van een 'core-plus-plus regio' of 'core-plus', waarbij geprobeerd wordt meer waarde te creëren. Bijvoorbeeld door te kijken naar integratiemogelijkheden in de waardeketen, door eerder in transacties te stappen, met meer een Venture Capital (VC)-benadering.'

Tjarda Molenaar: 'Naast de lage rente en de gunstige economische ontwikkeling is er nog een reden geweest voor de goede rendementen in het verleden. In de afgelopen jaren

heeft de PE-sector veel expertise binnen gehaald en ervaring opgebouwd met operationele en strategische waardecreatie. Daar gaan we ook in de toekomst profijt van hebben. De kennis is vooral bij de grote firma's opgebouwd, maar we zien doorsijpeleffecten naar de middle market. Uit onderzoek blijkt dat in zowel een opgaande als een neergaande economie een belangrijk deel van het rendement aan dit soort verbeteringen toe te rekenen is.'

Maar als we het komende jaar tot de komende drie jaren bekijken, waarin COVID-19, de presidentsverkiezingen et cetera nog een rol spelen, kunnen jullie de exits, die een belangrijke rol spelen bij het totaalrendement, dan in de beschouwing betrekken?

Möllerberg: 'Er liggen de komende jaren goede kansen in de secundaire markt. De doorlooptijden worden bij PE verlengd, zeker gezien de huidige COVID 19-crisis. We zien een trend waarbij meer managers hun meest succesvolle bedrijven willen behouden. Waarom zou een manager een bedrijf verkopen aan een concurrent als hij het bedrijf kan blijven bezitten en ontwikkelen? In plaats daarvan wordt het bedrijf overgeheveld naar een ander beleggingsvehikel, ondersteund door een secundair fonds en beheerd door dezelfde General Partner (GP). De investeerders kunnen dan beslissen of ze hun aandeel willen verkopen of in het nieuwe vehikel willen rollen. COVID-19 heeft ook een flight to quality gecreëerd. Alleen bedrijven met een veerkrachtig bedrijfsmodel kunnen op dit moment een sterke exit realiseren, via een nieuw vehikel of verkoop aan een derde partij.'

Gupta: 'De secundaire markt is zeker aantrekkelijk. Tegenwoordig gaat het niet alleen om de traditionele 'co-investering', waarbij er naast de leadbelegger wordt geïnvesteerd, maar ook om co-investeringsmogelijkheden voor add-on-acquisities, groeikapitaal, recaps of het verstrekken van liquiditeit aan eerdere investeerders, die mogelijk fondslevensduurproblemen hebben. Veel GPs willen ook samenwerken met Limited Partners (LPs) in plaats van een concurrerend PE-fonds in te brengen. Het rendementsprofiel van 'co-investeringen' is ook aantrekkelijk. Dit

In de afgelopen jaren heeft de PE-sector veel expertise binnen gehaald en ervaring opgebouwd met operationele en strategische waardecreatie. Daar gaan we ook in de toekomst profijt van hebben.

zijn producten met een lagere vergoeding, niet de standaard 2/20, dus op nettobasis zijn de rendementen voor de LPs hoger. De exits lopen, afhankelijk van het type bedrijf en de sector, vertraging op door COVID-19.'

Zijn de vooruitzichten in de Aziatische en opkomende markten beter dan die voor de westerse markten?

Castledine: 'Klanten stellen ons deze vraag regelmatig. Aziatische en opkomende markten zijn relatief nieuw en daardoor waarschijnlijk in een andere fase als het om de toepassing en uitwerking van strategieën gaat. Ik schat dat er redelijk veel VC-groei strategieën worden toegepast. Deze staan in termen van rendement niet bekend als de meest betrouwbare. Tenminste, je krijgt bij VC mooie rendementen bij de winnaars, maar slechte bij de verliezers. En dan is er nog de vraag hoe je een strategie in deze regio's ten uitvoer kunt brengen, mogelijk zelfs verschillende strategieën per land. Het lijkt complexer.'

Stefanus: 'Als LP hebben we PE in opkomende markten bestudeerd en we zijn tot de conclusie gekomen dat het risico-rendementsprofiel niet zo aantrekkelijk is als dat van ontwikkelde markten. Dit was een flinke verrassing, gezien de beperkte concurrentie en de snelle ontwikkelingen van deze markten. Ook de volatiliteit van de opkomende valuta's is een risico, omdat deze fondsen in dollars noteren.'

Möllerberg: 'Onze analyses laten zien dat er niet zo'n grote correlatie bestaat tussen de groei van het BBP en het rendement van PE, maar dat het belangrijker is om toegang te krijgen tot sterke beheerders en hoogwaardige bedrijven met een sterk management. Hoge rendementen zijn dus zeker mogelijk in de juiste sectoren, zelfs als de totale economie in een langzamer tempo groeit. Er is zeker een rol weggelegd voor Aziatische en opkomende markten in een wereldwijde gediversifieerde PE-portefeuille. Maar je zult moeten samenwerken met de juiste GP. In Azië en de opkomende markten hebben we meer minderheidstransacties gezien, waarbij sterk bestuur en exit-rechten absoluut cruciaal worden.'

COVID-19 heeft ook een flight to quality gecreëerd. Alleen bedrijven met een veerkrachtig bedrijfsmodel kunnen op dit moment een sterke exit realiseren, via een nieuw vehikel of verkoop aan een derde partij.

Maar historisch gezien zijn dit moeilijker markten geweest en ik zie dat niet snel veranderen op de korte termijn.'

Gupta: 'Europa en de Verenigde Staten bieden volop mogelijkheden, ook al zijn het volwassen markten. Deze regio's zijn ook meer gericht op PE en hebben daarvoor de juiste wettelijke kaders. Azië loopt in dit opzicht nog steeds achter. Er zijn daar echter veel meer familiebedrijven die potentiële investeringsmogelijkheden bieden. De PE-transacties in opkomende markten worden meestal uitgevoerd door groei-bedrijven. Dit zijn geen typische PE-bedrijven zoals we ze op de westerse markten zien.'

Wat doen PE-beheerders om bedrijven door de coronacrisis heen te loodsen?

Gupta: 'PE-managers hebben snel gehandeld in de crisis. Zij hebben lering getrokken uit de Grote Financiële Crisis, bijvoorbeeld in het snel veiligstellen van de liquiditeit, het verlagen van de kosten en het aanbrengen van operationele verbeteringen. Bedrijven hebben sinds de opening van de markten aan het eind van het tweede kwartaal een goed herstel gezien. Sinds de Grote Financiële Crisis hebben veel PE-managers operationele partners toegevoegd, waardoor ze meer hands-on zijn. Ook de gegevensanalyses om de portefeuille te monitoren, zijn aanzienlijk verbeterd. Natuurlijk hebben ook de fiscale en monetaire steunprogramma's geholpen. Kortom, PE heeft snel gehandeld. Tegelijkertijd zijn de LPs ook minder zenuwachtig geworden door het snelle herstel van de markten.'

> **Nitin Gupta** is Managing Partner bij Natixis. Hij is verantwoordelijk voor het US Investment Team en met name voor de organisatie en de uitvoering van de investeringen in de US. Gupta leidt alle due diligence en zit het US Investment Committee voor. Hij zit tevens in het bestuur van diverse portfolio companies en fondsen, die worden gemanaged door Flexstone Partners.



Foto: Archieff Natixis IM



Foto: Archief AllianzGI

> **Roderick MacDonald** is Director Transaction Management - Infrastructure Equity bij Allianz Global Investors. Hij begon in 2012 en maakte deel uit van het team dat verantwoordelijk was voor de opzet en lancering van het duurzame energiebedrijf. Hij was al sinds 2009 werkzaam bij Allianz Group, waar hij werkte aan de lancering van het Allianz SE solar investeringsprogramma, dat Allianz SE CO₂-neutraal maakte. Eerder werkte hij bij andere bedrijven aan duurzame energie en bij Goldman Sachs & Co., Cravath, en Swaine & Moore in New York.

Molenaar: 'Zo'n crisis is inderdaad het moment om te laten zien wat actieve betrokkenheid op de lange termijn echt betekent. Aandacht voor de gezondheid van werknemers van de portefeuillebedrijven stond bovenaan: PE investeert veel in detailhandel en fabrieken, waar je niet thuis kunt werken. Daarnaast zijn per bedrijf eventuele kasstroomproblemen in kaart gebracht en aangepakt. Er is extra kapitaal gestort door aandeelhouders, er is veel overlegd met banken en ook gebruik gemaakt van loonsubsidies en uitstel van belasting. Inmiddels wordt er in de zwaarst getroffen bedrijven gewerkt aan aanpassing van bedrijfsmodellen. Dat gaat tijd kosten en dan helpt het dat er geen noodzaak is om elk kwartaal cijfers publiek te maken.'

MacDonald: 'We zijn de COVID-19-storm, ondanks sterk gedaalde energieprijzen, ook goed doorgekomen, mede vanwege vaste inkomensstromen, van gemiddeld vijftien tot twintig jaar. Zowel prijzen als volumes liggen over deze perioden vast. Het weer was ook erg goed. Veel zon en wind, waardoor we een uitstekend begin van het jaar hadden. We zijn gevoeliger voor fluctuaties in zonne- en winduren dan voor de kortetermijnfluctuaties in energieprijzen. We hadden enige issues met toegang tot nieuwe projecten aan het begin van het jaar. Er waren in maart en april vertragingen in de oplevering omdat apparatuur en bouwonderdelen opleveringsproblemen hadden. We zijn gelukkig niet actief in infrastructuur die wél erg

geleden heeft onder de coronacrisis. Denk aan vliegvelden en verzorgingstehuizen. Tot slot, toevallig ben ik nu bezig met een exit die meer dan tweemaal de begrote opbrengst gaat opleveren. Ook dat zien we dus in de crisis. Het gaat om een goed presterende asset waarbij we profiteren van de flight to quality.'

Hoewel doorgaans gecompenseerd door hogere rendementen, zijn de fees bij PE fors, wat vooral voor Nederlandse pensioenfondsen een heikel punt is. Zijn de hoge fees houdbaar in de toekomst?

Castledine: 'Aan fees zitten morele kwesties vast die net als de duurzaamheidslobby steeds meer aandacht krijgen. Maar laten we even voorbijgaan aan politieke visies. Vanuit een beleggingsperspectief verlagen kosten de rendementen. Zo simpel is het. Het is ook niet gerechtvaardigd om hoge kosten te rekenen, omdat er in het verleden een goed rendement zou zijn behaald. Want de toekomst zou weleens anders kunnen zijn. Zeker in mindere economische tijden vallen hoge kosten zwaar.'

Stefanus: 'Eens en zeker in Nederland is de vraag altijd: 'Waarom moet de ander zoveel verdienen?' Er is steeds meer druk om de hoogte van de fee uit te leggen. Hoe zit het met de alignment of interests? De laatste vijf jaar hebben we zelfs gezien dat succesvolle managers hun fees hebben kunnen verhogen. Zo zijn bijvoorbeeld hurdle rates voor de prestatievergoeding afgeschaft. Niettemin blijven veel pensioenfondsen, terecht of onterecht, meestal vanwege een goed trackrecord bij deze managers belegd.'

Möllerberg: 'Voor ons is er een verschil tussen tarieven en vergoedingen. Een correcte prestatievergoeding waarbij een manager wordt beloond voor outperformance, zou minder controversieel moeten zijn dan hoge managementvergoedingen die niet gekoppeld zijn aan prestaties. Een prestatievergoeding van 20% boven een hurdle van 8% is vandaag de dag vrij standaard bij PE. Vergeet niet dat tegenwoordig meer dan 8% verdienen, wanneer de rente rond de 0% ligt, een goed rendement is. Die hurdle dateert overigens al uit de jaren tachtig, toen de rentetarieven eigenlijk rond die 8% lagen.'

Foto: Mark van den Brink photography



Zou een maximumfee, naast de hurdle, helpen? Of worden dan de incentives te veel weggenomen?

Möllerberg: 'Ik weet niet zeker of het aftoppen van de kosten de oplossing is, omdat dan de belangen waarschijnlijk niet meer gelijkgeschakeld zijn. De manager zal dan eigenlijk alleen maar minder eigenaar, gedeeltelijke eigenaar, of een afgesneden eigenaar worden, wat misschien minder bevorderlijk is voor hun prestaties.'

Castledine: 'Er is nog een verschil tussen de Amerikaanse en Europese cultuur. De Amerikaanse visie is dat als er meer betaald wordt, dit beter is voor de prestaties, terwijl in Europa mensen meer een fair salaris willen verdienen. Wel of niet een maximum fee hangt af van de storytelling van de beheerder, verhalen die weer een culturele achtergrond hebben. En wat als iemand meer dan, zeg maar, 15% per jaar heeft verdiend? Is dat dan een goede prestatie die beloond moet worden? Of heeft die beheerder toevallig de loterij gewonnen?'

Möllerberg: 'Maar als een beheerder structureel meer dan 15% per jaar verdient, dan wordt het lastig vol te houden dat het geluk is. Er bestaat wel degelijk skill die een faire beloning mag krijgen.'

Castledine: 'Toen mijn zoon laatst vijf maal achter elkaar kop gooide, zei ik niet tegen hem dat het skill was.'

Möllerberg: 'Mijn punt is dat de meeste fondsen die je hebt ten minste tien of vijftien investeringen hebben, vaak meer, dus het is moeilijk om herhaaldelijk sterke prestaties neer te zetten als simpelweg geluk hebben.'

Castledine: 'Als ze dat kunnen, dan zou ik zeggen: doe het vooral met je eigen geld en wordt miljardair. Kortom, er zijn verschillende visies op fees. Laten we stellen dat extreem lage of hoge vergoedingen niet goed zijn.'

Möllerberg: 'Een goede fee-structuur moet eigenlijk niet op basis van deal-by-deal zijn, maar over het hele fonds gaan.'

Onze analyses laten zien dat er niet zo'n grote correlatie bestaat tussen de groei van het BBP en het rendement van PE, maar dat het belangrijker is om toegang te krijgen tot sterke beheerders en hoogwaardige bedrijven met een sterk management.

Gupta: 'We zijn LP en doen ook co-investeringen met de huisartsen. In beide gevallen gaat het altijd om de focus op de fees. Er is veel vraag van LP-beleggers, zodat de GP-vergoedingen sinds de kredietcrisis niet echt lager zijn geworden en zelfs regelmatig zijn gestegen. Uiteraard moeten LPs op basis van hun fiduciaire verplichtingen de druk op deze tarieven houden. Het hangt ook af van de omvang van de beheerders en de deals. Grote PE-beheerders geven, gezien de omvang van hun fondsen, veel geld uit aan jaarlijkse beheervergoedingen vergeleken met fondsen uit de middle market, waar ze gezien de omvang van hun beheerd vermogen meer gericht zijn op back-end rendementen om hun carried interest te stimuleren en daarmee de rente beter af te stemmen op LPs. Large-caps brengen doorgaans lagere vergoedingen in rekening dan beheerders die actief zijn in de middle market of lagere middle market.'

MacDonald: 'Fees lijken naar beneden te komen. Niet alleen onder druk van beleggers, maar ook door druk op de rendementen. We zien een verschuiving naar prestatievergoedingen. Maar als er veel vraag van beleggers is, zien we minder druk op de fees. Zo simpel is het ook.'

Een vraag over de GPs: hoe kunnen zij de balans vinden tussen de fees en een eventuele stressperiode waarin de risicobereidheid ineens verandert?

Stefanus: 'Het komt weer neer op gelijke belangen. We willen

> **Tjarda Molenaar** is Directeur van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen. Molenaar is lid van het Algemeen Bestuur van VNO-NCW, bestuurslid van de Stichting Nyenrode en lid van de Adviescommissie Seed Capital Technostarters van de Minister van Economische Zaken. Voorheen was zij onder andere Investment Consultant bij Gilde Investment Management en Management Consultant bij A.T. Kearney. Zij studeerde Econometrie aan de Universiteit van Amsterdam.





> **Gabriel Möllerberg** is Managing Director bij de Alternative Investments & Manager Selection (AIMS) Group, waar hij leiding geeft aan de Europese investeringsactiviteiten voor de AIMS Vintage Strategies. Hij is lid van de AIMS Vintage Funds en de Real Estate Strategies Investment Committee. Möllerberg kwam in 2000 bij Goldman Sachs in de Investment Banking-divisie en stapte in 2002 over naar AIMS. In 2011 werd hij benoemd tot Managing Director. Möllerberg behaalde een MSc in Economie en Bedrijfskunde aan de Stockholm School of Economics.

ook dat de GP zijn pijn voelt als het misgaat, zonder dat er te veel druk of stress op het team en de teamleden ontstaat, want dan zal de besluitvorming niet optimaal zijn.'

Gupta: 'Veel GPs beleggen via verschillende vehikels. Het gaat om de balans. Als we due diligence doen, willen we begrijpen wat de skin in the game is, om er zeker van te zijn dat ze geëngageerd zijn. De commitment, ofwel de eigen bijdrage aan de investering, bedraagt voor de GPs meestal tussen de twee en drie procent. Maar we dringen altijd aan op hogere percentages. Uiteindelijk gaat het om de balans tussen commitments en fees.'

Möllerberg: 'Het moet ook betekenisvol zijn voor de teamleden. Wij evalueren dit op basis van case-by-case. Soms is het de typische commitment van een of twee procent, soms minder, soms meer. Excessief risico nemen moet worden tegengegaan. Zoals gezegd zijn we voorstander van beloning over het hele fonds, in plaats van de deal-by-deal carry, en de GP moet een betekenisvolle investering doen met eigen geld.'

Stefanus: 'Wat is het startpunt voor de GP als het misgaat? De gepensioneerden kunnen in een bearish scenario bij wijze van spreken substantieel minder uitgekeerd krijgen, terwijl de teamleden van de GP even geen Ferrari kunnen kopen.'

Möllerberg: 'Voor ons is het startpunt een op prestaties gebaseerde cultuur. Als iemand steeds slechte beleggingsbeslissingen neemt, verliest hij uiteindelijk zijn baan.'

Het is goed dat PE, infrastructuurfondsen en venture capital gezien worden als deel van de oplossing: zij kunnen kapitaal en kennis van innovatie en ondernemerschap bij elkaar brengen.'

MacDonald: 'We lijken van beleggers niet te horen dat we rijk worden aan vergoedingen, misschien omdat onze fees uiteindelijk iets lager uitvallen dan de typische PE-vergoedingen. Het kan natuurlijk een probleem worden in de toekomst.'

Wat zijn bij PE de ontwikkelingen rondom ESG?

MacDonald: 'ESG wordt een belangrijk thema bij PE. Een land als Nederland wil na 2050 geen fossiele energiedragers meer en dat vereist zeer veel investeringen in zonne- en windenergie. Gelukkig komt er een muur van geld naar ons toe om dit te realiseren. We staan nog maar aan het begin.'

Castledine: 'We zien afhankelijk van de klant de interesse voor ESG variëren. De focus verschilt afhankelijk van de jurisdictie of sector waarbinnen de klant opereert. De ESG-focus neemt wel bij bijna iedere search voor een PE-beheerder toe. We gaan iedere beheerder nu ook een ESG-score geven, onafhankelijk van de klantwens. Het levert geen schade op aan klanten als ze niet in ESG geïnteresseerd zijn. Governance is overigens altijd belangrijk geweest voor alle beleggingscategorieën, zo ook voor PE. De aandacht voor de E in ESG is nu ook wel duidelijk. De laatste tijd zien we de S belangrijk worden.'

Molenaar: 'In Europa kun je bij institutionele beleggers eigenlijk geen fonds meer werven zonder een behoorlijk ESG-beleid en dito rapportages. Maar ik zie ook dat fondsmanagers uit zichzelf stappen nemen, omdat zij zien dat zij met een ESG-bril op een completer beeld hebben van eventuele risico's en van kansen op waardecreatie. Een onderneming die meetbare voortuitgang geboekt heeft op bepaalde ESG-criteria is beter verkoopbaar. Ik spreek steeds meer vaak ook jonge investment managers, die heel expliciet de ambitie uitspreken om én een goed rendement voor hun beleggers én een duurzamer bedrijf af te leveren. Als brancheorganisatie verzorgen we cursussen, zorgen we voor uitwisseling van best practices en belonen we goede voorbeelden met een ESG Award.'

Gupta: 'Europese GPs zijn wat betreft ESG verder dan de Amerikaanse. Wat betreft direct investments huren veel

fondsen ESG-consultants in om de ESG-analyse te doen op de bedrijven. Zijn we er al helemaal? Nee, maar de industrie beweegt zich duidelijk in de juiste richting. Het gaat niet meer om de vraag of ESG waarde toevoegt. We hebben allemaal gezien dat ESG dat doet. ESG is eigenlijk een must have.'

Möllerberg: 'Bij ons moet elk teamlid een gedetailleerde ESG-vragenlijst invullen als onderdeel van zijn of haar beleggingsmemo. Er is ook meer aandacht voor de ESG-vriendelijke sectoren, die door de vooruitgang van de technologie steeds levensvatbaarder worden. Binnen onze alternatieve beleggingsgroep hebben we een groep die Imprint heet en die zich volledig richt op impactbeleggingen. En we gebruiken hun kennis weer in onze ESG-beleggingen op de primaire en secundaire markten, maar doen dat ook bij co-investeringen.'

Is er verschil tussen Amerikaanse en Europese beleggers?

Möllerberg: 'Als algemeen thema heeft de gemiddelde Amerikaanse belegger nog steeds niet dezelfde ESG-focus als de Europese, vooral in vergelijking met delen van Europa waar ESG-beleggen al lange tijd op de voorgrond staat, zoals de Scandinavische en Nederlandse markten. De Amerikanen lopen nog steeds een paar jaar achter, maar de houding verandert daar snel.'

Castledine: 'Ik denk dat Amerikanen ESG nog als een obstakel voor mooie rendementen zien, terwijl toch steeds meer onderzoek aantoont dat ESG resultaatverhogend kan uitwerken. ESG kan in elk geval helpen de negatieve scenario's te voorkomen. Langzaam begint dit besef ook bij Amerikanen door te dringen. Hoe meer wetenschappelijk bewijs voor ESG, hoe sneller het in de VS kan gaan.'

Stefanus: 'Er is een cultuurtegenstelling. In Europa regeren de werknemers en vakbonden mee bij veel institutionele beleggers. Ook de arbeidsbescherming is hier beter. Bij veel Amerikaanse GPs lijkt aandacht te zijn voor bescherming van medewerkers. Ik denk met een sceptische bril dat dit eerder

> **Hanimario Stefanus** is verantwoordelijk voor de Private Equity en Infrastructure-portefeuille bij SPF Beheer. Hij is in 2008 bij SPF Beheer in dienst getreden en was eerst verantwoordelijk voor de Externe Beheerders-portefeuille, die investeert in beursgenoteerde effecten in zowel ontwikkelde als opkomende markten.



komt door de juridische claimcultuur van de VS dan door een ESG-focus.'

Gupta: 'We zien wel degelijk beweging in de VS. Langzaam, maar in de juiste richting. Het gaat niet alleen om ESG an sich. Iedere GP wil toch niet dat bijvoorbeeld medewerkers gewond raken? Hoe meer GPs inzien dat bepaalde beleidsregels positieve impact hebben, hoe meer de sector bereid zal zijn ze te omarmen.'

Stefanus: 'De drempel om mensen met verlof te sturen of zelfs te ontslaan, ligt in de VS lager. Zo werkt het zeker in Nederland niet. Er zijn meer grijze gebieden. Dat is een uitdaging voor ons als we in Amerikaanse PE willen stappen. Het zou mooi zijn als de VS het belang van ESG gaan inzien en een mooie inhaalslag maken.'

Zien jullie een groter wordende rol van PE bij de energietransitie?

MacDonald: 'We zien een trend dat pensioenfondsen de nieuwe nutsbedrijven worden. Onze organisatie is een van de grootste energieproducenten in Europa. Er vloeit veel privaat



geld naar de energietransitie, meer specifiek naar de decarbonization of the grid, vanwege de eerder besproken karakteristieken, daar waar het geld eerder van de overheid kwam. In Nederland kan bijvoorbeeld de overheid op zichzelf nooit de klimaatdoelstelling van geen fossiele verbranding in 2050 realiseren. Dankzij slimme subsidies doet nu de private sector mee. Het is een win-win-scenario.'

Möllerberg: 'Absoluut. De energietransitie wordt geschraagd door enkele grote investeringsprojecten, waarbij particulier kapitaal nodig is. Gelukkig zien we een sterke groei in de particuliere infrastructuurmarkt, wat deze transitie ten goede komt. Het wordt ook een groter aandachtsgebied voor onze groep en andere onderdelen van onze organisatie.'

Gupta: 'We hebben hiervoor op dit moment geen investeringen lopen. Bij ons is er vanuit onze klanten vooral vraag naar de Amerikaanse en Europese middle markets en daar hebben we verschillende programma's voor lopen.'

Stefanus: 'Zowel voor als na de kredietcrisis zien we in Nederland interesse voor beleggen in de energietransitie, wellicht de laatste jaren vanwege nieuwe bewustwording. De energiebedrijven zelf investeren ook veel en hebben daarnaast behoefte aan privaat geld. Renewable funds ondervinden veel concurrentie van de nutsbedrijven. Er is nog wél een zorg: er is veel aandacht voor het opwekken van nieuwe energie, maar veel minder voor grid management. Private beleggers staan te popelen om ook hierin te beleggen, maar zonder duidelijke regulering gaat dit moeilijk worden.'

MacDonald: 'Het gaat om het evenwichtiger maken van de grid: balancing the grid. Er zijn verschillende manieren om dit te doen, bijvoorbeeld met grote batterijfaciliteiten, waarvoor wij veel interesse van beleggers zien.'

Stefanus: 'We hebben kleine investeringen in de grid gezien. We investeren er ook in. Maar de snelheid van de investeringen moet nog wel toenemen. Als we de grid niet balanceren, gaat dat een groot probleem worden.'

MacDonald: 'Eens. De snelheid moet omhoog. Maar dat gaat zeker de komende tien tot twintig jaar gebeuren. En eerder nog in de komende vijf tot zeven jaar.'

Castledine: 'Ik denk dat veel beleggers het aan hun beheerder overlaten waar de beste beleggingsmogelijkheden in de energietransitie zijn. Dat kan de grid zijn, maar het kan ook om andere interessante beleggingsproposities gaan. Impact-beleggen wordt in het algemeen belangrijk. De vraag is dan breder: Wat kunnen we doen om onze aarde te helpen?'

Molenaar: 'Europa trekt met de Green Deal een enorm budget uit om de transitie naar een duurzame economie te maken en klimaatverandering tegen te gaan. Commissaris Frans Timmermans hoopt met het Sustainable Finance-programma de private financiële sector, institutionele beleggers en banken te betrekken. Het is goed dat PE, infrastructuurfondsen en venture capital gezien worden als deel van de oplossing: zij kunnen kapitaal en kennis van innovatie en ondernemerschap bij elkaar brengen.'

CONCLUSIE

Private Equity heeft de afgelopen twintig jaar een flinke outperformance laten zien ten opzichte van de bekende liquide beleggingscategorieën. Voor de komende twintig jaar zou er opnieuw zo'n 20% IRR mogelijk moeten zijn, al zijn de deelnemers iets voorzichtiger over de toekomst als gevolg van de flink opgelopen waarderingen. De toekomstige rendementen hangen waarschijnlijk sterk af van de managerselectie, oftewel het selecteren van de juiste PE-beheerders, en de sectoren. De middle market wordt als het meest kansrijk gezien. Opkomende markten bieden geen toegevoegde waarde in termen van een beter risico-rendementsprofiel dan ontwikkelde markten. Voor de kortere termijn zien de deelnemers van de Ronde Tafel vooral een flight to quality, ofwel de grotere deals in de sectoren die juist profiteren van de

coronacrisis. Verder heerst er overeenstemming dat de fees die PE-beheerders rekenen aan de hoge kant zijn. Hoewel er druk is om de tarieven te verlagen, vooral die van Nederlandse pensioenfondsen, dalen de fees niet over een breed front. Sterker nog, door de populariteit van de beleggingscategorie stijgen de fees soms zelfs. ESG speelt een steeds belangrijkere rol voor met name institutionele beleggers en dat zien we ook bij PE, al hangt de ESG-populariteit wel af van de sector en jurisdictie. Europese beleggers zijn hier verder in dan hun Amerikaanse tegenhangers. De Amerikanen zouden overigens weleens een inhaalslag kunnen maken, aangezien er steeds meer bewijs komt dat ESG het risico-rendementsprofiel van de beleggingen verbetert, ook bij PE. PE speelt tot slot ook een steeds positievere rol bij de energietransitie.



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

COLUMN

Een tweede coronagolf? Gevolgen voor commercieel vastgoed

De effecten van de medio oktober afgekondigde tweede (gedeeltelijke) lockdown zijn voor iedereen ernstig. Wat zijn de gevolgen voor commercieel vastgoed?

Het kabinet heeft halverwege oktober zeer strenge maatregelen getroffen om het veel te rap stijgende aantal besmettingen tegen te gaan: sluiting van de horeca, thuiswerken en verplichte mondkapjes.

De tijdelijke sluiting van de horeca heeft dramatische gevolgen voor een sector die het al moeilijk heeft gehad. In de horeca- en de retailsector was er in de zomermaanden, na de turbulente maanden maart-april-mei, sprake van een herstel van de omzetten. De consument kwam weer terug naar de horeca en ging weer winkelen. Weliswaar niet in dezelfde aantallen als een jaar daarvoor, maar wél met meer bestedingen en dus kwam de omzet weer geleidelijk terug naar eerdere niveaus. Laten we niet vergeten dat bijvoorbeeld bij supermarkten en bouwmarkten tijdens de crisis ongekend hoge omzetten werden behaald. En de huurcontracten in de retail zijn echt niet zo dat de verhuurder ook maar enigszins in die 'kerstomzetten' meedeelt! De wél door de coronacrisis zwaar getroffen retailers zijn niet alleen door de overheid zo goed mogelijk door de eerste lockdown geholpen, met loonsubsidies en deels met hun vaste lasten, maar ook verhuurders hebben enorm veel liquiditeit in de retailmarkt gebracht en gehouden door huuruitstel en gedeeltelijke huurkorting. Verhuurders hebben miljoenen euro's aan steun verleend aan de retail.

Aan het begin van een tweede lockdown zijn de zakken van veel retailers en horecaondernemers echter leeg en is het de vraag of zij door deze tweede golf heenkomen als de overheid niet opnieuw met een ruimhartig steunpakket komt. Ook de zakken van verhuurders zijn echter leeg aan het begin van deze tweede golf. Ze zijn

immers volstrekt afhankelijk van hun huurinkomsten. Verhuurders hebben ook te maken met waardedalingen als gevolg van de structurele overcapaciteit in de winkelsector en het negatieve sentiment op de winkelmarkt. Institutionele winkelbeleggers dragen huurinkomsten af aan pensioenfondsen en levensverzekeraars, die deze inkomsten ook heel hard nodig hebben. De meeste particuliere beleggers hebben bancaire financiering. De banken hebben direct na de persconferentie al een schot voor de boeg gegeven dat er een einde zit aan hun mogelijkheden om verder uitstel van aflossing en rentebetalingen op financieringen te kunnen dragen.

In de kantorensector zal de gedeeltelijke lockdown zich uiten in weer minder kantoorbezoekers. Zolang er nog geen vaccin is, is thuiswerken een verstandige maatregel. Nederland was overigens al koploper in thuiswerken. In gesprekken met huurders merk je dat veel van de kantoorwerkers toch weer terugverlangen naar werken op kantoor. Het is natuurlijk prettig om je eigen tijden te kunnen bepalen en geen reistijd te hebben, maar het valt echt niet mee als je (in een krappe studio of met je partner en kinderen thuis) een goed plekje moet vinden om ongestoord te kunnen werken. De manier van werken op kantoor zal sterk veranderen naar een ontmoetingsplek voor onderling overleg, teamwork en inspiratie. Uitwerken en zelfstandig werken kan dan ook deels thuis. Laten we echter niet onderschatten dat voor veel kantoorwerk elkaars nabijheid nodig is! De kantoren van onze leden zijn goed voorbereid op de 1,5 meter en zijn praktisch en installatietechnisch goed in orde om straks iedereen veilig te laten werken. «

Beleggingsbeleid in het nieuwe pensioencontract

DOOR GOSSE ALSERDA, JENZE SIBMA EN ARJEN TEBBENHOF, INVESTMENT STRATEGISTS, AEGON ASSET MANAGEMENT

Deze zomer is een akkoord bereikt over een vergaande herziening van het pensioenstelsel. Dit pensioenakkoord heeft grote gevolgen voor hoe pensioen wordt opgebouwd. In dit artikel kijken we naar het beleggingsbeleid onder het nieuwe contract.

In het nieuwe pensioencontract wordt afgestapt van aanspraken en wordt in plaats daarvan gewerkt met een pensioenvermogen. Dit betekent dat er onder het nieuwe contract niet langer sprake is van nominale zekerheid (bekend van het vereist eigen vermogen) of van een dekkingsgraad. Het pensioenvermogen wordt wel nog steeds collectief belegd en via van tevoren vastgestelde verdeelregels verdeeld over de deelnemers. Daarnaast komt er een solidariteitsreserve ten behoeve van de risicodeling tussen huidige en toekomstige generaties.

Beschermingsrendement en overrendement

Het aan de deelnemers van elk van de leeftijdscohorten bij te schrijven rendement bestaat uit twee onderdelen. Ten eerste krijgen deelnemers een beschermingsrendement toegekend dat renteschokken opvangt. Dit rendement wordt bepaald op basis van de rentetermijn-

structuur, zoals gepubliceerd door DNB. Het daadwerkelijk met beleggingen behaalde rendement boven of onder dit vastgestelde beschermingsrendement is 'over' en wordt met een op voorhand vastgestelde verdeelsleutel naar risico-draagkracht en in lijn met de risicohouding over de deelnemers verdeeld. De blootstelling naar het beschermingsrendement (renteafdekking) en het overrendement voor de leeftijdscohorten is een essentieel onderdeel van het beleggingsbeleid onder het nieuwe pensioencontract. Een beleggingsbeleid per cohort vormt als het ware een impliciete lifecycle, die de basis vormt voor het collectieve beleggingsbeleid.

Verondersteld is dat het collectieve fondsvermogen belegd is conform de som van de individuele leeftijdscohorten. Als het collectieve fondsvermogen hiervan afwijkt, dan heeft dit geen invloed op het beschermingsrendement. De impliciete blootstelling aan beleggings-

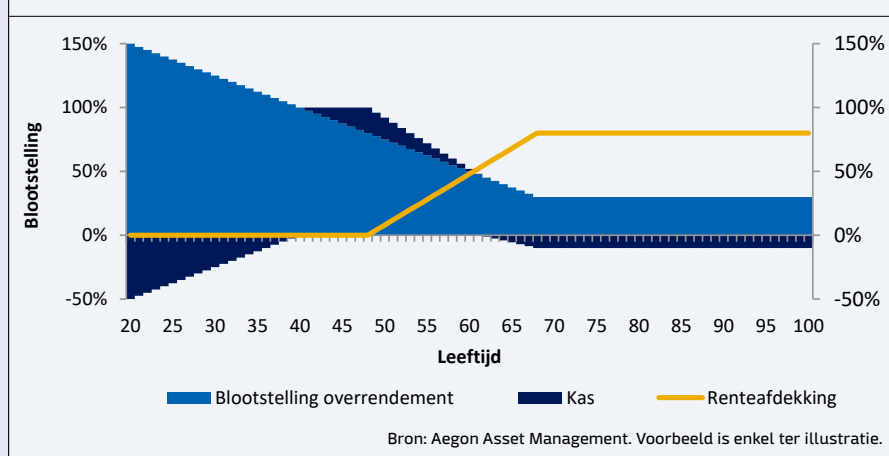
risico's per leeftijdscohort verandert in dat geval echter wel. De gehanteerde gewichten fungeren als relatieve toedelingfactoren. Een groter beleggingsrisico op totaalniveau zal neerslaan bij elk van de leeftijdscohorten, waarbij de relatieve verschillen tussen cohorten blijven bestaan. Ook als de werkelijke rentegevoeligheid van de beleggingen afwijkt van wat nodig is voor het beschermingsrendement, leidt dit tot een risico in het overrendement. In de praktijk zullen deze risico's met name neerslaan bij de jongere deelnemers, die normaal gesproken meer blootstelling hebben naar het overrendement.

De impliciete lifecycle

Onder het nieuwe pensioencontract worden beleggingen nog steeds gerealiseerd via één collectieve mix, maar wordt afgestapt van één en dezelfde beleggingsmix voor alle deelnemers. Elk leeftijdscohort krijgt zijn eigen renteafdekking en exposure naar zakelijke waarden (onder meer aandelen en vastgoed) via de vooraf vastgestelde verdeelregels. Hieruit volgt een impliciete lifecycle die de exposure naar risico's weergeeft met het ouder worden van de deelnemer. In Figuur 1 is een lifecycle getoond zoals die eruit zou kunnen zien onder het nieuwe pensioencontract.

Net als bij de lifecycles die we momenteel zien bij individuele beschikbare premieregelingen, neemt het gewicht naar zakelijke waarden normaal gesproken af wanneer het pensioen dichterbij komt. Jonge deelnemers hebben nog

Figuur 1: Voorbeeld van impliciete lifecycle in nieuw contract



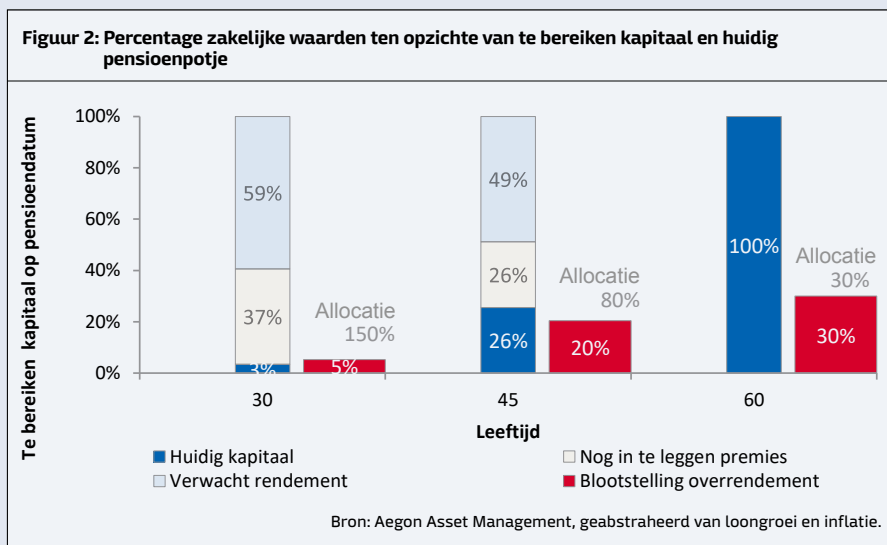
maar een beperkte hoeveelheid premies ingelegd, waardoor de impact van het beleggingsrendement op het uiteindelijk te bereiken pensioen nog zeer beperkt is. Om hetzelfde risico te bewerkstelligen op pensioenleeftijd, moet een jonge deelnemer dus relatief meer in zakelijke waarden beleggen dan een oude deelnemer, die minder demping ervaart vanuit de nog in te leggen premies. In de meeste gevallen is voor jonge deelnemers zelfs een allocatie naar zakelijke waarden gewenst van meer dan 100%. Dit betekent dat er voor jongeren belegd moet worden met geleend geld.

De impact van toekomstige premies op de gewenste allocatie naar zakelijke waarden is geïllustreerd in Figuur 2. Hoewel voor jongeren het gewicht zakelijke waarden ten opzichte van het huidige kapitaal hoog is (150%), is het gewicht beperkt als ook rekening wordt gehouden met toekomstige premies en verwacht rendement (slechts 5% in dit voorbeeld). In tegenstelling tot individuele premieregelingen, zijn allocaties met meer dan 100% zakelijke waarden eenvoudiger te implementeren in het nieuwe pensioencontract.

Vaststellen van de impliciete lifecycle

Een belangrijke stap in het vaststellen van het beleggingsbeleid onder het nieuwe contract is daarom het ontwerp van de impliciete lifecycle die wordt gevolgd. Voor het ontwerp van de impliciete lifecycle kan dezelfde methodiek worden gebruikt die wordt gehanteerd om lifecycles binnen beschikbare premieregelingen vast te stellen. Deze komt neer op de volgende stappen:

1. Vaststellen van een bepaald aantal lifecycles dat doorgerekend wordt.
2. Berekenen van een groot aantal economische scenario's.
3. Op basis van economische scenario's de ontwikkeling van pensioenkapitaal doorrekenen voor elke lifecycle. We abstraheren voor nu van een eventuele solidariteitsreserve,



- vanwege de naar verwachting kleine impact.
4. Per scenario pensioenkapitaal vertalen naar een pensioeninkomen tijdens pensionering.
 5. Selectie van de lifecycle die de beste verhouding tussen verwacht pensioen en risico oplevert, rekening houdend met de ambitie.

Het startpunt om tot een optimale impliciete lifecycle te komen, is het definiëren van een bepaald aantal potentiële lifecycles. Hiervoor kan gekeken worden naar hoe een lifecycle er volgens de theorie ongeveer uit moet zien. Een alternatief is om een groot aantal lifecycles vast te stellen die onderling verschillen op de belangrijkste kenmerken (onder meer gemiddelde weging van zakelijke waarden, afbouwpad en renteafdekking). Met behulp van economische scenario's worden deze lifecycles vervolgens vertaald naar een groot aantal mogelijke pensioenuitkomsten per lifecycle. De keuze van economische scenario's is bepalend voor de uiteindelijke prognoses van pensioenuitkomsten. Het is dus belangrijk dat deze goed de uitgangspunten van het pensioenfonds, zoals de beleggings-overtuigingen, weerspiegelen.

Zakelijke waarden portefeuille bepalen

Daarnaast is het belangrijk om vast te stellen hoe de zakelijke waarden-

portefeuille eruit ziet. Hoe meer risico er in de zakelijke waarden zit, hoe lager normaal gesproken het gewenste gewicht hiervan is. Ten slotte moet er een keuze gemaakt worden tussen de verdelingen van pensioenuitkomsten van de verschillende lifecycles, waarbij de keuze vooral in het teken staat van een uitruil tussen verwachte pensioenuitkomst en risico. Deze keuze is onder andere afhankelijk van de risicohouding van de deelnemers van de cohorten binnen het pensioenfonds. Deze moet door het bestuur worden vastgesteld, al dan niet op basis van een uitvraag onder deelnemers.

Het 'verwachte nut' van de pensioenuitkomsten

Voor het toetsen van beleidsvarianten aan de risicohouding kunnen meerdere maatstaven gebruikt worden. Zo kan gekeken worden naar de risicohouding zoals die binnen de wet verbeterde premieregeling moet worden vastgesteld, namelijk het verschil tussen de mediaan en het 5%-percentiel (slechtweerscenario). Anderzijds kan er gebruik worden gemaakt van meer complexe maatstaven, zoals het 'verwachte nut' van de pensioenuitkomsten¹. Eventueel kan de analyse nog worden aangevuld met specifieke deterministische scenario's om de robuustheid van de lifecycles in bijzondere situaties te controleren. De lifecycle die de meest gunstige verdeling van uitkomsten heeft – over zowel de stochastische als de

deterministische scenario's – vertegenwoordigt de optimale lifecycle.

In Figuur 3 is een voorbeeld gegeven van de mogelijke uitkomsten (mediaan en slecht weer) van een dertigtal verschillende lifecycles. De lifecycles die in het geel zijn weergegeven, vertegenwoordigen de efficiënte lifecycles (hoogste mediane uitkomst gegeven risico in slechtweerscenario). Afhankelijk van de gewenste risicohouding en de door sociale partners geformuleerde ambitie zal de keuze vallen op één van deze lifecycles. Hoe meer risico wordt geaccepteerd, hoe verder naar rechtsonder bewogen zal worden. Dit proces wordt voor de verschillende cohorten doorlopen.

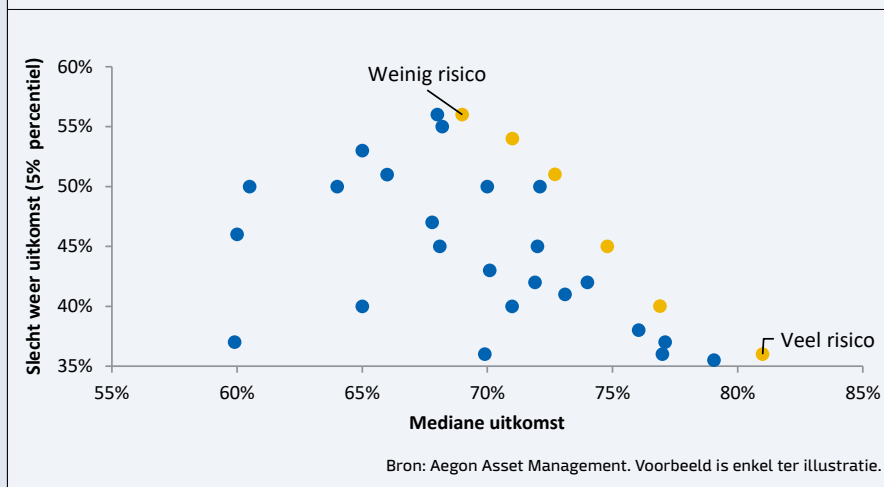
Top down of bottom up?

Bovenstaande methodiek gaat uit van een bottom up-aanpak, die start bij de individuele deelnemers en waarbij het collectieve beleggingsbeleid als het ware volgt als de som der delen. Als alternatief kan er ook begonnen worden bij de collectieve beleggingsmix – zoals de huidige beleggingsmix – en van daaruit een toedeling per leeftijdscohort. De impliciete lifecycles volgen dan uit de eerder vastgestelde collectieve beleggingsmix. Hoewel deze aanpak de transitie makkelijker maakt, leidt dit niet tot de meest efficiënte lifecycles vanuit de deelnemers (leeftijdcohorten) gezien, omdat door de nieuwe toedelingsregels naar verwachting ook het (collectief) gewenste beleggingsbeleid zal veranderen.

Solidariteitsreserve

In het Nieuwe Contract is een Collectieve Solidariteitsreserve opgenomen ten behoeve van de risicodeling tussen huidige én toekomstige generaties. Doel is om de pensioenopbouw van toekomstige deelnemers alvast mee te laten delen in collectieve risico's die het fonds loopt, om zo het risicodraagvlak van het fonds te vergroten. De omvang is minimaal 0% en maximaal 15% en de reserve wordt gevuld uit premie (max. 10%) en/of max. 10% van het overrendement. De uitdeelregels moeten evenwichtig zijn. Een voorbeeld is het beperken van verlagingen in de uitkeringsfase en het voorkomen van negatieve vermogens voor jongeren.

Figuur 3: Voorbeeld uitkomsten vervangingsratio voor verschillende lifecycles



In de praktijk zal de bottom up-methodiek gecombineerd worden met een top down-aanpak. Zo kan de aanwezigheid van een solidariteitsreserve de gewenste lifecycle beïnvloeden. De solidariteitsreserve kan alleen goed worden door- gerekend op collectief niveau en vereist dus ook een top down-element. Aanvullend beïnvloeden de samenstelling van de zakelijke waardenportefeuille en het basisrisico van de renteafdekking de optimale lifecycle. Deze punten moeten ook vanuit een top down-perspectief worden meegenomen.

Conclusie

Het akkoord over het nieuwe pensioencontract van deze zomer heeft verstrekkende gevolgen voor pensioenfondsen. Ten opzichte van uitkeringsregelingen komt er meer nadruk op individuele deelnemers (leeftijdsc cohorten), waarbij de impliciete lifecycle de basis gaat vormen voor het collectieve beleggingsbeleid. Voor het

vaststellen van de gewenste impliciete lifecycle kan gebruik worden gemaakt van de methodieken die we al toepassen voor onze klanten met individuele beschikbare premieregelingen. Hierbij vormen de ambitie en de risicohouding de basis, waarmee aan de hand van onder andere economische scenario's de optimale lifecycle kan worden geselecteerd. Dit moet worden aangevuld met top down-analyses, om ook de invulling van de zakelijke waarden portefeuille en de invulling van de renteafdekking te bepalen en om de impact van de solidariteitsreserve mee te nemen.

De komende tijd zullen wij de consequenties van het pensioenakkoord op het gewenste beleggingsbeleid van pensioenfondsen blijven bestuderen, met als doel om het beleggingsbeleid optimaal te laten aansluiten bij de wensen van de deelnemers. Zo zullen we kijken naar de gewenste invulling van de zakelijke waardenportefeuille en de renteafdekking en naar de rol die verschillende (alternatieve) beleggingscategorieën hierin kunnen vervullen. De komende tijd zullen we meerdere artikelen op onze website aegonam.com publiceren om de resultaten van deze analyses te delen. «

1 Voor meer informatie zie: 'Lifecycle investing: From theory to practice' (2018), Oliver Warren & Gosse Alserda.



DOOR THIJS JOCHEMS, ADVISEUR EN PRIVATE INVESTOR

COLUMN

De wereld post-COVID-19: ander gebruik gereedschapskist voor beleggen is noodzaak

Niet voor het eerst maakt de wereld een grote schok mee. De omvang, snelheid, impact en synchroniciteit van de corona-crash zijn echter zonder precedent. Het pad naar herstel zal niet synchroon verlopen. Zowel tussen en binnen regio's en landen als tussen en binnen bedrijfstakken zullen er grote verschillen in snelheid en omvang van het herstel optreden. Het beleggingsproces zoals instituten dat nu volgen, is niet toegerust op een wereld waarin de spreiding rondom de gemiddelden zo extreem is.

In grote lijnen ziet het beleggingsproces van institutionele beleggers er als volgt uit: we hebben een aantal discrete economische scenario's en daaruit distilleren we verwachte rendementen voor de verschillende assetcategorieën. Die uitkomsten vergelijken we vervolgens met de uitkomsten van de statistische – intelligente zo u wilt – extrapolatie van de historie, zoals ALM die geeft. Er volgt een uitkomst die een gemiddelde weergeeft van duizenden scenario's. In het beste geval wijkt u dan een paar procent van die uitkomst(en) af. Wat is daar mis mee in de post-COVID-19 wereld?

COVID-19 heeft een versnelling gegeven aan een aantal structurele ontwikkelingen. En dan hebben we het niet alleen over de grote vier: digitalisering, wereldhandel, verstedelijking en klimaatverandering, maar ook over structurele sub-trends als thuiswerken, verkorting van supply-chains et cetera. Dit maakt het inzetten van een langere termijn route voor beleggingen zonder meer complexer. Belangrijker nog, het betekent dat de vertaling van alle verschillende scenario's in met name de gemiddelde economische groei en in gemiddelde verwachte rendementen u niet gaat helpen bij het nemen van beleggingsbeslissingen. Zoals aangegeven, wordt het een herstel dat verschilt in snelheid en omvang tussen en binnen landen en bedrijfstakken.

Kijk bijvoorbeeld naar het meten van zowel de impact als het herstel van COVID-19. Het BBP daalde tijdens de GFC in 2008/2009 wereldwijd met 0,1%. De laatste schattingen van het IMF van juni jongstleden duiden op een daling van het wereldwijde BBP in 2020 met 5%. En dat is nog zonder

dat de huidige tweede golf in met name Europa en Latijns-Amerika is meegenomen. De verschillen in het herstel zijn echter groot. China lijkt al vrijwel hersteld, terwijl de relatieve positieverslechtering van de Europese economie door COVID-19 alleen maar lijkt te versnellen. Als we kijken naar de verwachtingen, dan zullen we ergens in 2023 toch wel weer op het peil van het BBP uit 2019 zitten. Maar is BBP wel een goede maatstaf voor herstel als we hele bedrijfstakken onder water zien gaan en een paar grote technologiebedrijven zien floreren? Met daarnaast in vele landen rond de 30% van de bevolking die op de armoedegrens terecht komt?

Of kijk naar de overheidssteun. Door massale steun van overheden en de centrale banken aan bedrijven en werkenden, zijn de eerste COVID-19 klappen opgevangen. Op dit moment is nog maar 5% van de Europese beroepsbevolking afhankelijk van kortetermijncompensatie door de overheid, al is dit percentage groeiende. Daarnaast ontvangen ook zombiebedrijven steun en lijken ze dus nog levensvatbaar, terwijl die ook zonder COVID-19 al 'gedoemd' waren.

Uit het voorgaande kan een aantal conclusies worden getrokken. Dé wereld is een wereld van grotere verschillen in snelheden, overlevingskansen en opportuniteiten geworden. De standaard gereedschapskist voor beleggen, waarin we werken met verwachte gemiddelden, is niet meer bruikbaar. U zult een sprong moeten wagen. Niet in het diepe, maar, om niet te verdrinken, in een 'leeg' gemiddelde. Pas uw beleggingsproces aan, zodat u beter kunt inspelen op de vergrote spreiding die in alles optreedt. «

SHAREHOLDER LITIGATION: BEST PRACTICES VOOR PENSIOENFONDSEN

Door Anatoli van der Krans en Jeroen van Kwawegen

De afgelopen jaren zijn beleggers opgeschrikt door fraude en misleiding bij onder meer Volkswagen, Wells Fargo en Wirecard. Als beleggers op de hoogte zouden zijn geweest van de werkelijke situatie, hadden ze de aandelen niet of tegen een veel lagere prijs gekocht. Om de fraudegerelateerde schade terug te halen, maken Nederlandse pensioenfondsen, asset managers en verzekeringsmaatschappijen in toenemende mate gebruik van rechtszaken. Sinds 1995 is via individuele, groeps- of class action-rechtszaken meer dan 130 miljard euro teruggehaald voor investeerders.

VERENIGDE STATEN

Van het geld dat beleggers via rechtszaken terughalen, komt zo'n 95% uit de Verenigde Staten. Dit is niet het gevolg van 'Amerikaanse toestanden', want deze zijn sinds 1995 voor beursfraude aan banden gelegd in de Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA). Onderdeel van deze wetgeving was dat beleggers geen recht op 'discovery' hebben voordat de claim door de rechter procedureel is getoetst en dat

class actions door de (institutionele) beleggers met het grootste verlies worden geleid. De stel-vereisten zijn destijds ook drastisch verhoogd. Procedureel gezien zijn Amerikaanse class action procedures 'opt-out' acties. Eén belegger, of een klein groepje beleggers met het grootste financiële belang, treedt op als 'lead plaintiff' en neemt het voortouw. De andere beleggers kunnen bij succes hun pro rata deel van de schikking of van het door de rechter toegewezen bedrag ontvangen. Hiervoor hoeven beleggers slechts een formulier in te sturen, een simpele administratieve handeling.

PASSIEF OF ACTIEF

Een Amerikaanse class action is een opt-out systeem waar alle beleggers gebonden zijn aan de uitkomst, tenzij ze kiezen voor een opt-out en een eigen rechtszaak starten. Het Amerikaanse opt-out model is vanuit schikkingsperspectief vergelijkbaar met de Wet Collectieve Afwikkeling Massaschade (WCAM) en interessant voor beleggers die passief willen blijven, omdat zij toch hun pro-rata deel van de schikking ontvangen. Dit opt-out model is minstens zo interessant voor beleggers die wel een actieve rol willen nemen als lead plaintiff. Als lead plaintiff ben je immers in control,

en bij een groot verlies willen institutionele beleggers deze positie niet aan een andere, mogelijk particuliere, belegger overlaten. Een lead plaintiff bepaalt de strategie, stelt de advocaat aan, heeft goedkeuringsrecht over de schikking en stelt het 'plan of allocation' op. Dit is een document waarin staat hoe de schikkingsgelden verdeeld worden. Zo bepaalt het plan of allocation onder meer of de schikking wordt verdeeld op basis van FIFO of LIFO-verliezen en of pre-class gains verrekend moeten worden. Het plan of allocation moet redelijk zijn en mag niet discrimineren, maar binnen deze grenzen kan het plan wel het transactiepatroon van de lead plaintiff in acht nemen. Juist omdat institutionele beleggers in control willen zijn, leiden ze vaak Amerikaanse class actions. Dit is belangrijk, want uit onderzoek blijkt dat institutionele beleggers ten opzichte van particuliere beleggers veel hogere recoveries behalen als lead plaintiff tegen lagere kosten.

STEWARDSHIP

Naast controle over het proces en de mogelijkheid om een hogere recovery te bewerkstelligen, biedt de lead plaintiff positie een unieke kans om verbeteringen af te dwingen in de corporate governance



Anatoli van der Krans

als onderdeel van de schikking. Met name Europese pensioenfondsen hechten sterk aan goede corporate governance en ze gebruiken het Amerikaanse securities class actions systeem om misstanden te adresseren en governance te verbeteren. Het voeren van US-class actions kan daarmee onderdeel worden van de stewardship-strategie van het pensioenfonds. Naast stemmen en dialoog wordt het voeren van rechtszaken om beleggingsverliezen terug te halen en de governance te verbeteren een instrument in de stewardship-gereedschapskist.

BUITEN DE VERENIGDE STATEN: VOORAL OPT-IN MODEL

De recoveries voor beleggers uit alle andere landen bij elkaar bedragen slechts zo'n 5% van het wereldwijde totaal aan recoveries. Sinds de Amerikaanse Hoge Raad in 2010 heeft besloten dat beursfraudeclaims alleen onder het Amerikaanse recht vallen als de onderliggende stukken in de VS verhandeld werden, zijn verschillende landen de toegang naar de rechter aan het verbreden. Dit gaat echter traag. Ook duren procedures in Europa over het algemeen veel langer dan in de VS en bestaat in een aantal Europese landen het risico van proceskostenveroordeling bij verlies van de rechtszaak.

BEST PRACTICES VOOR PENSIOENFONDSEN

De mogelijkheden van shareholder litigation inpassen in de Nederlandse poldercultuur is een onderwerp waar veel pensioenfondsen mee worstelen. Enerzijds willen ze liever incidenten oplossen met

een dialoog. Anderzijds herkennen pensioenfondsen de mogelijkheden om beleggingsverliezen terug te halen, governance te verbeteren en een krachtig signaal naar de markt te sturen dat bepaald gedrag niet geaccepteerd wordt. Vaak wordt besloten tot het instellen van acties op basis van de volgende best practices:

- **Claim filing:** Voor opt-out class action-schikkingen wordt de custodian gevraagd om een claimformulier in te sturen. Dit claimformulier wordt gecontroleerd door de claims administrator, waarna het pensioenfonds het pro rata deel van de schikking ontvangt. Door het instrueren van de custodian om passieve claims in te dienen, wordt voorkomen dat pensioenfondsen geld op de tafel laten liggen.
- **Portfolio monitoring:** Een of meer gespecialiseerde Amerikaanse advocatenkantoren wordt gevraagd om de wereldwijde portefeuille te monitoren op fraudegerelateerde beleggingsverliezen. De transactiegegevens worden gematcht met alle lopende rechtszaken wereldwijd. Deze data worden weergegeven op een dashboard, waardoor eventuele exposure direct duidelijk is. Over sterke zaken waarin grote verliezen zijn geleden, ontvangt het pensioenfonds van het advocatenkantoor een memo met een uitgebreide analyse en een advies om wel of geen actieve rol te vervullen.
- **Shareholder litigation-beleid opstellen:** Per jaar starten wereldwijd zo'n 300 rechtszaken. In een deel daarvan zal het



Foto: Archief Jeroen van Kwawegen

Jeroen van Kwawegen

pensioenfonds geen of slechts beperkte verliezen hebben geleden. Een ander deel van deze rechtszaken is zwak. De hoogte van de verliezen en de merites van de zaken blijken uit het ontvangen memo. Om de tijd van het pensioenfonds effectief te besteden aan de zaken die ertoe doen, wordt vaak gekozen voor het instellen van verliesdrempels. Als het verlies onder de drempel blijft, blijft het fonds passief. Komt het verlies boven de drempel of is er een goede kans op significante verbetering van de corporate governance, dan wordt een actieve rol overwogen.

BEST PRACTICES ZORGEN VOOR CONTROL

De afgelopen jaren hebben veel Nederlandse pensioenfondsen en asset managers de drie best practices voor shareholder litigation toegepast. Hierdoor zijn ze in control, lopen ze geen opbrengsten mis en zijn ze actief in de voor deze beleggers belangrijke zaken. Daarnaast is een duidelijke trend waarneembaar dat Nederlandse institutionele beleggers in de VS rechtszaken gebruiken om de corporate governance te verbeteren. «

21ST CENTURY FOX

Nadat er een groot aantal ernstige beschuldigingen van seksuele intimidatie en van discriminatie op grond van afkomst naar buiten was gekomen, startte een Amerikaans pensioenfonds een rechtszaak tegen 21st Century Fox. Na 18 maanden van procederen, met volop bewijs van een langjarig en hardnekkig patroon van seksuele intimidatie en discriminatie van vrouwen en minderheden, kwam er een schikking. Deze bestond uit twee onderdelen: (i) \$ 90 mln aan recovery, en (ii) de installatie van een board-level Workplace Professionalism and Inclusion Council, die de bevoegdheid kreeg om allerlei regels uit te vaardigen om nieuwe misstanden te voorkomen en de corporate cultuur van 21st Century Fox te veranderen. Deze Board-level Council fungeert als voorbeeld voor veel andere ondernemingen die eveneens hebben besloten tot het instellen van een dergelijke Board-level Council.

Dit artikel werd geschreven door Anatoli van der Krans, Director European Investor Relations, BLB&G, en Jeroen van Kwawegen, Partner, BLB&G.

DE ONDERGANG VAN HEDGE FUNDS?

Door Bas Nagtzaam

Vanuit AF Advisors nemen we regelmatig bepaalde asset classes onder de loep. Heeft de asset class naar verwachting gepresteerd, hoe alloceren institutionele beleggers ernaar en wat zijn de toekomstige verwachtingen? In dit artikel richten we ons op een asset class met een imagoprobleem: hedge funds.

De term 'hedge funds' is feitelijk een vergaarbaak met een grote diversiteit aan strategieën. Verhandelde instrumenten, risicoprofielen en verwachte rendementen lopen sterk uiteen, maar hedge funds hebben één ding gemeen: er is een bepaalde competentie nodig om de strategie succesvol uit te kunnen voeren. Die competentie lijkt echter niet altijd aanwezig.

De rendementen van hedge funds zijn de laatste tijd behoorlijk tegengevallen. Hedge funds zouden bescherming bieden in neergaande markten, maar de laatste vier keer dat aandelen significant daalden (in 2008, 2011, 2018 en 2020), daalden hedge funds steevast mee. Over het afgelopen

decennium zijn de correlaties tussen aandelen en hedge funds alleen maar verder toegenomen.

Zijn de absolute rendementen van hedge funds daarmee vergelijkbaar geworden met die van aandelen? Nee, integendeel: gemeten over de periode vanaf 2008, dus inclusief de financiële crisis en de huidige turbulentie als gevolg van de coronacrisis, voegden aandelen gemiddeld 7% per jaar toe, terwijl brede indices voor hedge funds slechts 3% per jaar aan rendement boekten. Hedge funds kenden dus een relatief hoge correlatie met aandelen, terwijl het rendement tegenviel. Niet verwonderlijk dat veel Nederlandse institutionele beleggers in het voorbije decennium uit hedge funds zijn gestapt.

ONZUIVERE VERGELIJKING

Is het fair om hedge funds te vergelijken met een belegging in aandelen? Niet perse. Volgens de enge definitie hebben hedge funds geen structurele exposure naar aandelen of obligaties, maar naar alternatieve risicobronnen zoals momentum, denk aan trendvolgende hedge funds, of naar aandelenselectie, zoals equity long/short-hedge funds. Deze alternatieve bronnen zorgen voor diversificatie. Het is daarbij de bedoeling dat deze bronnen ook op zichzelf een positief rendement bieden. Met andere woorden: we willen een bekwaame hedge fund manager die door zijn of haar specifieke keuzes, waarde,

oftewel alpha, toevoegt. Dit is de primaire reden voor beleggers om hedge funds in hun portefeuille op te nemen: ze bieden bescherming in neergaande markten. Helaas is alpha niet eenduidig te isoleren en is het niet eenvoudig om die te vinden.

EXOTISCHE BETA

In de praktijk zien we veel hedge funds die niet alleen alpha, maar ook exotische beta in hun portefeuille hebben. Dit zijn bijvoorbeeld managers die obligaties opkopen van bedrijven die in de problemen zijn geraakt: distressed debt-managers. Middels herstructurering van de balans van in problemen geraakte bedrijven proberen zij waarde toe te voegen. Dit zijn complexe processen waar deskundigheid en gespecialiseerde managers voor nodig zijn. Als zij geld van derden beheren, dan vragen zij daarvoor typische hedge fund-vergoedingen: 2%

Hedge funds kenden een relatief hoge correlatie met aandelen, terwijl het rendement tegenviel.



Bas Nagtzaam

Een belegger in hedge funds moet over deskundigheid beschikken om het kaf van het koren te scheiden.

vaste vergoeding en 20% performance fee. Vaak zijn deze hogere fees voor een bepaalde deskundigheid voldoende reden om een manager in het bakje 'hedge funds' te plaatsen.

Een brede hedge fund index bestaat dus uit managers die pure alpha nastreven én exotische beta-managers. Dit heeft implicaties voor het beoordelen van het rendement van een brede hedge fund index.

PROBLEMEN MET BREDE HEDGE FUND INDICES

Ten eerste de groep met exotische beta. In sommige gevallen, zoals bij intellectual property, bestaat er een duidelijk verband met economische groei. Als aandelen en obligaties het goed doen, doet deze categorie het in de regel ook goed. Maar bij insurance linked securities is dat verband er helemaal niet. Deze beleggingen hebben veelal betrekking op natuur-rampen of extreme weersomstandigheden, die logischerwijs geen enkele samenhang vertonen met de economie. Een distressed debt-manager is voor het opbouwen van zijn portefeuille juist gebaat bij wat stress: als de economie in zwaar weer verkeert, komen bedrijven in de problemen en dat biedt juist kansen voor distressed debt-managers. Omdat de premies van exotische beta vaak losstaan van economische groei en sommige strategieën juist een tegengestelde samenhang hebben met economische groei, is het logisch dat dit deel van het hedge fund-spectrum het rendement op aandelen en obligaties gemiddeld niet kan

evenaren. Zeker niet in goede perioden voor aandelen zoals de afgelopen 12 jaar.

Ten tweede is er de groep die pure alpha nastreeft. Deze groep heeft long- én short posities. Indien een long/short-manager geen enkele exposure naar de markt heeft, heeft de beweging van de markt geen directe invloed op het rendement. Het rendement komt alleen voort uit het kiezen van de juiste winnaars en verliezers. Dit is een zero sum game: de winst van de succesvolle belegger is het verlies van de niet-succesvolle belegger. Per saldo komt hun rendement op nul uit, voor kosten. Een brede hedge fund index wordt bevolkt door zowel de winnaars als de verliezers van deze zero sum game. Sterker nog, juist binnen de hedge fund-sector is er veel kaf tussen het koren. Hedge funds kwamen op in de jaren 90 en boekten aanvankelijk veel succes. Vanwege de aantrekkelijke vergoedingen trok de sector veel nieuwe managers aan, zo ook managers van mindere kwaliteit die op lange termijn zouden verliezen van de slimste managers.

Bovenstaande maakt duidelijk dat hedge funds beoordelen als populatie, door naar een brede index te kijken, niet gewenst is. Die populatie bestaat immers deels uit managers die exotische beta nastreven met heel wisselende premies en deels uit managers die met elkaar in een zero sum game verwickeld zijn. Een institutionele belegger die overweegt om hedge funds toe te voegen aan zijn portefeuille kijkt daarbij dus beter niet te veel naar een index. En daar wringt vaak de schoen: voordat een grote belegger een asset class aan zijn strategische mix toevoegt en managers gaat selecteren, wenst hij een algemeen beeld van risico, rendement en correlatie met andere asset classes. Voor hedge funds is dat uitdagend.

Voorafgaand aan het selecteren van een hedge fund moet een belegger al een duidelijk beeld hebben van het doel: wordt er alpha binnen een bepaalde beleggingscategorie gezocht of diversificatie door exposure naar exotische beta? Vervolgens zoomt de

belegger in op het gewenste deel van het universum. Omdat er een grote verscheidenheid aan strategieën is en er grote verschillen in het competentie-niveau van managers bestaan, moet een belegger in hedge funds beschikken over deskundigheid om het kaf van het koren te onderscheiden.

BESMETTE NAAM

'Hedge funds' is slechts een verzamelnaam voor een categorie fondsen die, vanwege een slechter imago door achterblijvende performance en relatief hoge vergoedingen, langzaam aan het verdwijnen is. Er is echter altijd behoefte aan deskundige managers die alpha of exotische beta kunnen leveren tegen een schappelijke prijs. «

- Rendementen van hedge funds vallen de laatste jaren tegen, maar een vergelijking tussen indices voor hedge funds en aandelenindices is onzuiver.
- Indices voor hedge funds bestaan namelijk uit managers die alpha nastreven, en daarmee een zero sum game spelen, en managers die vooral beleggen in exotische beta's.
- Componenten van een hedge fund index kennen daarmee een hoge mate van verscheidenheid.
- Succesvol beleggen in hedge funds vereist daarom een hoge mate van deskundigheid.

Dit artikel werd geschreven door Bas Nagtzaam, Director Investment Consultancy, AF Advisors.



COLUMN

DOOR HAN DIEPERINK, GESCHREVEN OP PERSOONLIJKE TITEL

De groene taxonomie

De overheid gaat bepalen wat mensen moeten denken, allemaal onder het motto van duurzaamheid. Maar diversiteit is ook bij opvattingen over duurzaamheid belangrijk.

Filosofen debatteren al duizenden jaren over de vraag of ethiek objectief of subjectief is. In discussies over ethiek gaat de enge opvatting van rationaliteit ervan uit dat er geen directe relatie kan bestaan tussen morele oordelen en interesses aan de ene kant en objectieve kenmerken aan de andere kant. Om de realiteit objectief te aanschouwen, moeten we abstraheren van subjectieve elementen. Als iets niet te meten is, dan is het per definitie subjectief. Maar de rol van ethiek is juist om kritisch naar het gedrag en de meningen van mensen te kijken.

Zonder emoties bestaan er geen goede morele oordelen. Maar door mensen argumenten en informatie te geven, kunnen emoties wel veranderen. Emoties kunnen daarmee worden 'geobjectiveerd', al klinkt dat wel erg Orwelliaans. Toch is dat exact wat de Europese Unie wil doen op het gebied van duurzaamheid. De Europese Unie wil namelijk een groene taxonomie invoeren. De overheid gaat voortaan bepalen welke emotie we waarbij moeten voelen. Geen discussie meer over heikle onderwerpen als kernenergie, dierenrechten, plantenrechten en genterapie. De groene taxonomie classificeert alle duurzame activiteiten. Niet in vijftig tinten groen, maar in simpel grijs, lichtgroen of donkergroen.

Duurzaamheid is per definitie subjectief. Duurzaam beleggen is begonnen bij kerkelijke instellingen die uitgesproken opvattingen hebben over abortus, vivisectie en euthanasie. Daartegenover staan in Nederland maatschappelijke organisaties die actief zijn op het gebied van milieu en die soms voor en soms ook tegen kernenergie zijn. Dan kan er ook nog sprake zijn van voortschrijdend inzicht. Mient Jan Faber heeft zich inmiddels gedistantieerd van de acties tegen kernwapens en stelt nu dat dezelfde wapens een garantie zijn voor de wereldvrede. Hetzelfde geldt bijvoorbeeld voor het stoken van palmolie in

energiecentrales. Vijftien jaar geleden was dat nog een manier om minder broeikasgassen uit te stoten, totdat men erachter kwam dat er meer CO₂ vrijkwam vanwege het droogleggen van moerassen op Kalimantan voor de aanleg van palmolieplantages.

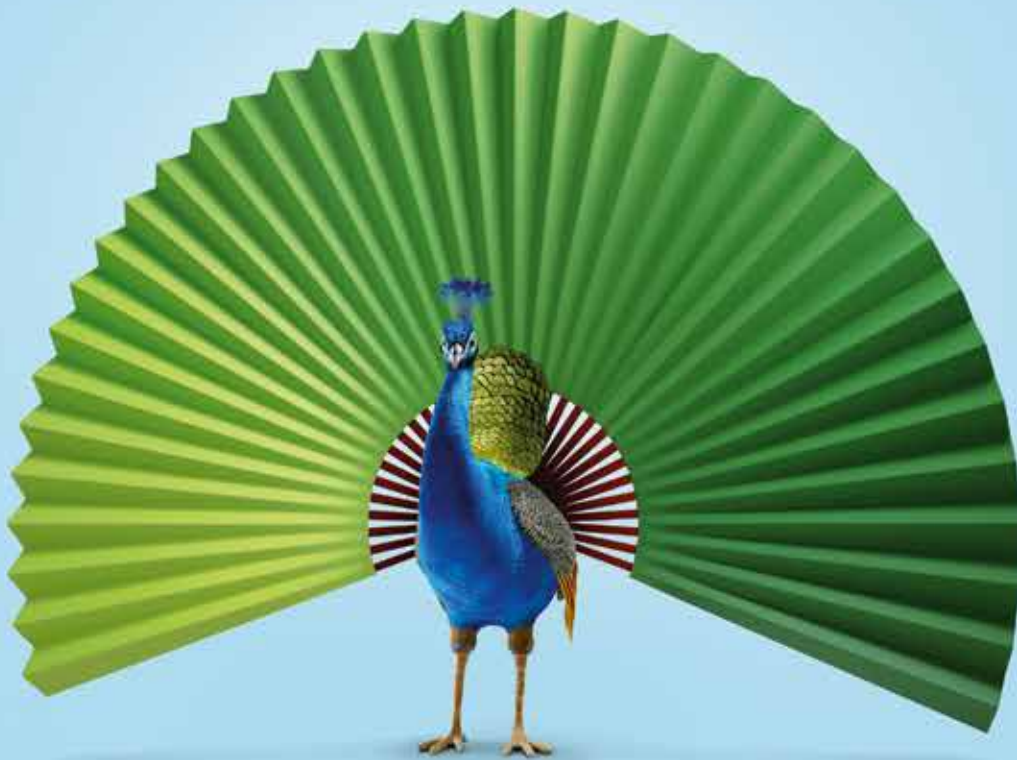
Het voordeel van subjectieve duurzaamheid is dat dergelijke opvattingen zich sneller aanpassen aan maatschappelijke ontwikkelingen. Door de verschillende opvattingen is het systeem veel robuuster. Op het moment dat de duurzame inhoud wordt verankerd in wet- en regelgeving, is aanpassen echter onmogelijk. Eerst moeten er dan weer nieuwe werkgroepen, klankbordgroepen, expertgroepen et cetera worden georganiseerd, waar iedereen dan zijn position papers op los kan laten, waarna uiteindelijk de lobbyisten bepalen wat duurzaam is. Bijkomend nadeel is dat de overheid zich juist daardoor vervreemt van de maatschappij. Bovendien heeft de extreme nadruk op het milieu negatieve sociale effecten. Duurzame beleggers geven de voorkeur aan bedrijven met weinig personeel. Dat is niet bewust, maar bij bedrijven met weinig personeel is de carbon footprint nu eenmaal lager. Vaak is ook de loonkloof kleiner. Wellicht dat de Europese Unie eerst eens kan berekenen hoeveel banen er zullen verdwijnen door de groene taxonomie.

Financiële markten moeten het hebben van diversiteit. Als iedereen hetzelfde denkt en doet, is er geen markt. Het risico wanneer iedereen hetzelfde doet, hebben we mogen ervaren tijdens de Grote Financiële Crisis en de eurocrisis. Risico's werden overal gemanaged met behulp van Value-at-Risk, een systeem waardoor er lekker veel leverage in het systeem kon kruipen. Het Bazelcomité had bedacht dat een risicoweging van nul procent voor Griekenland wel passend was. Zonder die regel was er in 2012 geen eurocrisis geweest. Nu maar hopen dat Europa geen fout heeft gemaakt in de groene taxonomie. «

Amundi's gamma van ETF's voor duurzaam beleggen

Er zijn vele tinten groen.

Kies de schakering die het beste bij u past.



Als toonaangevend Europees vermogensbeheerder⁽¹⁾ ondersteunen wij uw ambities op het vlak van duurzaam beleggen, en daar zijn wij trots op.

- Een ruim gamma van kostenefficiënte aandelen- en obligatie-icbe-ETF's met ESG-beleid;
- Een klantgerichte benadering die het hele spectrum van ESG-integratie overspant;
- Klimaatgerichte ETF's om u te helpen de opwarming van de aarde tegen te gaan.

amundi.nl

**Vertrouwen
moet je verdienen**

Amundi
ASSET MANAGEMENT

BELEGGERS ZIJN BLOOTGESTELD AAN HET RISICO VAN KAPITAALVERLIES.

Enkel voor professionele klanten. Deze promotie wordt uitgegeven in Nederland door Amundi Asset Management. Amundi Asset Management is een vergunning verlend door en het staat onder toezicht van de Autorité des Marchés Financiers (AMF), beschikt over een Europees paspoort voor dienstverlening in Nederland en is in het register gehouden door de Autoriteit Financiële Markten opgenomen. Meer informatie over deze registratie is op verzoek verkrijgbaar. Dit materiaal is niet bestemd voor burgers of inwoners van de Verenigde Staten van Amerika of voor een 'U.S. Person', zoals gedefinieerd in Regulation S onder de US Securities Act van 1933. Deze advertentie strekt uitsluitend ter informatie en vormt geen aanbeveling tot aan- of verkoop. Beleggingen in een fonds mogen enkel worden gedaan op basis van de essentiële beleggersinformatie ('KIID') en het prospectus voor dat fonds, die informatie bevatten over de beleggingsrisico's en op verzoek verkrijgbaar zijn in het Nederlands of op amundi.nl. Bij de handel in ETF's kunnen er transactiekosten worden aangerekend. (1) Bron: IPE "Top 500 Asset Managers", gepubliceerd in juni 2020 en gebaseerd op het beheerde vermogen per 31/12/2019. | WALK®



GEVRAAGD: SNELLE EN GERICHTE ACTIE

Door Baart Koster

De Live Uitzending van Financial Investigator over ESG, impactbeleggen en de implementatie van de SDGs reflecteerde de urgentie die inmiddels rond dit thema is ontstaan. In lijn daarmee spitste de paneldiscussie 'Hoe de SDGs te implementeren?' zich toe op snelle en doordachte actie. 'We komen alleen verder als we als gemeenschap van stakeholders samenkomen en onze kennis delen.'



Het spreekwoordelijke twee voor twaalf zijn we inmiddels gepasseerd en voorliggende mondiale uitdagingen vragen met klem om een effectieve aanpak. Voor corporates is het daarom belangrijk doelmatige stappen te zetten naar een duurzaam beleid. En voor institutionele beleggers ligt er de schone taak om de bedrijven die hierin slagen te identificeren en deze aan hun beleggingsportefeuilles toe te voegen. Met die insteek debatteerden drie professionals onder leiding van dagvoorzitter Angélique Laskewitz, Directeur VBDO, over de vraag hoe je voortvarend en doelgericht tot SDG-implementatie komt.

Op zoek naar een eenvormige meetmethode

Het non-financiële beleggingsrendement is zo langzamerhand even belangrijk geworden als het financiële. Hetzelfde geldt voor het in kaart brengen daarvan. Laskewitz noemde het meten van niet-financiële beleggingsopbrengsten zelfs de hoeksteen van impact investing en vroeg hoe dat concreet handen en voeten krijgt. Rupert Welchman, Lead Portfolio Manager Impact Equity bij UBP, maakt zich weinig illusies over een eenvormige meetmethodiek. 'Geen enkel bedrijf heeft vandaag de dag de oplossing in handen. Dat kan ook niet, want we bewandelen als asset managers een leerpad. Dan kun je twee dingen doen. Je kunt zeggen: 'Meten is ongelooflijk moeilijk en intellectueel onmogelijk. Bovendien vereist het een gemeenschappelijke taal. Daarom wachten wij liever tot er eerst een gestandaardiseerde meetmethode is ontwikkeld.' Maar je

We komen alleen verder als we als gemeenschap van stakeholders samenkomen en onze kennis delen.

kunt ook het tegenovergestelde doen en zeggen: 'Ja, er zijn inderdaad grote onvolkomenheden in hoe we meten, maar onze eigenlijke missie is heel duidelijk, dus waarom gaan we niet gewoon aan de slag?' Voor dat laatste heeft UBP gekozen.'

Binnen die missie ligt de focus op bedrijven die zich richten op oplossingen voor de verschillende wereldproblemen, van milieuthema's tot maatschappelijke issues. 'Het is daarbij een pre wanneer bedrijven het goed doen op non-financiële openbaarmaking', zegt Welchman. 'Je wilt immers je klant, de eindbelegger, helderheid kunnen verschaffen.' 'Maar', relativeert hij, 'SDGs mogen dan het beste raamwerk zijn dat we beschikbaar hebben, het blijft een raamwerk. We komen alleen verder als we als gemeenschap van stakeholders samenkomen en onze kennis delen, zoals op dit seminar gebeurt.'

Vervolgens deed Laskewitz een stapje terug en vroeg ze naar de concrete SDG-doelen van de deelnemers. Jeroen Cox, Lead Energy Management & Circular Economy Programs bij KPN, vindt dat een relevante vraag en noemt zichzelf in dat verband 'een gelover in strategie en focus'. Cox: 'Je kunt immers niet alle 17 SDG-vakjes aankruisen. Wij kwamen zodoende uit op SDGs die te maken hebben met de digitale samenleving, sociale inclusiviteit en met mijn persoonlijke veld van expertise: energie en milieu. Met dergelijke keuzes begint het allemaal en zodra die eenmaal deel van je strategie zijn, is het zaak je succesfactoren te benoemen en die te vertalen in KPI's.'

Kies passende SDGs

Saskia Verbunt, Acces to Care Program Manager bij Philips, herkent dat. 'Aanvankelijk werd er naar alle SDGs gekeken, maar bij de keuzes die je maakt, moet je ook kijken naar het

bedrijf dat je bent', zegt zij. 'Van een breed conglomeraat zijn wij een op gezondheidstechnologie gefocust bedrijf geworden. Ons 2030-doel is om per jaar 2,5 miljard levens te verbeteren. Daar hoort SDG nummer 3 bij, dat is gericht op gezondheid en welzijn. Philips focust op duurzame productontwikkeling en duurzaam productontwerp en doet dit onder andere met inachtneming van beschikbare natuurlijke bronnen, door het reduceren van afval en door het energiezuiniger maken van producten. Daar horen SDG 12, verantwoorde productie en consumptie, en SDG 13, het bestrijden van klimaatverandering, bij, net zoals dat geldt voor SDG 17. Wij werken dan ook zoveel mogelijk samen met bijvoorbeeld ngo's en overheden om onze duurzame ontwikkelingsdoelen te bereiken.' 'Er moeten inderdaad keuzes worden gemaakt', beaamt Welchman. Want hij kent ze, bedrijven die ellenlange rapporten publiceren waarin ze zich over alle 17 SDGs uitspreken. 'Maar een dergelijke benadering is simpelweg niet realistisch. Ik wil dat zo ook niet naar mijn investeerders rapporteren.'

Welchman wordt wél enthousiast van SDGs als een raamwerk dat kan worden gedeeld met de man en de vrouw op straat en dat aansluit op hun belevingswereld en prioriteiten. 'Daarom vind ik het essentieel dat bedrijven heel duidelijk zijn over welke doelen ze nastreven, waarom ze daarvoor kiezen en welke SDGs onderdeel van hun beleid uitmaken.' Window dressing is daarbij uit den boze, maar eerlijkheid is cruciaal, vervolgt Welchman. 'Ik heb een mooi voorbeeld van een Japanse onderneming waarin we belegd zijn. Dit bedrijf heeft heel hoge impactdoelen gesteld, maar heeft er tegelijkertijd bijna plezier in om te rapporteren dat het een bepaald doel weliswaar niet heeft bereikt, maar dat het wel de levens van miljoenen mensen weer wat heeft kunnen verbeteren. Die eerlijkheid sluit heel erg aan op hoe wij financiële beleggingskeuzes willen vertalen naar de belevingswereld en belangen van de gewone man en vrouw.'

De duurzaamheidstransformatie waarin we zitten moet door mensen op alle niveaus binnen de organisatie worden opgepakt om echt succesvol te zijn.

Top to bottom

Daarna ging de discussie van intenties over naar prestaties. Laskewitz wilde bijvoorbeeld weten wat de succesfactor van zowel Philips als KPN is. Voor Verbunt ligt die besloten in de wijze waarop Philips duurzaamheid programmatisch heeft weten in te bedden in de organisatie. Het bedrijf heeft een door de uitvoeringscommissie gedragen duurzaamheidsindex met meer dan 10 KPI's die de duurzaamheidsprogramma's weerspiegelen. 'Elk kwartaal komt onze commissie voor duurzame ontwikkeling bijeen om de voortgang in het nastreven van onze specifieke duurzaamheidsdoelen te beoordelen. Doordat duurzaamheid zo ingebed is, werkt ons beleid in de gehele organisatie, inclusief verschillende business lines en markten. En dat moet natuurlijk ook, want de uitdaging is om onze 80.000 medewerkers in beweging te krijgen. Tegelijkertijd zit er zoveel potentie en kracht in onze organisatie, dat het heel veel gaat opleveren als we die maximaal kunnen ontsluiten.'

Dat het beleid top down geïmplementeerd wordt is prima, maar volgens Verbunt is er meer nodig. En daarin schuilt ook een succesfactor van Philips. 'Uiteindelijk moet de duurzaamheidstransformatie waarin we zitten door mensen op alle niveaus binnen de organisatie worden opgepakt om echt succesvol te zijn. Dat moet dus nog meer vanaf de werkvloer komen en dat zien we gelukkig ook gebeuren. Over het algemeen zijn medewerkers trots dat hun organisatie het voortouw neemt in duurzaamheid en op duurzame wijze handelt.'

Cox voegt daaraan toe dat goede samenwerking met leveranciers juist voor een communicatiebedrijf als KPN een voorwaarde is voor succes. 'Kijk je naar verduurzaming qua energiegebruik, dan kom je bij ons al snel uit op de keuze voor groene energie voor ons netwerk en onze bedrijfs-wagens. En aangezien wij niet tot de maakindustrie behoren, is voor ons vooral veel te winnen bij samenwerking met onze toeleveringsketen en het samen met onze leveranciers en klanten bouwen van sterke ecosystemen. Dat vraagt om een continue vernieuwing van ideeën en constante innovatie. Voor ons ligt de focus daarbij op energiegebruik en circulariteit, maar ook het vinden van duurzame toepassingen voor nieuwe producttechnologieën als 5G en IoT is belangrijk. De bottom line voor succes is wat mij betreft het besef dat je het niet alleen moet proberen te doen, maar dat je onderdeel bent van een ecosysteem. Samen kun je veel bereiken.'



Tijdens de interactieve bijeenkomst was vervolgens het moment aangebroken om het publiek in de zaal de enquêtevraag voor te leggen of bedrijven zich moeten richten op een selectie van SDGs, of juist op de realisatie van zoveel mogelijk SDGs. De zaal trok in overtuigende meerderheid de rode kaart die de keuze voor een selectie van SDGs symboliseerde in tegenstelling tot het willekeurig invullen van zoveel mogelijk duurzame ontwikkelingsdoelen. Een positieve constatering, waarop Laskewitz direct voortbouwde door de vraag te poneren hoe we de groei van impact investing moeten stimuleren. Welchman vindt de signalen die hij uit de industrie oppikt al heel bemoedigend, zeker als daarbij het vizier op Nederland en Noord-Europa wordt gericht. 'Daar', zo stelt hij vast, 'zetten asset owners al grote bedragen op duurzame wijze aan het werk. Als dat gebeurt met oog voor de eerdergenoemde werkende mannen en vrouwen die vlijtig voor hun pensioen sparen en met oog voor de wijze waarop zij hun prioriteiten stellen, dan is dat nóg positiever.'

Alleen samen sterk

Vervolgens kwam tijdens het hybride evenement een vraag uit de online koker gerold: zijn de SDGs nog wel duurzaam genoeg? 'Als ik naar deze vraag luister', aldus Verbunt, 'dan verbaas ik me bijna over het inwendige ongeduld dat ik voel. Want het moet toch eerst en vooral gaan over de vraag: hoe zetten we doelen om in gerichte actie? We moeten hoognodig in actie komen en daar is wat mij betreft het fundamenteel anders doen van dingen een belangrijk onderdeel van.' Als zij daarna nog even teruggaat naar de vraag, dan bevat ook haar antwoord daarop een ondubbelzinnige call to action. 'Zijn de ontwikkelingsdoelen nog duurzaam genoeg? Nou, we zullen er absoluut gaten in kunnen schieten, maar we moeten vooral beginnen met duurzame acties. Want uiteindelijk geldt: the proof of the pudding is in the eating. In het licht van de enorme mondiale problemen waarvoor we ons gesteld zien, is de vraag gerechtvaardigd of we werkelijk de juiste problemen identificeren en of we die voortvarend genoeg aanpakken.'

Cox betreft de tijdshorizon in het debat. 'Uiteraard is die horizon essentieel, maar we moeten niet de fout maken ons louter te richten op langetermijndoelen. We zullen ook doelen voor de korte en middellange termijn moeten blijven stellen en die combineren met heldere KPI's, waar we jaar op jaar op doorbouwen. Met die focus kun je verduurzaming zelfs versnellen.' Welchman hanteert de metafoer van de kapitein die zijn jacht om een grote storm heen probeert te navigeren.

De bottom line voor succes is het besef dat je het niet alleen moet proberen te doen, maar dat je onderdeel bent van een ecosysteem. Samen kun je veel bereiken.

'Je zult', zo schetst hij, 'op de ruwe zee waarop we zitten continu je vaarroute moeten aanpassen, waarbij ik wil aantekenen dat de meeste uitdagingen nog vóór ons liggen. Maar voor nu zou ik zeggen: laat ieder succesje op het transitiepad een stimulans zijn om je ambities gaandeweg de reis te verhogen. Belangrijk is daarnaast dat alle stakeholders samenkomen. Pas als we dit als overheid, corporates, investeerders en consumenten samen doen, komen we in een positie waarin we onze SDG-ambities voor de toekomst kunnen aanscherpen. Laten we die stap eerst maar eens zetten.'

Als het de KPI's op maatschappelijk en milieugebied betreft, lijken KPN en Philips koplopers in de markt, zo merkt een aanwezige in de zaal op. Worden die ook strategisch gebruikt om te sturen op het verbeteren van levens van mensen? 'Als je specifiek naar ons access to care program kijkt en naar waar momenteel onze meeste activiteiten plaatsvinden en waar we het meeste rendement behalen, dan is dat vooralsnog in landen waar gezondheidszorg relatief goed bereikbaar is voor mensen,' antwoordt Verbunt, 'Maar we volgen ontwikkelingen en veranderingen op de voet en kijken constant naar toekomstige groeimogelijkheden, zodat we ons in een vroeg stadium op die markten kunnen richten.'

Verder sluit Verbunt graag aan bij wat eerder werd opgemerkt, namelijk dat elke organisatie onderdeel is van een ecosysteem en niemand het alleen kan. Samenwerking is essentieel. 'Daarop', besluit Verbunt, 'sorteert Philips voor. Bijvoorbeeld door te investeren in het vormen van goede teams van medewerkers die de samenwerking met de juiste spelers in het ecosysteem kunnen aangaan.' Ook binnen KPN is dit thema besproken, zegt Cox: 'Het staat dus absoluut op onze strategische agenda. Momenteel bewegen we ons binnen KPN van 'licence to operate' naar 'licence to grow' met duurzame oplossingen. Dat laatste kun je alleen op een goede manier doen als je je huiswerk op het eerste deel gedaan hebt.' «



Financiële inclusie: inclusief financieel rendement

DOOR HENDRIK JAN DAVIDS, SENIOR PRODUCT MANAGER, ACTIAM

Een studie van het Global Impact Investing Netwerk (GIIN) wijst uit dat het aandeel van beleggingen in financiële inclusie in de laatste tien jaar is gestegen tot USD 502 mrd.

Beleggingen waarmee zowel een financieel als een sociaal rendement wordt nagestreefd, zijn in opkomst. Dit soort beleggingen werd in 2007 door de Rockefeller Foundation aangeduid met de term 'impactbeleggingen' en meer recentelijk met de term 'financiële inclusie'. Volgens de definitie van de Wereldbank is financiële inclusie erop gericht mensen en bedrijven op een verantwoorde en duurzame wijze toegang te geven tot nuttige en betaalbare financiële producten en diensten. Met financiële inclusie kunnen zeven van de 17 SDGs worden bereikt¹. Naast het onderkennen van het belang van het sociale aspect mag de factor 'financieel rendement' niet worden vergeten.

Pensioenakkoord maakt de weg vrij

Financiële inclusie is een aantrekkelijke beleggingscategorie die goed past in het recente Pensioenakkoord tussen parlement, werkgevers en vakbonden over de hervorming van het Nederlandse pensioenstelsel. In het Pensioenakkoord verschuift de focus van het vereiste eigen vermogen naar het risicogewogen absolute rendement. Voor illiquide beleggingen, zoals financiële inclusie, zal niet langer een kapitaalbuffer nodig zijn. Dit maakt de weg vrij voor meer beleggingen in financiële inclusie in pensioenportefeuilles.

Een heldere norm

We richten ons binnen de beleggingscategorie financiële inclusie op vastrentende waarden, ook wel Private Debt Impact Funds (PDIFs) genoemd, met een

sterke blootstelling aan onderhandse leningen in ontwikkelingslanden.

Een goed uitgangspunt om de prestatie van PDIFs te meten, is de Symbiotics Microfinance Index (SMX)². Deze index bestaat sinds 2004 en is dé benchmark van de sector geworden. De SMX meet de prestaties na aftrek van de tarieven die de desbetreffende fondsen in rekening brengen en onderscheidt zich daarmee van de gangbare obligatie- en aandelenindices.

Jaarlijks financieel rendement

Sinds de introductie van de SMX-index bedroeg het gemiddelde jaarrendement in euro's 2,6%. Valuta's die niet rechtstreeks naar euro's kunnen worden afgedekt, worden afgedekt via een proxy, of, in uitzonderlijke gevallen, helemaal niet.

Interessant is dat het 12-maands voortschrijdend rendement in het slechtste jaar sinds 2004 maar net onder de 0% dook. In de best presterende periode van 12 maanden bedroeg het rendement bijna 6%. Zoals gezegd, zijn deze rendementen behaald na aftrek van de tarieven die de vermogensbeheerders in rekening hebben gebracht. Hier worden dus nettorendementen gebruikt.

Een ander opvallend feit is de betrekkelijke stabiliteit van het samengestelde rendement. Met name tijdens de mondiale financiële crisis in de jaren 2008-2010 bleven de rendementen positief. Het slechtste 12-maands rendement tijdens de crisis bedroeg 1,17%.

Risico's in financiële inclusie

'Geen rendement zonder risico.' De risico's in financiële inclusie zijn anders dan de risico's die zijn verbonden aan vastrentende waarden. Maar als we kijken naar de elementaire risico-indicatoren als standaarddeviatie en onttrekkingen, dan heeft financiële inclusie aantrekkelijke risicokenmerken.

Over de periode 2004-2019 was de standaarddeviatie van de SMX-index (EUR) 0,62%. De maximale volatiliteit in een periode van 12 maanden bleef ruim onder de 1%. Neerwaartse risico's gemeten door de maximale terugval vanaf het hoogtepunt van de SMX-index laten tevens een beperkt risico zien, met een totale maximale terugval van slechts 0,51% in de periode 2004-2019.

De volatiliteit van rendementen is echter geen adequate risicomaatstaf. Dit omdat de onderliggende beleggingen in PDIFs worden gedaan in een illiquide markt. Er is eigenlijk geen secundaire markt in onderhandse leningen. Derhalve verhullen starre prijzen bepaalde risico's die zijn verbonden aan beleggen in financiële inclusie. Aan de andere kant wordt het gebrek aan liquiditeit van beleggingen in financiële inclusie beloond met een premie: de illiquiditeitspremie.

Een ander risico dat niet echt wordt gemeten in de standaarddeviatie is het kredietrisico. Het kredietrisico blijkt in de praktijk mee te vallen. Verder dient rekening te worden gehouden met

renterisico's. De looptijd van de gemiddelde leningenportefeuille is bijna 42 maanden, oftewel 3,5 jaar. Ter vergelijking: de gemiddelde looptijd van Emerging Market Debt (EMD), gemeten door de J.P. Morgan EMBI Global Core Index, is bijna 13 jaar³. Dit wijst uit dat het renterisico van beleggingen in financiële inclusie veel kleiner is dan in de meer toegankelijke en liquide markt van EMD.

Waar risico en rendement samenkomen

Als portefeuille met aan financiële instellingen verstrekte leningen toont het ACTIAM Financial Inclusion Fund (AFIF) de reële toegevoegde waarde voor beleggers.

Met een sharpe-ratio van 6,1 verslaat financiële inclusie met gemak alle andere beleggingscategorieën. Rendement is één van de inputvariabelen voor de sharpe-ratio. Om deze te berekenen, zijn beheervergoedingen opgeteld bij de nettorendementen van AFIF, om ze zo te kunnen vergelijken met de brutorendementen van de getoonde marktindices. De andere inputvariabele voor de sharpe-ratio is standaarddeviatie. Zoals gezegd is standaarddeviatie geen ideale risicomastaf vanwege het illiquide karakter van beleggingen in financiële inclusie.

Opvallend is verder de lage correlatie van AFIF met andere beleggingscategorieën. Met alle correlaties onder 0,5 is financiële inclusie zeer geschikt voor de diversificatie van het rendement in een brede beleggingsportefeuille. De vraag is in welke mate financiële inclusie zou moeten worden toegevoegd aan een goed gediversifieerde portefeuille. Een uitsluitend kwantitatieve benadering zal leiden tot overallocatie van financiële inclusie vanwege de lage correlaties met andere beleggingscategorieën en de aantrekkelijke risico-rendementskenmerken (zoals gemeten in de sharpe-ratio). Een andere benadering

Figuur 1: Risico- en rendementskenmerken van verschillende beleggingscategorieën (brutorendement)

		Opbrengst (jaarlijks, samengesteld)	Volatiliteit (jaarlijks, samengesteld)	Sharpe ratio	AFIF (€) correlatie
ACTIAM	AFIF (€)	5,22%	0,92%	6,11	NA
Euribor	3M Euribor (€)	-0,22%	0,04%	4,82	0,30
Europese obligaties	iBoxx Euro Overall Total Return Index	2,41%	3,32%	0,85	0,39
Aandelen wereldwijd	MSCI World (100% hedged to €)	7,36%	11,16%	0,70	-0,11
Hedgefondsen	HFRX Global Hedge Fund Index (€)	-1,74%	3,92%	-0,34	0,02
Opkomende markten	J.P. Morgan GBI Global (€)	4,26%	6,71%	0,70	0,41

Rendementen van het ACTIAM Financial Inclusion Fund worden berekend door de toepasselijke beheervergoeding bij het nettorendement op te tellen. Zo wordt ter vergelijking een serie bruto rendementen gecreëerd.
Bron: ACTIAM, per eind december 2019.

om de geschikte allocatie aan financiële inclusie te berekenen, is een meer kwalitatieve benadering. Volgens een kwalitatieve scenariomethodologie zou een risicomijdende belegger 2-5% beleggingen in financiële inclusie aan de portefeuille moeten toevoegen.

Hoe de juiste PDIF te kiezen?

Het ontleden van historische cijfermatige informatie in berekeningen van financiële rendementen, verschillende risicomastaven, peergroupvergelijkingen en portefeuille-samenstelling zijn gebruikelijk in financiële analyse. De uitdaging ligt erin de PDIF te kiezen die in de toekomst het beste past bij de voorkeuren van de belegger. Er zijn drie toekomstgerichte elementen die helpen om de kwaliteit van de prestaties van PDIFs in de toekomst te garanderen. Dat zijn:

1. Bestuur

Het bestuur van een PDIF moet door de deelnemers zelf worden gevoerd. Wanneer de rollen van beleggingsadviseur en fondsbeheerder zijn gescheiden, wordt voorzien in een extra bestuurslaag binnen de PDIF. Dit zorgt ervoor dat iedere partij zich kan specialiseren in en concentreren op de verschillende aspecten van het werk van beleggingsadviseur die de deals maakt en de fondsbeheerder voor het uitkiezen van de deals die voldoen aan de strikte portefeuillecriteria. Scheiding van deze rollen voorkomt dealblindheid.

2. Vergoeding

Een ander toekomstgericht element is de totale vergoeding die in rekening wordt gebracht, want deze vergoedingen vormen een vast percentage van het belegde vermogen. Transparantie in de samenstelling van de totale kosten is evenwel van het grootste belang.

3. Trackrecord

Het spreekt voor zich dat een goed trackrecord ook van belang is. Uiteraard moet het financiële trackrecord ten minste één volledige economische cyclus beslaan en bij voorkeur ook belangrijke economische en politieke gebeurtenissen. Bij de beoordeling van PDIFs is bewezen liquiditeit voor beleggers rondom het instappen of uitstappen bij dergelijke moeilijke economische en politieke gebeurtenissen ook een cruciaal element dat niet mag worden onderschat.

In Nederland kan financiële inclusie als beleggingscategorie zeker aantrekkelijker worden vanwege het nieuwe Pensioenakkoord. Er zullen voor beleggers ook door COVID-19 nieuwe beleggingskansen ontstaan. De aantrekkelijke risico- en rendementskenmerken van financiële inclusie zullen blijven bestaan. Er ligt derhalve een mooie toekomst in het verschieft voor deze categorie impactbeleggen.«

1 SDGs: <https://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals/>

2 Syminvest: <https://www.syminvest.com/>

3 Data april 2020

Driving positive change through engagement

BY WIM GROENEVELD

The COVID-19 crisis has accelerated the adoption of sustainable capitalism. But in order to really drive positive change, having a real dialogue with companies is crucial. Financial Investigator spoke with Ana Victoria Quaas, Sustainable Investing Analyst at Fidelity International.

Did the COVID-19 pandemic increase corporate consideration of social responsibility? What do you see in practice?

'Before the pandemic hit, interest in ESG investing was growing in all regions of the world. The biggest issue for many was the impact of climate change and how to address it. After COVID-19 put the brakes on global growth, it seemed likely that ESG's rising tide would ebb. Sceptics claimed that it would be a bull market phenomenon and unlikely to remain a priority when entire industries were struggling to stay afloat.

The truth could not be more different. COVID-19 has brought ESG issues to the fore with unexpected urgency. Chief among

them has been the rise of 'S', with a much greater focus on employee welfare and the societal responsibility of businesses in a global crisis. Priorities – for corporations, households and governments – have changed dramatically.

Across sectors and regions, our analysts have said that the health of staff has been at the forefront of managements' minds, and companies will devote more attention to employees' safety and wellbeing in the future. We have also found that for some companies – as a result of the crisis – demonstrating good corporate citizenship and support for the communities in which they operate, is now an essential part of building and sustaining brand equity.

We have been able to map this transformation via our monthly survey of more than 140 analysts worldwide. Our June Analyst Survey found that this trend will outlast the COVID-19 outbreak in some areas. Fifteen percent of North America analysts, a higher proportion than in Europe, said they expected the majority of social-oriented changes in the companies would be permanent.'

Many say that this crisis has presented an opportunity to create a more solid, more equitable, and ultimately more sustainable economy. What are your experiences with this?

'The COVID-19 crisis has accelerated the adoption of sustainable capitalism, in particular on matters related to the social good, because of its challenge to society's ability to deliver the basic physiological needs of safety and good health. The pandemic is an external threat to populations, both in biological and economic terms, generating a collective wartime-like response to defeat it, and reinforcing the need to preserve the environmental and human ecosystem on which we all rely.

This may ultimately prove to be ground-breaking. There is growing recognition in the corporate world that its existence as a system for allocating resources is based on an implicit



ANA VICTORIA QUAAS

licence granted by society. One that can only be strengthened by seeking win-win, rather than win-lose outcomes.

It is likely that the extreme and tragic experience of the COVID-19 pandemic has resulted in a permanent change to the mindset and attitudes toward sustainable capitalism. If the door to combining corporate purpose and the common good was open a crack before the crisis, the events of the last five months have thrown it wide open.'

Have companies that focus on ESG been rewarded during the COVID-19 sell-off, or not? How did ESG-leaders perform? What are your expectations of future returns on investments of these companies?

'The sustainability theme has matured as an analytical approach, providing investors with a globally accepted vocabulary and a body of knowledge with which to analyse corporate performance. We have developed our own proprietary sustainability ratings to capitalise on and advance that body of knowledge, assigning the companies we cover a rating on a scale from A to E based on their performance against sustainability criteria.

Using these ratings, we've found that what holds true for long-term market performance, has also been a factor in more short-term market movements, particularly during the sudden and extreme bear market from February to March this year.

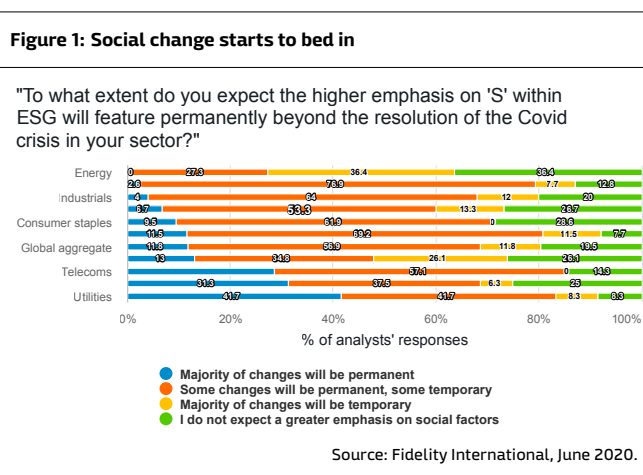
To test the effect of this volatility on companies with different environmental, social and governance characteristics, we have carried out a performance comparison across more than 2,600 companies, using the rating system, which gave us a wealth of data to analyse the dispersion of returns between the five levels during the recent crash.

Our hypothesis, when starting the research, was that the companies with good sustainability characteristics have more prudent and conservative management teams and will therefore demonstrate greater resilience in a market crisis.

While some caveats remain, including adjustments for beta, credit quality and the sudden market recovery, we were encouraged by evidence of an overall relationship between strong sustainability factors and returns, lending further credence to the importance of analysing ESG factors as part of a fundamental research approach.'

How can active asset managers play an important role in holding corporate management to account?

'Using sustainability as a core criterion can help assess whether the strategies a company is deploying will create long-term value or are merely generating short-term profits for shareholders at the expense of other stakeholders. By helping to judge between trends, this yardstick can make a significant difference to investment outcomes.



Corporate engagement forms a central pillar of the active approach to sustainable investing, and a policy of regularly talking to and meeting corporate decision makers has some advantages over other approaches.

Active asset managers have a role to play in holding corporate management to account and minimising the risks. Firstly, and perhaps most importantly from the viewpoint of sustainable investing, a strategy of engagement provides a setting in which to raise concerns about how a company manages the impact it has on the society or environment in which it operates. Secondly, an engaged asset manager is more likely to spot the sort of risks and opportunities that don't show up on the balance sheet. These non-financial risks can have a real financial impact on a firm over time.

Interacting with corporate managers gives a good sense of the culture of a company. A poor culture giving rise to issues such as employment discrimination or product safety is a source of risk that is likely to materialise in the form of fines or recall costs later on.' «

More information: <https://www.fidelityinstitutional.com/en-nl/articles/pages/outrunning-a-crisis-sustainability-and-market-outperformance-2ce135>

Important Information
 This information must not be reproduced or circulated without prior permission. Fidelity only offers information on products and services and does not provide investment advice based on individual circumstances, other than when specifically stipulated by an appropriately authorised firm, in a formal communication with the client.
 Fidelity International refers to the group of companies which form the global investment management organisation that provides information on products and services in designated jurisdictions outside of North America. This communication is not directed at, and must not be acted upon by persons inside the United States and is otherwise only directed at persons residing in jurisdictions where the relevant funds are authorised for distribution or where no such authorisation is required.
 Unless otherwise stated all products and services are provided by Fidelity International, and all views expressed are those of Fidelity International. Fidelity, Fidelity International, the Fidelity International logo and F symbol are registered trademarks of FIL Limited.
 Research professionals include both analysts and associates. Issued by FIL (Luxembourg) S.A., authorised and supervised by the CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier). SSL 20NL1005



Aegon AM and ABN AMRO launch Impact Equity Strategy

BY EMANUELE FANELLI, SENIOR RESPONSIBLE INVESTMENT MANAGER AT AEGON ASSET MANAGEMENT, AND STEPHANIE MOOIJ, SENIOR ENGAGEMENT ASSOCIATE AT AEGON ASSET MANAGEMENT.

Due to the recent upheaval caused by the COVID-19 pandemic, it is becoming increasingly evident that environmental and social factors play a significant role in economic stability and financial returns. Impact investing can be a primary driver towards a greener, smarter and fairer recovery from the pandemic - for everyone.

Considered a subset of responsible investing, impact investors aim at investing in companies and assets that have a measurable net positive impact, while simultaneously achieving robust financial returns. Although there are ample data available to refute the prevalence of concessionary returns, this hasn't quelled the scepticism caused by 'green washing' or by conveying a false impression that a company or its products are more environmentally sound than they really are. Investors are therefore cognizant of how rigorous their screening methods are being assessed. Stock selection is consequently of unparalleled importance in the impact investing process.

Identifying companies that have a net positive impact on people, the environment with their products and services is at the heart of the collaboration between Aegon Asset Management (Aegon AM) and ABN AMRO Investment Solutions (ABN AMRO IS), which has led to the launch of the ABN AMRO Aegon Global Impact Equity strategy. This strategy consists of a portfolio of listed companies selected from an investment universe defined by both a top down screening focused on removing companies with high ESG risks and a bottom up positive selection based on the contribution companies have made to the Sustainable Development Goals (SDGs).

Qualitative impact analysis

The responsibility for the qualitative impact assessment of companies in the investable universe lies with Emanuele Fanelli, Senior Responsible Investment Manager at Aegon AM. According to Fanelli, 'quantitative impact data is at its infancy. It can be backward-looking, incomplete, and utilise methodologies which are not aligned with our impact philosophy. It is therefore paramount to complement the data provided by external parties with a proprietary qualitative methodology.'

Aegon AM's Sustainability Analysts use a proprietary framework to measure a company's net impact by scrutinizing how the products and services provided by the company generate positive or negative outcomes, aligned with the United Nations' 17 SDGs.

'This encompasses both social and environmental aspects and emulates best practice by incorporating international standards. In addition, it requires companies to take actions both consciously and intentionally, not merely incidentally.' Fanelli is also responsible for ensuring that he and his colleagues can track, measure and demonstrate precisely how a company's business strategy yields positive change over time.

'We want to invest in companies that are serious about transitioning – not necessarily those that are completely



Photos: Archive Aegon Asset Management

EMANUELE FANELLI

aligned with the SDGs. We search for companies that have a serious strategy to capitalise on market opportunities arising from products and services that have a positive impact. Analysing a company's CAPEX and R&D expenditure can play a pivotal role in gauging what is driving change', says Fanelli.

'Furthermore, it's important to contextualise the positive impact with the geography and regulatory framework of where the company operates. Tracking and measuring how companies make these strategic changes is essential to evaluate their inclusion in the investable universe over time.'

The importance of Engagement

In the context of active ownership, Aegon AM's Engagement Specialist Stephanie Mooij is responsible for the engagement efforts on behalf of the strategy. 'Our responsible investment framework encourages engagement with companies to advocate for positive change, mitigate ESG risks and promote best practices', explains Mooij.

She starts a dialogue with issuers to better understand how ESG issues are managed and to encourage them to improve their performance on these topics. The engagement plan for the impact strategy aims to create positive change by increasing the revenues a company generates that positively contribute to the SDG's, decrease the revenues that have a negative impact on the SDG's, and target specific ESG issues and incidents.

'For example, we may encourage a supermarket chain to increase their sustainable product portfolio by including more alternative proteins or fresh fruits and vegetables. We don't believe that it is effective to merely send letters urging improvements. We want to have in-depth conversations and establish long-term relationships with companies, forming our own opinion and not just relying on third party ESG ratings', says Mooij.



STEPHANIE MOOIJ

The horizon for the engagement depends on the complexity of the goal, but may last three to five years. According to Mooij, the depth of the efforts varies relative to the responsiveness of the company and their openness to the Engagement Specialists' concerns. Mooij and her colleagues engage either directly with the issuer or in collaboration with other investors to maximize influence. 'Our milestone-based tracking method shows the progress of engagements over time. Given that the engagement goal is clearly defined, it can also be used to measure engagement success', says Mooij.

Fanelli recognizes that when Aegon AM engages, it is not as transactional as it may seem from an external standpoint. 'It is not as simple as 1) engaging and 2) adjusting our investment position. It is a long-term process of tracking behavioural change and getting to know the company better.'

Impact in the COVID-19 context

How has the impact investing market changed in the COVID-19 context? Mooij and Fanelli took a moment to consider the changes they have witnessed since the pandemic began in March.

Fanelli: 'We are continually analysing companies that are trying to capture the business opportunities that were

coming from the pandemic, such as in the IT or pharma sectors. The pandemic has required us to assess if there are companies providing opportunities, solutions, trying to address specific challenges related to the pandemic. It has also forced us to consider and classify certain companies in terms of heightened risk, and has elevated social factors and employee relations of more material importance.'

In some respects, the pandemic has also assisted Aegon AM's Sustainability specialists with their qualitative assessment. Mooij: 'There are specific cases where the pandemic has shown the true culture of companies. If you look at the meat industry for example, we got better insight into how their employees were being treated. It became extremely visible.' Such insights can be helpful when analysing a company's ESG practices.

In conclusion, impact investing has become more relevant than ever as an increasing number of investors seek solutions to address the large-scale social and economic consequences of the global coronavirus pandemic. Therefore, the timing is excellent for this collaboration between Aegon AM and ABN AMRO IS. The actively managed equity strategy is expected to go live at the end of this year. «

IMPACT INVESTING AS THE NEXT NORMAL

By Wouter Koelewijn and Dean Hand

Over the last decade, the annual surveys of impact investors by the Global Impact Investing Network (GIIN) have identified inspiring signs of progress. Going forward, scaling with integrity must be a priority for the industry.

United Nations Secretary-General António Guterres remarked at this year's Nelson Mandela Annual Lecture that all of us should work together to integrate the principles of sustainable development into financial decision-making. He laid out the challenge that the financial system is not working for all and that 'financial markets must be full partners in shifting the flow of resources to the green, the sustainable and the equitable.'

This is what impact investing is about. The focus of the GIIN and its more than

300 member organizations around the world is to build an impact investing ecosystem which fosters strong communities, a healthy environment, and a sustainable future for all people. In this future, the GIIN envisages financial markets that are inclusive and where impact is integrated into all financial decision making, simply by default.

A DECADE OF PROGRESS

The growth and increasing sophistication of impact investing over the past decade give reason for optimism. In 2010, the GIIN launched its first survey of impact investors. Each year since, we have seen impact investors doing more of what they do best: leveraging the power of finance to tackle our biggest social and environmental challenges.

This year, the 2020 Annual Impact Investor Survey¹ provided insights from nearly 300 of the world's leading impact investors. The respondents represent a variety of organizations, from asset managers, foundations, DFIs, to pension funds and insurers. The impact investing industry is very diverse in geography, asset class, and approach. From the respondents, headquartered in 46 countries, 67% seek risk-adjusted market rate returns. Moreover, 63% of all capital invested in 2019 was in private markets, with the remainder in public markets.

Similar to past years, 88% indicated that they were meeting or exceeding their financial performance targets and an impressive 99% were achieving their impact performance targets. The compound annual growth rate for impact investing AUM among repeat respondents is 17%. Despite the headwinds from the COVID-19 crisis, most respondents to the survey plan to maintain or increase their capital commitments to impact investing in these difficult times.

CHALLENGES AHEAD

There are also challenges, however. Over the next five years, respondents indicate that they are most concerned about impact washing: 66% perceive impact washing among the top threats to the industry. How to address this challenge? The survey offers some insights as to how we could proceed. It starts with the core characteristics of impact investing.²

The growth and increasing sophistication of impact investing over the past decade give reason for optimism.



Wouter Koelewijn

An infrastructure of systems is needed so that investors can analyze and compare impact performance data.

A core tenet of impact investing is to allocate capital with the intention to create positive impact and to measure and manage these impact results. This ex-ante intention to allocate capital to positive impact is what distinguishes impact investing from other forms of sustainability investing or responsible investing. But intention alone is insufficient. Essentially, investors should know the actual results, positive and negative, of their investments' performance.

What they need are the systems and practices that facilitate this knowing, so they can integrate this knowledge into the investment process. With this integration, both financial and impact returns can be optimized for the benefit of all stakeholders. The survey found that 84% of impact investors are unable to compare their impact results to market performance and 89% cite the lack of transparency on impact performance as a challenge. Without the ability to compare performance to that of peers and to the very problems that investments seek to address, there is a risk that impact investment will become nothing more than an unfulfilled promise.

INDUSTRY INNOVATION NEEDED TO SCALE WITH INTEGRITY

To address these challenges, an infrastructure of systems is needed so that investors can analyze and compare impact performance data. The risk of impact washing can be mitigated by

transparency and facilitated by standardization, comparability and impact data sharing at scale.

Focus to date has been on the harmonization, standardization and adoption of a shared language: impact metrics. IRIS+ is now the generally accepted system for measuring, managing, and optimizing impact.³ The next frontier is to develop impact benchmarks, indices, and rating systems. These crucial pieces of the impact investment infrastructure will enable comparability of impact investments across portfolios on the basis of impact results and comparison to overall market performance. But the infrastructure is only a start. It requires strong adoption by asset owners and asset managers.

ACTION NEEDED TO ENSURE IMPACT INVESTING IS THE NEW NORMAL

The challenge to investors is to translate noble motivations into actual impact results that make a positive, measurable difference. The call to action is straightforward:

- Adopt impact goals for your assets and commit to measuring your progress.
- Use impact data to inform your investment decisions across asset classes.
- Subject your impact claims to the same rigor as your financial statements.
- Account for your results to your stakeholders.

The risk of impact washing can be mitigated by transparency and facilitated by standardization, comparability and impact data sharing at scale.



Dean Hand

Join an ever-growing cohort of investors committed to using the generally accepted common language for impact, IRIS+, to measure and manage your impact.

We encourage you, asset owners and managers, to take these steps, not because they are required by compliance or statutory requirement or a legal prescription, but because they are needed. We cannot afford the financial sector to underperform on its social and environmental impact. As investors and financiers, your bold action matters to make a just and sustainable future a reality. The impact investing infrastructure, together with your resolve, can lead us to the next normal: a financial system that truly serves our planet and our society. «

1 Available for free at www.thegiin.com/research

2 See www.thegiin.com/characteristics

3 Free use of IRIS+ is available at www.iris.thegiin.com

This article was written by Wouter Koelewijn, Senior Advisor, GIIN, and Dean Hand, Research Director, GIIN.

ALTERNATIVE CREDIT: EEN OVERZICHT

Door Harry Geels

De markt voor alternative credit groeit snel, mede door de desintermediatie. In dit artikel wordt een overzicht gegeven van deze markt: van de diverse soorten alternative credit, de voor- en nadelen ervan en de potentiële bronnen van rendement.

Alternative credit is lange tijd omschreven als het spectrum aan beleggingen dat zich als een niche buiten de traditionele obligatiemarkten bevond. Maar het laatste decennium kunnen we er niet omheen dat alternative credit steeds populairder is geworden. Door mismatches in vraag- en aanbod op de leningmarkt, bijvoorbeeld ontstaan door de desintermediatie, zijn er buiten de beurzen veel initiatieven ontplooid, vooral door institutionele beleggers. Daardoor groeit de markt voor alternative credit niet alleen hard, maar is deze ook diverser geworden. Het betreft bovendien een markt die sterk evolueert. Sommige sub-segmenten groeien, andere nemen in omvang af.

OPDELING VAN DE MARKT

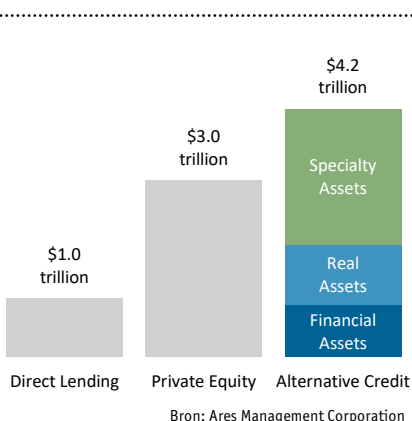
Het is nog niet zo gemakkelijk een overzicht te geven van de markt voor

alternative credit. Niet alleen omdat de markt sterk evolueert, maar ook omdat beleggers er nog weleens andere definities op nahouden. Er zijn echter wel een aantal dominante, onderscheidende factoren. Alternative credit wordt gekenmerkt door minder liquiditeit, transparantie en standaardisatie. Daardoor is deze markt minder efficiënt en kan actief beheer potentieel een bron van rendement zijn. Volgens de alternatieve vermogensbeheerder Ares is de markt voor alternative credit ongeveer \$ 4,2 biljoen groot. Daarmee wordt de markt voor private equity in omvang ruim verslagen.

De logische tegenhangers voor alternative credit vormen de traditionele of mainstream credits. Over het algemeen worden met de mainstream credits de investment grade-obligaties bedoeld,

zowel uitgegeven door overheden als door bedrijven. Volgens Willis Towers Watson is de verdeling tussen mainstream en alternative ongeveer een derde versus twee derde. De markt voor alternative credit is daarmee eigenlijk zó groot, dat institutionele beleggers hier bijna automatisch een deel van hun obligatieportefeuilles naar toe moeten alloceren. De markt voor alternative credits bestaat verder uit zowel beursgenoteerde als private instrumenten. Het wel of niet beursgenoteerd zijn, is dus geen onderscheidend kenmerk voor zowel de alternative als de mainstream credits. Beide soorten kunnen beursgenoteerd zijn of niet. Sterker nog, de beursgenoteerde obligatiemarkt neemt de laatste jaren relatief sterk af versus de private markt. In Figuur 2 staat een gangbare opdeling van de markt voor alternative credit.

Figuur 1: Relatieve grootte van de alternative credit markt, eind 2019



Figuur 2: Soorten alternative credit

SOORTEN VAN ALTERNATIVE CREDIT	OMSCHRIJVING
High yield	Obligaties uitgegeven door ondernemingen en overheden met een rating lager dan BBB.
Bank loans	Bank loans, ook wel Leveraged loans genoemd, zijn high yield-obligaties met een variabele rente, maar uitgegeven met een onderpand (secured loans), vaak ten behoeve van een leveraged buy-out of het herstructureren van schulden.
EMD of Frontier debt	EMD of Emerging Market Debt en Frontier debt zijn obligaties uitgegeven in opkomende of frontiermarkten. Ze kunnen investment grade of high yield zijn en worden in harde (meestal USD) of lokale valuta's uitgegeven.
Structured credit	Bij Structured credit gaat het om een breed begrip dat over het algemeen verwijst naar de methode van 'pooling' van schuldverplichtingen en vervolgens herverdeling van de cashflows, waarbij de bijbehorende risico's in theorie tegelijkertijd worden herverdeeld, vaak in de vorm van complexere gestructureerde kredietinstrumenten zoals CMO's, CLO's en CDS'en.
Credit Long/Short	Een actief beheerde obligatieportefeuille, waarbij de beheerder ondergewaardeerde obligaties koopt en met overgewaardeerde obligaties short gaat, al dan niet fysiek of middels CDS'en, vaak ook toegepast in de distressed debt-markten.
Illiquid credit	Zeer gevarieerd segment van obligaties die rechtstreeks door bedrijven aan beleggers worden uitgegeven. De meest bekende vormen zijn Infrastructure Debt, Real Estate Debt en SME-leningen (leningen verstrekt aan mid- en smallcaps, waar banken zich als leningverstrekkers hebben teruggetrokken). Rentes kunnen variabel of vast zijn.

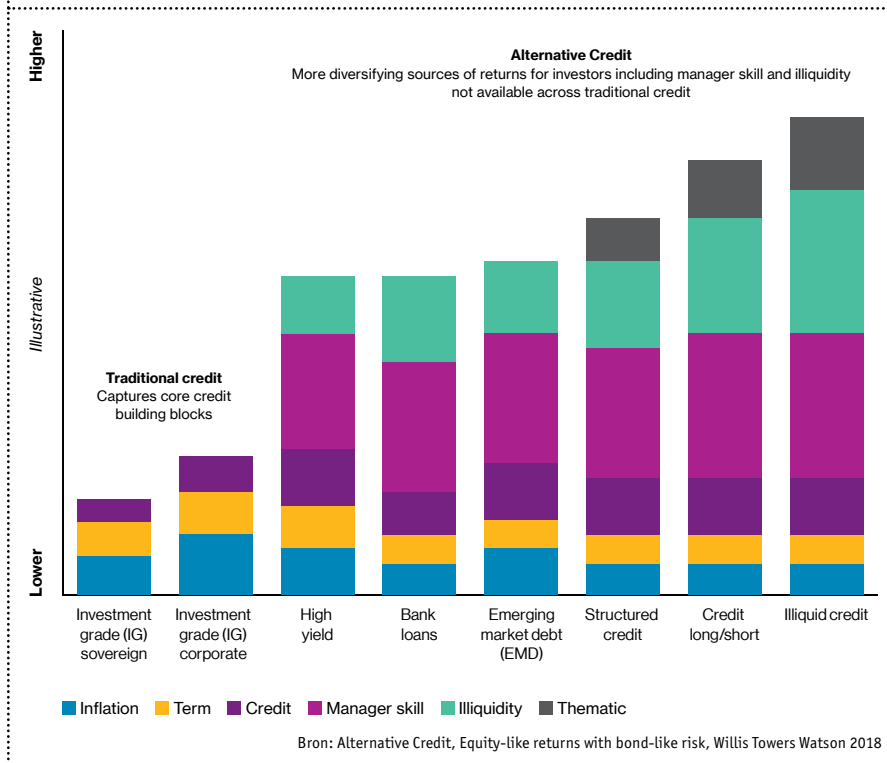
Bron: Financial Investigator

VOORDELEN VAN ALTERNATIVE CREDIT

Even afgezien van de omvang en diversiteit van de markt biedt alternative credit nog een aantal potentiële voordelen¹. Voor institutionele beleggers kunnen de volgende worden genoemd:

- **Hogere yields:** Over het algemeen is er bij alternative credit sprake van hogere yields, vanwege een illiquiditeits- en complexiteitspremie. Ook is de markt vaak lastig toegankelijk voor ‘gewone’ beheerders. Het vereist speciale kennis, specifieke vaardigheden en een netwerk om deals te kunnen sluiten. De toetredingsbarrières beperken de concurrentie, hetgeen de yield potentieel wat opdrijft. Vaak kunnen daardoor ook extra zekerheden onderhandeld worden, waardoor er bij eventuele faillissementen kleinere verliezen ontstaan. Door de inefficiënties in de markt voor alternative credit kunnen beheerders ook nog waarde toevoegen met ‘manager skills’, zoals in Figuur 3 is weergegeven.
- **Defensief:** Door goede overeenkomsten te sluiten tussen de verstrekkers van geld en de bedrijven en projecten waaraan geleend wordt, kunnen grote risico’s worden uitgesloten. Regelmatig wordt hierbij afgesproken dat de geldverstrekkers ook kunnen ingrijpen als het niet goed gaat. Omdat de leningen meestal niet op de beurs staan, is er sprake van een beperkte volatiliteit.
- **Diversificatie:** De meeste subsegmenten van de markt voor alternative credit vertonen een beperkte correlatie met de standaardbeleggingscategorieën. Het toevoegen ervan aan de portefeuille verlaagt dus de risico’s. Bovendien bevatten veel subsegmenten unieke karakteristieken, die ook weer risicoverlagend kunnen uitwerken in een breed gespreide portefeuille.
- **Matching van verplichtingen:** Bij veel beleggingen in alternative credit is er sprake van voorspelbare kasstromen.

Figuur 3: Bronnen van rendement



Soms worden ook lange looptijden overeengekomen, vooral als het om illiquid credits gaat. Dergelijke leningen passen dan eventueel in de matchingportefeuille.

• ESG-integratie is relatief

gemakkelijk: Door rechtstreeks met bedrijven in contact te treden over de leningsvoorwaarden kunnen gemakkelijker eisen worden gesteld aan duurzaamheid, meestal precies volgens de eisen die de geldverstrekker zelf stelt.

EEN GOEDE BEHEERDER

Goede alternative creditmanagers hebben veel geïnvesteerd in de kennis en de netwerken van de subsegmenten waarin ze actief zijn. Er zijn twee netwerken: die van het sluiten van deals en die van het ophalen van geld bij beleggers. We zien daardoor dat de alternative creditmanagers wat betreft beheerd vermogen vaak redelijk groot zijn. De volgende competenties worden vaak bij de due diligences betrokken:

- Reputatie, trackrecord en ervaring.
- Omvang van de beheerder.
- Spreidingsmogelijkheden tussen sectoren en omvang deals.
- Uitvoeringssnelheid en mogelijkheden tot directe inzetbaarheid van kapitaal.

WAAROM NIET?

Ondanks de overvloed aan goede argumenten zijn bijna alle beleggers nog steeds onderwogen in alternative credit. Er zijn weinig beleggers die een marktbenadering kiezen en dus de obligatieportefeuille voor ongeveer twee derde naar alternative credit hebben gealloceerd. Als belangrijkste oorzaken hiervoor worden genoemd: gebrek aan kennis en kunde, extra kapitaaleisen boven mainstreamobligaties en de hogere kosten. Maar worden deze argumenten al niet voldoende afgevangen door de yieldverschillen tussen alternative en mainstream credits van dit moment en de groei in omvang en diversiteit van alternative credit? Beleggers zouden zich op zijn minst goed op de mogelijkheden moeten oriënteren. «

¹ Geïnspireerd door <https://www.nnip.com/nl-nl/professional/asset-management/alternative-credit>

Private Credit steeds belangrijker in de beleggingsportefeuille

DOOR JOLANDA DE GROOT

Alternative Fixed Income krijgt een steeds prominentere rol in de vastrentende portefeuilles van institutionele beleggers. Een belangrijk onderdeel binnen Alternative Fixed Income is Private Credit: niet-beursgenoteerde leningen. Denk hierbij aan hypotheekleningen, infrastructuurleningen en (senior)bedrijfsleningen.

Wat maakt Private Credit als asset class zo interessant? Wat zijn de rendementen en wat zijn de risico's? Zijn er ook andere beweegredenen om in Private Credit te stappen? Heeft deze categorie een plek in het nieuwe pensioencontract? Victor van Will, verantwoordelijk voor Private Credit bij MN, en Johan Idema, hoofd Vastrentende Waarden bij MN, gaan in op deze vragen.

'Private Credit in de vorm van Nederlandse hypotheekleningen of private leningen is al lange tijd in institutionele portefeuilles te vinden', zegt Johan Idema. 'Zo heeft PMT in 2014 - samen met MN en DMFCo - MUNT Hypotheekleningen vormgegeven. Kort daarvoor, in 2013, is het Bedrijfsleningenfonds (co-financieringsfonds met banken) van start gegaan.'

Waarom zijn deze initiatieven mooie beleggingsproposities en wat is het uiteindelijke doel?

Victor van Will: 'Het unieke aan het MUNT-product is dat pensioenfondsen sturing kunnen geven aan hun eigen risicoprofiel. Het MUNT-label is inmiddels de grootste 'niet-financiële' hypotheekverstrekker van Nederland. Reden om

destijds hypotheekleningen op te nemen was, naast het realiseren van een goed rendement, om bij te dragen aan een meer open markt voor hypotheekleningen.'

Wat is de plaats van Private Credit in de beleggingsportefeuille?

Van Will: 'Door de lange beleggingshorizon is private credit een mooie diversifiërende beleggingscategorie. Een allocatie naar minder liquide leningen is zinvol vanuit een risico/rendement-gedachte en ook vanuit een buy and hold-gedachte. Private Credit heeft een plaats in zowel de matching- als de rendementsportefeuilles. Nederlandse hypotheekleningen hebben met hun voorspelbare cashflows en hun gematigde risicoprofiel een plek in de matchingportefeuille. Infrastructuurleningen zijn onderdeel van de rendementsportefeuille, al zijn er argumenten te verzinnen om de leningen in de matchingportefeuille te plaatsen. Geschikte private bedrijfsleningen hebben naar verwachting een rating van BBB/BB: hoger dan asset classes zoals high yield en EMD, maar lager dan een gemiddelde investment grade publieke credit-portefeuille. Daarmee zitten ze op de scheidslijn van de matching- en rendementsportefeuille. De leningen die worden opgenomen, passen vanuit risico/rendement-perspectief en ook vanwege de liquiditeit het beste in de rendementsportefeuille.'

'Met het nieuwe pensioencontract zal de scheiding tussen een matching- en een rendementsportefeuille vervagen, waardoor er meer vanuit een soort 'kredietstraat' gedacht kan worden. Dat betekent dat verschillende soorten kredietrisico's in verschillende vormen in de portefeuille kunnen voorkomen en in die hoedanigheid beter uitwisselbaar zijn dan in een omgeving van matching- en rendementsportefeuille-denken.'

Welke rendementen zijn te verwachten binnen Private Credit en wat zijn de risico's waar je mee te maken hebt?

Van Will: 'Voor de rendementen gaan wij voornamelijk uit van een premie ten opzichte van de publieke markt, met als



VICTOR VAN WILL

doel een overrendement te behalen dat benodigd is ten opzichte van de verplichtingen. Voor hypotheek, als onderdeel van de matchingportefeuille, is deze vanuit risicoperspectief lager en dient deze momenteel vooral om de negatieve staatsrentes te compenseren.'

Johan Idema: 'De rendementen voor obligaties zijn laag en de kredietvergoedingen op publieke obligaties worden sterk beïnvloed door het opkoopprogramma van de ECB, dat een drukkend effect heeft op de kredietvergoeding. De vraag is of dit nog genoeg compensatie biedt voor de risico's.'

Van Will: 'Het huidige overschot aan liquiditeit heeft de spreads sterk naar beneden gedrukt. Dat geldt voor de publieke markten, maar ook voor de private markten. De grote vraag naar Private Credit zorgt ervoor dat de leningendocumentatie steeds minder bescherming biedt voor de belegger en de spreads laag zijn. Dat kan leiden tot onverantwoorde risico's. De markt voor direct lending kent veel fondsen die straks te weinig ammunisie hebben om bijvoorbeeld bij een nieuwe default cycle bedrijven te redden of te herfinancieren. Selectie van de juiste leningen, binnen de juiste categorie, is nu dus nog noodzakelijk, om spijt achteraf te voorkomen.'

Idema: 'Overigens voegen niet alleen institutionele beleggers Alternative Fixed Income aan hun beleggingsportefeuille toe. Ook voor andere partijen lijkt dit een geschikte asset class.'

Is de categorie nog wel aantrekkelijk, of zie je vooral een zogenaamde 'crowded trade'?

Van Will: 'Binnen Alternative Credit zien we inderdaad een stijgend aanbod van (corporate) direct lending-fondsen die zich richten op ondernemingen die moeilijker financiering bij banken kunnen ophalen. We zien dat er kredietlijnen zijn bij banken die senior zijn ten opzichte van de overige schuldeisers, in geval de lijnen getrokken worden. Dit kan vaak als een teken worden opgevat dat het minder gaat met het bedrijf en er direct achterstelling van de overige leningen ontstaat.'

Zal de coronacrisis de problemen en de gevolgen van slechte structuren in de komende kwartalen blootleggen?

Van Will: 'Om deze reden zoeken wij naar delen van de kredietmarkt waar de leningendocumentatie nog voldoende bescherming biedt aan de schuldeisers en er nog een premie te behalen is. Infrastructuurleningen zijn daar een goed voorbeeld van, hoewel daar ook een enorme druk staat op de spreadvergoeding. Toch biedt de combinatie van goede documentatie en een minimaal overrendement nog genoeg houvast om te alloceren naar dit deel van de markt.'

Door het deels wegvallen van de banken worden voor bedrijfsleningen (met name de grotere leningen van 50-100 miljoen per transactie) op termijn mogelijkheden verwacht om voor langere duur ondernemingen te financieren. Wat zijn jullie gedachten daarover?

Van Will: 'We zien dat veel middelgrote en grote bedrijven behoefte hebben aan een overzichtelijk aantal kredietverschaffers. Nu maakt men gebruik van markten met veel participanten, waarmee dreigt te moeten worden gecommuniceerd als het even tegenzit. Dit zorgt doorgaans voor complexiteit ten opzichte van de interne capaciteit bij de onderneming om hiermee om te gaan. De goedkope lening dreigt dan zomaar een dure lening te worden. We verwachten dat veel bedrijven een voorkeur hebben voor één grote tegenpartij die in staat is leningen te verstrekken van een grotere omvang.'

Wat worden in de toekomst de uitdagingen op het gebied van beleggen in Alternative Fixed Income?

Idema: 'Markten zijn continu in beweging. Dit vraagt om aanpassingsvermogen. In het huidige pensioencontract hebben staatsobligaties en swaps bijvoorbeeld een grote omvang en lijkt het nieuwe pensioencontract ruimte te creëren om de trendmatige rentegevoeligheid af te dekken met Alternative Fixed Income.'

Van Will: 'De grote uitdaging op het gebied van Alternative Fixed Income is de kennis bij de uitvoerders en bij de pensioenfondsbesturen. Hoe kunnen we waarborgen dat de kennis goed wordt geborgd en gedeeld en de portefeuilles transparant zijn, zodat kan worden bijgestuurd en ook de risico's helder zijn? De bedragen die gealloceerd gaan worden, zijn immers substantieel, als wordt uitgegaan van minimaal 2% van de portefeuille.' «



JOHAN IDEMA

CAN SUSTAINABILITY REPORTING REDUCE FINANCING COSTS?

By Philipp Mueller

More and more investors are aligning capital allocation to wider goals of financial stability and sustainable development. The view that investment strategies should create a positive impact for both business and society is now widely accepted. Corporate disclosure on sustainability issues such as climate change, human rights, governance and social well-being has increased significantly since the launch of the Global Reporting Initiative (GRI) in 2000. GRI helps businesses and governments worldwide to understand and communicate their impact on critical sustainability issues.

Today, 75% of the world's largest corporations use GRI standards. In the United States, 90% of the S&P 500 companies have published a sustainability report in 2019, a significant increase from the 20% observed in 2012, and much can be attributed to an increased investor demand. The same is true for the Netherlands, where 23 out of the 25 companies listed in the AEX Index have a dedicated sustainability report, either as a separate report or as part of their annual report.

Overall, the market for sustainability reporting is maturing and quality is improving continuously. New techniques

based on machine learning can unlock valuable insights and offer ways to apply sustainability data in addition to conventional financial reporting. Initially viewed as a 'necessary evil', disclosing sustainability information is now a vital element of corporate reporting. For corporations that have a relatively good sustainability performance, reporting can be a key differentiator. But could sustainability reporting reduce financing costs for companies?

Different studies have illustrated that less information asymmetry through improved disclosure on sustainability performance leads to lower costs of equity capital.

Sustainability disclosure data are becoming increasingly important for asset managers to identify suitable investment opportunities.

Photo: Archive Schroders



Philipp Mueller

CV

Philipp Mueller is Chief Executive Officer of BlueOrchard, a member of the Schroders Group. As CEO, he leads the executive and extended management team and has executive oversight of the firm's client and business areas, including strategy and resource management. Mueller holds the position of Head of Investment Solutions at BlueOrchard. In this function, he is heading the Global Investment Committee and overseeing the portfolio management and asset allocation of all funds and mandates. Mueller joined BlueOrchard in 2018 from Partners Group, where he worked for ten years in Switzerland and the UK, most recently as Senior Vice President of Investment Solutions. Mueller holds an MBA from ETH Zurich and a Master's degree in Law from the University of Zurich.

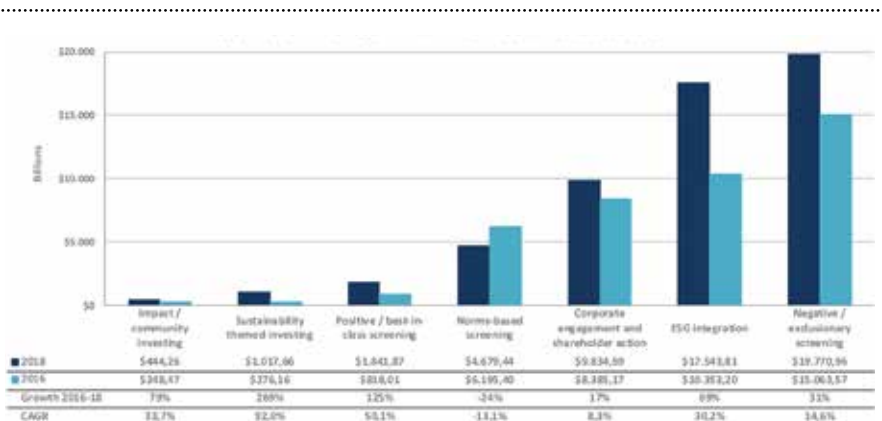
Investors feel less need to price in risks when information asymmetry is reduced, leading to a decrease in the cost of capital. Whilst there is no evidence for immediate effects, sustainability reports and integrated reporting can indeed lower the cost of debt and equity in the medium and long term. These effects can be attributed to two main factors. Firstly, the adoption of a more sustainable business model, and secondly, an information asymmetry reduction caused by greater transparency, thus allowing for more informed forecasts by both borrowers and lenders. In short, sustainability disclosure can increase transparency and effective management and thereby enhance the ability of companies to attract long-term capital with better financing conditions.

With the global SRI market now being worth more than USD 30 trillion, the demand for investable sustainable assets is growing in line. Sustainability disclosure data are becoming increasingly important for asset managers to identify suitable investment opportunities. This may open up financing opportunities for companies scoring high on sustainability performance.

Incorporating sustainability reporting into the investment process also benefits investors. Sustainability reporting leads to additional insights concerning positioning, management, operational efficiency, environmental and other potential risks, ultimately leading to better investment decisions. Recent studies and performance data suggest

Recent studies and performance data suggest that integrating sustainable and impact reporting have a particularly positive impact on returns in emerging markets.

Figure 1: Global Growth of sustainable investing strategies 2016 - 2018



Source: Global Sustainable Investment Alliance (http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR_Review2018F.pdf)

that integrating sustainable and impact reporting have a particularly positive impact on returns in emerging markets. A comparison of annualized returns since 2012 shows that sustainability-focused debt and equity indexes in emerging markets outperform the standard index, with comparable volatility. This seems not surprising given the relative information inefficiency of emerging markets: the analysis of sustainability reporting provides investors with a set of information that is complementary to traditional financial metrics.

Good examples in this context are Green and Sustainable Bonds issuances. More and more investment managers develop in-house tools to assess the impact of bond issuances based on the issuer's sustainability reporting and on third party reports. These in-house tools often rely on industry standards set by the International Capital Market Association (ICMA), which has produced the widely accepted Green Bond Principles and Sustainable Bonds Principles.

For example, we developed an impact assessment process with detailed criteria to assess the social and environmental impact of bond issuers and bond issuances. The proprietary analysis tool used for the sustainability assessment assesses impact criteria based on publicly available information. In parallel, our company leverages its regional offices to

gather additional and fundamental information on the local market. Other asset managers may apply similar processes, combining the sustainability and financial reporting. Since frontier and emerging markets represent such a heterogeneous set of markets, local expertise and a detailed understanding of how different risks may impact these markets and relevant companies remain crucial. Successful investors combine detailed, fundamental analysis with local knowledge. Investors who are able to incorporate sustainability reporting into the investment process can benefit from these opportunities in some of the fastest growing markets in the world. So do companies that provide sustainability reporting.

The more a company is able to provide clear and transparent information on both financial and sustainability achievements, the higher it will score in the asset manager evaluation processes and qualify as an investee for the increasing volume of sustainable capital. The increased transparency brought by sustainability reporting broadens the investment universe for asset managers and can reduce investment barriers, especially in emerging markets. «

This article was written by Philipp Mueller, Chief Executive Officer of BlueOrchard, member of the Schroders Group.



Cautiously constructive in a crisis: why we've maintained our CCC overweight

BY ROBERT CIGNARELLA, CFA, HEAD OF U.S. HIGH YIELD AND CO-HEAD OF GLOBAL HIGH YIELD, PGIM

As the virus-related lockdowns took hold across the U.S., our broad market high yield portfolios were generally positioned with an overweight to the CCC-rated portion of the market.

At the time, some may have characterized that positioning as 'caught leaning the wrong way', to use a sports analogy. Yet, throughout the worst of the market volatility, gradual economic re-openings, and lingering uncertainty about the next turns for the virus, we believe that a CCC overweight continues to provide the appropriate balance between upside and downside risk in the U.S. economy and the high yield universe.

When Default Rates Plateau

While many participants point to default experiences from the prior recession in 2008/2009, U.S. high yield underwent another cycle thanks to the 2015 energy sector meltdown, which was concentrated within the lower-rated segment of the market. These cycles, spanning less than a decade, reveal that, after bearing the brunt of the volatility as default rates rise, a peak or plateau in defaults is typically accompanied by positive high yield total returns over the next year and is often led by CCCs (Figure 1) as a

We believe that a CCC overweight provides the appropriate balance between upside and downside risk.

path out of the default mire emerges. And based on the monthly number of defaults, a plateau may be forming as July was the first month with less than 20 defaults since April.

We believe that the initial decline in default activity will continue and that rates will fall significantly beyond the

next 12 months. In mid-October, CCC spreads implied an annualized default rate of 11.2%, which continues to appear quite elevated given the expectations for declining default rates going forward (Figure 2). Therefore, we believe carefully selected CCC spreads provide sufficient compensation for the

Figure 1: CCCs Have Led the Post-Peak Default Gains in the Prior Two Cycles

High Yield Cycle Default Peak (based on monthly number of high yield and leveraged loan issuers)	1-year Total Return Post-Default Peak (%)			
	HY Index	BBs	Bs	CCCs
January 2009	+41.63	+31.93	+33.65	+69.52
August 2015	+9.08	+9.50	+7.68	+11.98

Source: PGIM Fixed Income, Moody's Investors Service, and Goldman Sachs Global Investment Research. The HY Index and the respective cohorts are based on the ICE BofA High Yield Index. An investment cannot be made directly into an index.

Figure 2: CCC Spreads Appear to Provide Sufficient Compensation for the Default Risk

CCC Spread Implied Default Rate	Spread Widens in March	Mid-October Spreads
Current Spread	+1962 bps	+1084 bps
- Risk Premium	+300 bps	+300 bps
= Implied Default Loss	+1662 bps	+784 bps
+ (Par - Recovery Rate)	(100% - 30%)	(100% - 30%)
= Annualized Implied Default Rate	23.7%	11.2%

B Spread Implied Default Rate	Spread Widens in March	Mid-October Spreads
Current Spread	+1189 bps	+515 bps
- Risk Premium	+300 bps	+300 bps
= Implied Default Loss	+889	+215
+ (Par - Recovery Rate)	(100% - 30%)	(100% - 30%)
= Annualized Implied Default Rate	12.7%	3.1%

Source: PGIM Fixed Income as of October 2020. Mid-October spreads represent the CCC and B-rated portions of the ICE BofA U.S. High Yield Index. Excess spread measures the 20-year monthly median of the difference between actual spreads and actual default loss. An investment cannot be made directly into an index.

We believe carefully selected CCC spreads provide sufficient compensation for the default risk and present further opportunities to generate alpha.

default risk and present further opportunities to generate alpha, particularly given the probability for a U-shaped recovery (see concluding section).

Room for Further Participation

As investors' search for yield has resumed, their trepidation about the prolonged strength of the economic recovery has led many to frequently overlook CCC-rated bonds. For example, only about 23% of the CCC universe is trading above its next call price, making it unlikely that issuers will exercise the call option on these bonds. Indeed, while August brought a torrent of issuance and refinancing activity, the CCC portion has been largely excluded—its YTD issuance has only comprised 9% of the total high yield primary volume, which would be a post-crisis low if it holds through year end.¹ Given that CCCs are less likely to be called, that convexity should allow select credits to continue participating in an economic recovery even as their downside risk to an economic reversal, or slowdown, remains.

While the upside/downside dynamic of CCCs can increase the beta of a portfolio that is overweight to this segment of the market, we've partially hedged that beta with higher-than-normal cash balances, AAA CLOs, and short credit positions via high yield credit default indices. In addition, we're finding value in certain fallen angel candidates and BB names,

although we remain underweight to the latter segment. As a result of this barbell approach, our systematic risk remains modest relative to our benchmark.

The Adaptation of CCCs and Scenarios Going Forward

At the weak end of the corporate credit spectrum, CCCs are the most exposed to economic risk. However, companies, such as those in the retail, restaurant, energy, and technology sectors, continue to adapt under the virus-related strains.

This adaptation, complemented by the significant fiscal and monetary stimulus, has contributed to what we see as a 50% probability for a U-shaped economic recovery supported by another round of U.S. fiscal stimulus (perhaps in September), ongoing global central bank support, and an eventual vaccine for the virus. In the U-shaped scenario, we estimate that high yield spreads could tighten by about 85 bps within a year, with CCCs possibly outperforming based on prior recovery experiences. But even in a probability weighted forecast of recovery scenarios (V, U, L, and W shaped) over the next 24 months, we estimate high yield spreads could tighten by slightly more than 150 bps within two years.²

Risk assets have certainly performed well since the worst of the market volatility in March, leaving investors to consider where they might find the next relative-value opportunities. Given the experience in past cycles, the potential for further participation in an economic recovery, and our ability to evaluate the shifting dynamics across the most distressed credit sectors, we continue to believe an overweight to CCC-rated credits provides an appropriate upside/downside balance to U.S. high yield portfolios. «



Photo: Archive PGIM

ROBERT CIGNARELLA

- 1 Supply breakdown is from J.P. Morgan.
- 2 Our current recovery scenarios place a 10% probability on a V-shaped recovery, a 50% probability on a U-shaped recovery, a 15% probability on an L-shaped recovery, and a 25% probability on a W-shaped recovery.

Disclaimer

This material reflects the views of the author as of October, 2020 and is provided for informational or educational purposes only. Source(s) of data (unless otherwise noted): PGIM Fixed Income Past performance is not indicative of future results. PGIM Fixed Income operates primarily through PGIM, Inc., a registered investment adviser under the U.S. Investment Advisers Act of 1940, as amended, and a Prudential Financial, Inc. ("PFI") company. Registration as a registered investment adviser does not imply a certain level or skill or training. PGIM Fixed Income is headquartered in Newark, New Jersey and also includes the following businesses globally: (i) the public fixed income unit within PGIM Limited, located in London; (ii) PGIM Japan Co., Ltd. ("PGIM Japan"), located in Tokyo; (iii) the public fixed income unit within PGIM (Singapore) Pte. Ltd., located in Singapore ("PGIM Singapore"); (iv) the public fixed income unit within PGIM (Hong Kong) Ltd. located in Hong Kong; and (v) PGIM Netherlands B.V., located in Amsterdam ("PGIM Netherlands"). PFI of the United States is not affiliated in any manner with Prudential plc, incorporated in the United Kingdom, or with Prudential Assurance Company, a subsidiary of M&G plc, incorporated in the United Kingdom. Prudential, PGIM, their respective logos and the Rock symbol are service marks of PFI and its related entities, registered in many jurisdictions worldwide.

More information:

Anna de Jong
Client Advisor BeNeLux and Nordics
PGIM FIXED INCOME
NoMA House, Amsterdam
1081 LA, Gustav Mahlerlaan 1200
Email: anna.de.jong@pgim.com
Telephone: +31 (0) 20 2091529

FRONTIER DEBT HAS COME OF AGE

Door Thomas Christiansen

Frontier debt has grown significantly over the past decade and now warrants serious consideration as a dedicated allocation in the portfolios of investors.

Fixed-income frontier markets have seen significant growth in both importance and liquidity over the past decade. While still mainly thought of as part of global EM investments, frontier markets have 'grown up' and deserve to be considered separately. Around fifteen years ago, frontier markets (as defined by JP Morgan's NexGEM Index) included fewer than ten countries with a combined market capitalisation of USD 15 bn. In fact, at that time there was no index. The NexGEM Index was created in 2011, but data were backdated to end-2001 and the index only includes US denominated hard currency bonds.

Since then, the markets have seen impressive growth. Ten years ago, the index counted just 16 countries and a USD 37 bn market cap. Five years ago the numbers were 34 countries and USD 88 bn. At the end of 2019 the index had 35

countries and a market cap of USD 129 bn. Despite this significant growth, resulting in a substantial investment universe of frontier debt, most investors appear satisfied with allocating to emerging market debt broadly (mostly through funds managed against the JP Morgan EMBI Global Diversified Index), in a similar structure to what they might have done a decade ago.

Most asset managers are not incentivised to tell their clients to do otherwise. The capacity of dedicated frontier funds is lower than traditional broader EMD funds. This means there is a commercial disincentive for managers with large 'traditional' EMD funds to consider frontier as a stand-alone investment, as they may risk cannibalising their existing businesses. Further, most fund managers tend to be overweight in frontier debt compared with their respective indices, using it as a way of generating alpha, and in the local currency space for increasing diversification. So the group of dedicated frontier debt funds is small and clients may not appreciate just what this asset class can offer.

Not viewing investments in frontier markets as stand-alone investments causes two separate problems. Firstly, the specific facets of this investment universe are ignored and are instead grouped together with broader emerging markets, with which they at times have little in common. Secondly, investing through larger global EMD funds means one could be foregoing significant alpha opportunities within the frontier debt space. Of the 35 countries included in JP Morgan NexGEM Index at the end of 2019, twelve have USD 1 bn or less worth of

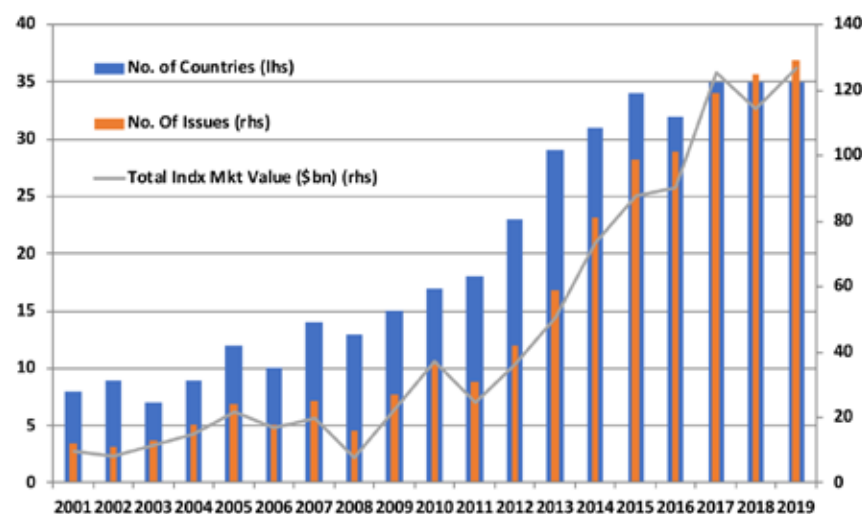
bonds outstanding. A manager with a large global EM sovereign fund would be practically unable to invest in a country which has only USD 500 mn worth of bonds outstanding. If this hypothetical fund wanted to build a 1% position, it would end up owning too much of the outstanding debt. Acquiring such a position – or potentially selling it later on – would take a significant amount of time and, even with the most skilled trader(s), it would move the market, both on the way in and on the way out. As a result, most large sovereign EMD funds get their entire frontier exposure from a smaller subset of larger countries, leaving significant opportunities on the table.

Frontier markets offer an attractive investment opportunity for a number of reasons. The most obvious is that returns have outpaced most other fixed-income asset classes through all relevant periods. The risk premium imbedded in the yields of EM sovereign bonds overcompensates for the risk associated with defaults. This is due to the combination of defaults being relatively rare and recovery rates being relatively high. Firstly, sovereigns are usually loath to default, as it means losing access to capital markets and US dollars. At the same time, multilateral institutions are often on hand and willing to provide concessional financing and technical assistance for any reforms that are needed, as well as support during any restructuring. We have indeed seen this dynamic play out in 2020, between the G20 DSSI (Debt Service Suspension Initiative) and the rapid financing provided by the IMF. While all sovereign debt benefits from this, the 'arbitrage' is most significant for the higher-yielding frontier part of the investment universe.



Thomas Christiansen

Figure 1: Market Value Frontier Markets in relation to number of Frontier Countries and number of Debt Issues.



Source: UBP, JPMorgan as of 31/12/2019

- Frontier markets have grown significantly in recent years and now warrant consideration as a stand-alone investment.
- This is a well-kept 'secret' as large asset managers are not incentivised to publicise this.
- Looking at the merits shows frontier markets significantly outperforming both traditional EM sovereign markets, but also US High Yield.
- This is due to higher average yields, but also lower realised losses from defaults.
- Frontier markets offer one of the last areas of liquid fixed income where one can find substantial yields in 2020.

This is because defaults only comprise a slightly higher proportion of the frontier than of the broader emerging market space, while recovery rates are similar.

The slightly higher incidence of defaults is not nearly enough to wipe out the pick-up in yields. As noted, the NexGEM Index was launched in 2011 but the data have been created back to end-2001, meaning there is almost twenty years of data for analysis. Over this period, the NexGEM Index returned 9.7% (annualised to 30 September 2020), significantly outpacing all other EMD sub-asset classes.

Frontier debt also outperforms all DM (developed market) bond indices that we have reviewed over time. The most natural comparison is US high yield (both indices are purely high yield and USD-denominated). Since the start of 2002, frontier bond markets have outperformed US high yield by 2.35% (annualised) to the end of August 2020. Yields on NexGEM have historically been only marginally higher than US high yield (50-75bps), but defaults have been meaningfully lower and recovery rates higher. Frontier markets have seen average default rates of 2%, with average weighted haircuts of 37% on those defaults. In the meantime, US High Yield have had 4.4% average default rates with 59% haircuts. These combinations mean that frontier markets

have seen average annual realised losses of just 0.7%, while US High Yield has averaged realised losses of 2.6%.

In addition to the historical returns, three of the main traditional macro arguments for investing in EMD - faster growth rates, higher yields, and diversification benefits - are even more true for frontier markets. Frontier countries continue to deliver average annualised growth rates outpacing those of both broader emerging and developed markets. Meanwhile, the frontier index yielded 7.7% at the end of September, which compares to just under 5% for the widely used hard currency index. And the efficient frontier of an investor who is allocated to global equities and bonds improves significantly more when adding frontier debt than when adding broader emerging markets.

Today, frontier markets are the highest yielding liquid debt markets and, as seen above, compelling arguments can be made for considering frontier debt as an alternative to both traditional EM sovereign debt, and US high yield. In a world that is starved for yield, with close to \$16 trillion of negatively yielding assets (as of 30 September 2020), investors could stand to benefit significantly from doing so. «

This article was written by **Thomas Christiansen, Deputy Head of EM Fixed Income, Head of EM Sovereign Debt at UBP.**

Disclaimer

This document reflects the opinion of Union Bancaire Privée, UBP SA, (hereafter UBP) as of the date of issue. This document is intended for informational and/or marketing purposes only. It neither constitutes an offer nor a solicitation to buy, subscribe for or sell any currency, funds, product or financial instrument, make any investment, or participate in any particular trading strategy, or to provide advices or placement services in any jurisdiction where such an offer or solicitation would not be authorised, or to any person to whom it would be unlawful to make such an offer or invitation. It should not be construed as advice. It is not intended for distribution, publication, or use in any jurisdiction where such distribution, publication or use would be unlawful, nor is it directed at any person or entity at which it would be unlawful to direct such a document.

Reasonable efforts have been made to ensure that the content of this document is based on information and data obtained from reliable sources. The information contained herein is subject to change without prior notice. UBP gives no undertaking to update this document or to correct any inaccuracies which may become apparent.

This document may refer to the past performance of investments. Past performance is not a guide to current or future results. The value of investment interests can fall as well as rise. Any capital invested may be at risk and you may not get back some or all of your original capital. The opinions herein do not take into account individual investors' circumstances, objectives or needs. Each investor must make his/her own independent decision regarding any securities or financial instruments mentioned herein and should independently determine the merits or suitability of any investment. Investors are advised to seek professional counsel from their financial, legal and tax specialists. UBP is authorised and regulated in Switzerland by the Swiss Financial Market Supervisory Authority.

Kwantitatieve creditbelegger vormt mooie aanvulling op fundamentele belegger

DOOR HARRY GEELS

Bij bedrijfsobligaties worden tegenwoordig steeds meer searches uitgezet voor kwantitatieve factorbeleggers. Dat constateert Dr. Harald Henke, Head of Fixed Income Portfolio Management bij Quoniam Asset Management. Kwantitatieve strategieën hebben diverse voordelen: 'Ze zijn transparant en objectief en de risico-rendementsprofielen zijn doorgaans gunstiger dan bij de strategieën van fundamentele bedrijfsobligatiebeleggers.'

Wat zijn de potentiële bronnen voor alpha als we kijken naar de rendementen bij bedrijfsobligaties?

'Passief beleggen in bedrijfsobligaties levert standaard twee bronnen van rendement: de basisrente en de spread, die een compensatie voor risico is. Er zijn verschillende bronnen van outperformance met betrekking tot de spreadcomponent. De eerste bron van potentiële alpha is idiosyncratisch van aard. Met diepgaande fundamentele analyses wordt beoordeeld of bepaalde bedrijven onder- of overgewaardeerd zijn. Het komt hier aan op de analyse van de belegger, die juist kan zijn of niet. Daarnaast zijn er diverse obligatiestrategieën die een hoger rendement proberen te behalen door een langere looptijd te kopen dan de benchmark, ofwel loading up the carry. Dit is een

systematische alfafactor, die in een omgeving van normale yieldcurves door de tijd heen een hoger rendement oplevert, maar wél tegen een hoger risico.

Binnen het blok systematische factoren kennen we factoren die op risicogecorrigeerde basis wél potentiële outperformance behalen, namelijk factoren die sectoren of bepaalde typen bedrijven selecteren die een extra premie geven. De valuefactor komt neer op het kopen van obligaties die goedkoop zijn ten opzichte van de fair value. Op de langere termijn lijken goedkopere obligaties een outperformance te leveren.

Tot slot – zoals ook aangegeven in het middenblok van de staafdiagram van Figuur 1 – zijn er ook nog premies afkomstig uit de marktstructuur. Zo wordt een substantieel gedeelte van de nieuw uitgegeven obligaties (iets) te goedkoop op de markt gebracht, om zodoende voldoende beleggers te trekken en de emissies tot een succes te maken. Ook bieden obligaties die over-the-counter worden verhandeld meestal een premie bovenop die van vergelijkbare op de beurs verhandelde obligaties. Dit wordt ook wel de illiquiditeitspremie genoemd.'

Zijn de Value-, Quality- en Momentum-factoren dezelfde als de factoren die we bij aandelen kennen?

'Nee, er zijn verschillen. Quality is een belangrijke factor bij

Elke kwantitatieve benadering moet zo worden opgezet, dat zij ook werkt in een omgeving met lage liquiditeit.



Foto: Archief Quoniam AM

DR. HARALD HENKE

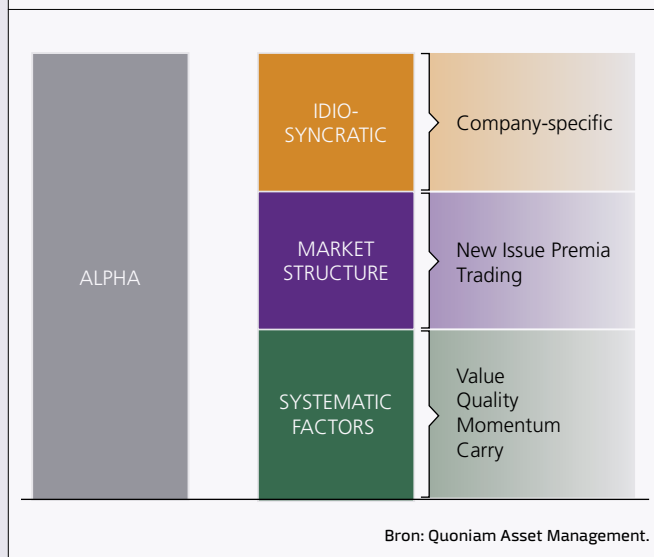
Kwantitatief beleggen bij bedrijfsobligaties is moeilijker dan bij aandelen.

aandelen, maar bij investment grade-obligaties is dit veel minder een factor en gebruiken we dit minder. Bij high yield is er een kwaliteitseffect, zoals ons onderzoek aantoont. Vooral Value heeft bij obligaties een beduidend andere lading dan bij aandelen. Bij aandelen draait het om ratio's als de koers-winstverhouding, of de koers-boekwaarde ratio, ofwel een waardering in absolute termen. Bij obligaties hangt waardering af van risicogecorrigeerde maatstaven, bijvoorbeeld door de marktspread van een obligatie te vergelijken met een fair value van de spread. Hoe groter het verschil, des te groter de marktspread versus de fair value van de spread, des te meer Value de obligatie heeft. Bij aandelen is Value vaak geclusterd in bepaalde sectoren, bij obligaties niet. Sterker nog, een langlopende obligatie van een bepaald bedrijf kan Value hebben, maar een kortlopende obligatie van hetzelfde bedrijf niet, of vice versa. Wat betreft Momentum kijken wij bij obligaties niet naar het momentum in de obligatieprijzen, maar naar het momentum in de aandelen van hetzelfde bedrijf. Obligaties waarvan de aandelen momentum hebben, hebben sterk de neiging om te outperformen. We spreken ook wel van cross asset class-momentum. Een van de mogelijke verklaringen die we hiervoor in de wetenschappelijke papers vinden, is dat aandelenmarkten informatie sneller verwerken dan bedrijfsobligatiemarkten. Een mogelijke verklaring hiervoor zou weer kunnen zijn dat beleggers, als er interessante informatie over een bedrijf wordt gepubliceerd, deze informatie waarschijnlijk eerder met aandelen te gelde proberen te maken omdat aandelen sneller bewegen, terwijl obligaties een beperkter koerspotentieel hebben. In optiemarkten wordt informatie overigens nog sneller verwerkt dan in aandelenmarkten.'

Hoe kan door het gebruik van systematische factoren extra rendement worden gemaakt tegen een lager risico?

'Wij gebruiken de systematische factoren Value, Equity Momentum en Carry. Zo kan worden aangetoond dat obligaties van bedrijven waarvan de aandelen koers-technisch beter hebben gepresteerd een outperformance boeken in de komende maanden. Er zijn wetenschappers die de outperformance van de Momentum-factor toeschrijven aan een premie voor risico, andere aan behavioural biases. Wat het ook moge zijn, aandelenmomentum levert wel interessante wetenschappelijke bevindingen op, namelijk dat bedrijven met aandelen met beperkt momentum een grotere kans hebben om een downgrade te krijgen. Ook met die informatie kunnen obligatiebeleggers hun voordeel doen.

Figuur 1: Alfabronnen bij bedrijfsobligaties



Een andere bekende premie op de obligatiemarkten is de falling angel-premie. Als een bedrijf een downgrade krijgt naar high yield, vinden er veel gedwongen verkopen plaats. Na die gedwongen verkopen zien we meestal weer een herstel naar normalere waarden. Deze obligaties laten na gedwongen verkopen over een periode van zo'n zes maanden een outperformance zien.

Het is overigens goed een verklaring te hebben voor de outperformance van factoren. Ze kunnen gewerkt hebben in het verleden, maar dat hoeft nog niet te betekenen dat ze dat ook in de toekomst blijven doen. Gelukkig kunnen we voor de meeste van de zojuist besproken factoren goede verklaringen geven.

Factoren moeten gecombineerd worden in een multi-factorbenadering. Hierdoor kan het risico van de totale portefeuille nog lager worden, omdat de factorpremies ongecorrigeerd zijn.'

Richten de meeste obligatiemanagers zich op een van de potentiële alfablokken?

'Er bestaan weinig zuivere beleggingsbenaderingen. Zo zullen bijvoorbeeld pure fundamentele benaderingen, die idiosyncratisch ondergewaardeerde obligaties zoeken, regelmatig proberen ook de new issue-, of de illiquiditeits-premie te oogsten, of de carry-premie als systematische factor te bespelen. Kwantitatieve benaderingen kunnen ook idiosyncratische componenten in de analyse betrekken. Bijvoorbeeld een model dat downgrades voorspelt van investment grade naar high yield. Het voorkomen van downgrades is ook een bron van outperformance.

Kwantitatieve benaderingen, zoals ook onze multi-factor-benaderingen, werken verder het beste op grote universums.

In kleine universums werken kwantitatieve benaderingen minder goed. Traditionele actieve fundamentele managers vereisen veel meer manuren en zijn weer geschikter voor kleinere universums. Er moet hier ook een raamwerk worden ontwikkeld waarbinnen de analisten op een homogene manier werken. Benaderingen van traditionele actieve fundamentele managers leiden soms tot high-conviction portefeuilles. Kwantitatieve portefeuilles neigen verder naar lagere tracking errors en drawdowns, maar ook naar hogere information ratio's dan fundamentele portefeuilles die hebben. De correlatie met de benchmark is bij kwantitatieve benaderingen vaak ook lager dan bij fundamentele benaderingen. De alpha is niet per se hoger bij kwantitatieve benaderingen. Verder leiden kwantitatieve benaderingen doorgaans tot meer transacties dan fundamentele benaderingen, waardoor goed nagedacht moet worden over de implementatie van de strategie, temeer omdat obligatiemarkten minder liquide zijn geworden. Elke kwantitatieve benadering moet zo worden opgezet, dat zij ook werkt in een omgeving met lage liquiditeit. Tot slot lijkt er eerder een lagere correlatie te zijn tussen kwantitatieve beheerders en fundamentele beheerders dan dat die correlatie er onderling is in beide groepen afzonderlijk. Een fundamentele creditmanager selecteren naast een quantmanager brengt dus diversificatie.'

Bent u niet bang dat als te veel kwantitatieve beleggers bepaalde alfafactoren proberen te benutten, deze uiteindelijk weggearbitreerd worden?

'We kunnen nooit stilzitten. Het is van groot belang dat we continu de processen blijven ontwikkelen. Er zijn enkele mitigerende fenomenen waardoor het eventuele weg-arbitreren niet zo snel zal gaan. Bij bedrijfsobligaties zijn er bijvoorbeeld meer complexiteitsslagen dan bij aandelen. Het gaat dan niet alleen om het (door)ontwikkelen van een factorbenadering, maar er moet ook worden gedacht aan implementatie, vanwege liquiditeitsissues, en duration-positionering. Kwantitatief beleggen bij bedrijfsobligaties is dus moeilijker dan bij aandelen. Niet iedereen kan dit. We zitten al vijftien jaar in deze markt en iedere dag zijn er bij wijze van spreken lessons learned. Factorbeleggen is bij bedrijfsobligaties bovendien nog altijd relatief klein versus fundamenteel beleggen.'

Is ESG geïntegreerd in het beleggingsbeleid? En zo ja, wat is de bijdrage van jullie ESG-beleid aan het resultaat?

'We gebruiken ESG niet als een alpha-sigitaal, maar het wordt wel geïntegreerd in ons beleggingsproces. Ons onderzoek toont aan dat ESG prestatie-neutraal is. Het is voor ons een risicofactor die we gebruiken bij de portefeuille-constructie. De vraag die vaak wordt gesteld, is of een quant ESG überhaupt wel goed kan integreren. Sommigen zeggen bijvoorbeeld dat het hier vooral om kwalitatieve

ESG wordt steeds meer een issue van big data, waarmee quants veel beter kunnen omgaan dan traditionele fundamentele beleggers.

afwegingen gaat. Dat was wellicht een issue vijf jaar geleden, maar nu zijn de databases veel beter, mede door de concurrentie tussen het steeds groter wordende aanbod van dataproviders. Traditionele actieve beheerders hebben zelf eigenlijk weinig meer kwalitatief toe te voegen aan al deze databronnen. ESG wordt steeds meer een issue van big data, waarmee quants veel beter kunnen omgaan dan traditionele fundamentele beleggers.'

Waarom zijn beleggers bij bedrijfsobligaties steeds meer geïnteresseerd in factorbeleggen?

'We zien dat beleggers steeds meer onderzoek doen naar factorbeleggen bij bedrijfsobligaties. Niet alleen de beheerders, maar ook de klanten van de beheerders, ofwel de beleggers. Bij de klanten gaat het meer om de vraag of ze een kwantitatieve benadering willen toevoegen aan de meer fundamentele benadering die ze al jaren hebben. Voorheen zetten klanten ook gewoon een search uit voor een beheerder van bedrijfsobligaties, waarbij de criteria van de search niet zoveel onderscheid maakten tussen kwantitatieve of fundamentele beheerders. Het ging dan eigenlijk om het zoeken van de beheerder die het beste bij de belegger paste. Nu zien we een stijging van het aantal searches naar puur kwantitatieve beheerders. Een van de redenen hiervoor is waarschijnlijk de lage yield, die voorlopig 'here to stay' is. De spread is eigenlijk de belangrijkste component van de yield. Sterker nog, in Europa bepaalt de spread meer dan 100% van het rendement en ook in de Verenigde Staten is het de dominante factor. Spreadrisico is dus de belangrijkste component bij het beheer van de bedrijfsobligatieportefeuille, waarmee het algemene risico van bedrijfsobligaties is toegenomen. Kwantitatieve benaderingen hebben meestal een lager risico, mede ook vanwege de eerder besproken lagere correlatie, en dat is dan dus een plus in de huidige omgeving.

Verder zien we het aantal factorbeleggers bij bedrijfsobligaties toenemen. Elk jaar zijn er wel een paar bijgekomen. Overigens is er nog een flinke achterstand op het aantal fundamentele bedrijfsobligatiebeheerders. Wat beleggers ook prettig vinden aan kwantitatieve benaderingen, is dat deze transparant en objectief zijn. De prestaties kunnen aan een aantal factoren worden toegeschreven. Dat is doorgaans ook goed uitlegbaar naar de belanghebbenden.' «



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

COLUMN

AIFMD-bewaarder: bewaarder, bewaker en gevangene?

De bewaarder van een beleggingsinstelling heeft behalve bewaartaken ook allerlei controletaken. Daarnaast is de bewaarder in beginsel aansprakelijk voor het verlies van door hem bewaarde financiële instrumenten. Hij is aldus niet alleen bewaarder, maar ook bewaker en gevangene van de beleggingsinstelling.

De positie van een AIFMD-bewaarder verschilt aanzienlijk van die van een gewone custodian. Net als een gewone custodian heeft een AIFMD-bewaarder een bewaartak. Deze bewaartak houdt in dat activa van de beleggingsinstelling bestaande in financiële instrumenten door de bewaarder giraal of fysiek in bewaring worden genomen. Het gaat daarbij om overdraagbare effecten, geldmarkt-instrumenten en deelnemingsrechten die geschikt zijn om in een rekening te worden gehouden – gegiraliseerde effecten – en om financiële instrumenten van deze typen in de vorm van toonderstukken. Anders dan een gewone custodian heeft een AIFMD-bewaarder echter ook allerlei controletaken met betrekking tot de activa, kasstromen en deelnemingsrechten van de beleggingsinstelling. Verder is de positie van een AIFMD-bewaarder in zoverre anders dan die van een gewone custodian, dat een AIFMD-bewaarder, ook zonder dat hem ter zake enig verwijt valt te maken, in beginsel aansprakelijk is voor het verlies van door hem bewaarde financiële instrumenten.

De AIFMD-bewaarder heeft allereerst een controletaak ten aanzien van activa van de beleggingsinstelling die niet geschikt zijn om in bewaring te worden genomen. Het betreft hier financiële instrumenten die niet in een rekening kunnen worden gehouden en die evenmin in toondervorm bestaan, en andere activa dan financiële instrumenten, zoals vastgoed, schepen en private equity-belangen. De AIFMD-bewaarder moet vaststellen of de beleggingsinstelling de eigenaar van deze activa is en daarvan een register bijhouden. Hoever deze onderzoeksverplichting strekt, hangt af van de aard van de activa. Bij aandelen op naam of vastgoed zal de AIFMD-bewaarder een onderzoek moeten uitvoeren dat vergelijkbaar is met de door een notaris uit te voeren titelrecherche bij transacties in dergelijke activa. De AIFMD-bewaarder

heeft ook controletaken met betrekking tot de kasstromen en deelnemingsrechten van de beleggingsinstelling. De AIFMD-bewaarder moet erop toezien dat alle betalingen door of namens beleggers bij inschrijving op deelnemingsrechten door de beleggingsinstelling zijn ontvangen en dat alle gelden worden geboekt op de daarvoor bestemde geldrekening. De AIFMD-bewaarder dient dagelijks een koppeling te maken tussen de kasstromen en de financiële administratie en dient significante kasstromen en kasstromen die mogelijk niet te rijmen zijn met de bedrijfsvoering te kunnen verklaren. Verder moet hij toezien op de verkoop, uitgifte, inkoop en terugbetaling van deelnemingsrechten, een juiste berekening van de waarde van deze deelnemingsrechten en een correcte uitvoering van het beleggingsbeleid. Zo wordt de bewaarder ook een bewaker.

Anders dan een gewone custodian, is een AIFMD-bewaarder, ook zonder dat hem enig verwijt valt te maken, in beginsel aansprakelijk voor het verlies van door hem bewaarde financiële instrumenten. Hij kan deze aansprakelijkheid niet beperken of uitsluiten. Hij is alleen dan niet aansprakelijk als sprake is van overmacht: als hij kan aantonen dat het verlies het gevolg is van een externe gebeurtenis waarover hij redelijkerwijs geen controle heeft en waarvan de gevolgen onvermijdelijk waren. Daarvan zal niet snel sprake zijn. De AIFMD-bewaarder is ook aansprakelijk voor het verlies van financiële instrumenten in het geval van delegatie van de bewaartak aan een onderbewaarder. Uitsluiting van aansprakelijkheid door de AIFMD-bewaarder is in dat geval wel mogelijk, maar alleen als de aansprakelijkheid wordt overgenomen door de onderbewaarder en de beleggingsinstelling daarmee instemt. Zo is de AIFMD-bewaarder ook de gevangene van de beleggingsinstelling. «

HET EINDE VAN DE GEBALANCEERDE PORTEFEUILLE

Door Lodewijk van der Kroft

Donderdag 27 augustus 2020 zou weleens de geschiedenisboeken in kunnen gaan als de dag waarop Jeremy Powell, de voorzitter van de Federal Reserve, de traditionele effectenportefeuille heeft begraven.

Op die dag maakte Powell bekend dat de Fed voortaan een 'average inflation target' zou aanhouden en niet langer zou streven naar een inflatiedoel van exact 2%. Dit betekent dat de centrale bank voortaan bereid is de inflatie hoger te laten oplopen dan voorheen alvorens over te gaan tot renteverhogingen.

De huidige economische omgeving staat daarmee in schril contrast met 40 jaar geleden, toen Powells voorganger Paul Volcker controversiële renteverhogingen doorvoerde om de inflatie onder controle te krijgen. Volcker zag zich genoodzaakt de korte rente op te hogen tot 20% in juni 1981, waarop de Amerikaanse economie in een zware recessie terechtkwam. Maar sinds die tijd is de Amerikaanse rente op 10-jarige obligaties gedaald van 15,84% naar 0,69%. De rente op een vergelijkbare lening van de Duitse staat daalde over deze periode van 12% naar -0,56%.

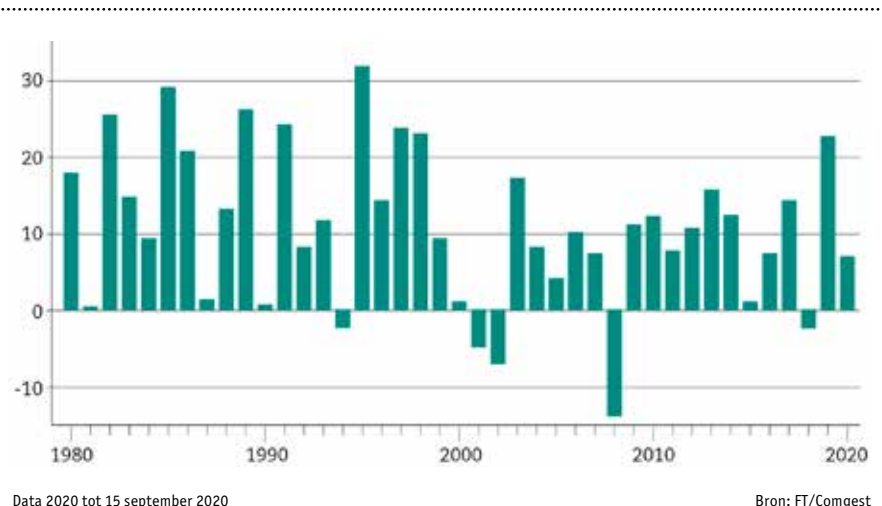
De enorme rentedaling was de afgelopen decennia een belangrijke rugwind voor veel langetermijnbeleggers, zoals pensioenfondsen en vermogensfondsen, die vaak een combinatie van zakelijke waarden en vastrentende waarden aanhouden. Deze zogeheten 60/40-portefeuille heeft het over de hele periode bijna elk jaar zeer goed gedaan (zie Figuur 1). Daarbij droeg de allocatie in 'veilige' obligaties niet alleen bij aan de beperking van de volatiliteit van de portefeuille en het genereren van directe inkomsten, maar leverde het ook een grote bijdrage aan de waardegroei van zo'n gebalanceerde portefeuille.

Op het huidige renteniveau zijn obligaties niet meer de kurk waarop een langetermijnbelegger kan drijven. Dit leidt ertoe dat beleggers meer risico moeten gaan nemen dan in het verleden om vergelijkbare beleggingsresultaten te verkrijgen. Veel beleggers zoeken die extra risico's door beperkt liquide beleggingen zoals private equity, onroerend goed en alternatieve obligaties op te nemen. Zeker als het gaat om niet-beursgenoteerde beleggingen, die niet op dagbasis worden gewaardeerd, leidt dit tot een lagere volatiliteit van de portefeuille, een kunstmatige eigenschap waar onterecht veel waarde aan wordt toegekend. Het gebrek aan liquiditeit van veel van deze alternatieven brengt daarnaast grote gevaren met zich mee in perioden van stress op kapitaalmarkten.

Beleggers zouden er ook voor kunnen kiezen hun allocatie in aandelen op te hogen. Aandelen zijn immers liquide en bovendien een veilige belegging als de inflatie onverhoopt toch hard oploopt. Maar een belangrijk nadeel van aandelen is dat zij grote tussentijdse uitslagen naar beneden kennen ('drawdowns'). Over de afgelopen vijftien jaar was de grootste daling van de top naar de bodem in de MSCI-wereldindex in een behoorlijk aantal jaren meer dan 20%. Een dergelijke terugval is voor veel beleggers met een gebalanceerd risicoprofiel veel te groot.

Om dit neerwaartse risico op een veilige manier te dempen, kan een belegger overwegen de verhoging van de positie in aandelen af te dekken met een dynamische hedgepositie. Binnen onze organisatie

Figuur 1: Jaarrendement 60/40 portefeuille 1980 – 2020 (%)

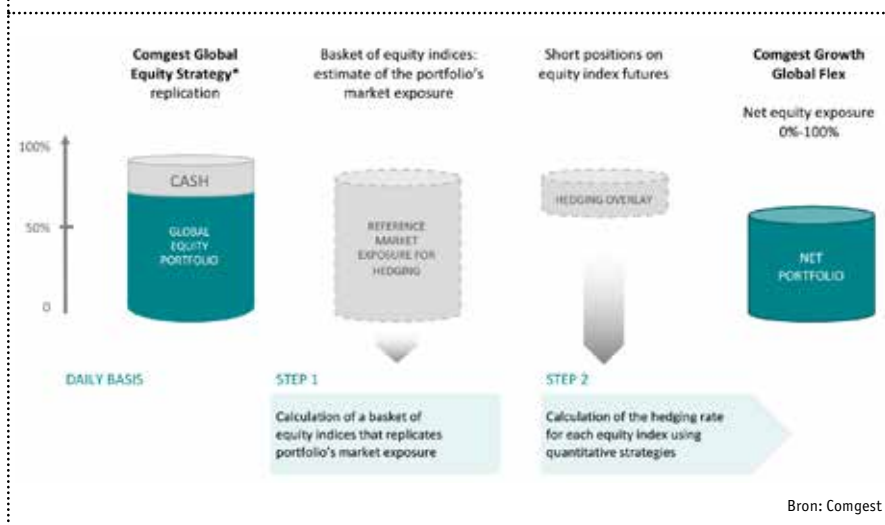


hebben we daar de afgelopen jaren ervaring mee opgedaan en we beheren nu alweer drie jaar een wereldwijde aandelenportefeuille, waarbij we op basis van een kwantitatief model de belangrijkste regionale aandelenindices en de valuta's van een aantal ontwikkelde landen kunnen afdekken. De afdekking voor zowel de aandelenindices als de valuta's varieert tussen 0% en 100%. Deze Global Flex-strategie streeft ernaar de terugval te beperken tot maximaal 15% en de jaarlijkse volatiliteit onder de 8% te houden. Qua rendementsprofiel streeft deze strategie ernaar om op de lange termijn gemiddeld meer dan 60% van het indexresultaat¹ te behalen in positieve maanden en minder dan 40% van het indexresultaat in negatieve maanden (upside en downside capture). De resultaten zijn zeer bemoedigend. Door de extreme koersbewegingen eerder dit jaar zijn de geannualiseerde volatiliteit over de afgelopen drie jaar met 9,22 en een maximale 'drawdown' van 15,35% voorsnog hoger dan onze doelstelling, maar het geannualiseerde rendement is met 8,44% ook aanzienlijk hoger dan verwacht².

Om onze doelen qua risico en rendement te bereiken, berust de strategie op drie bronnen van rendement:

- **Wereldwijde aandelenportefeuille:** We houden een 'long'-positie aan in een portefeuille van 30 tot 40 bedrijven van hoge kwaliteit. Deze bedrijven kenmerken zich door een stabiele omzet- en winstgroei over een lange termijn. Over de afgelopen bijna 30 jaar heeft deze portefeuille een alpha behaald van meer dan 300 basispunten op jaarbasis³. Bovendien is deze portefeuille minder volatiel gebleken in perioden waarin beurzen dalen.
- **Equity en tail risk hedging:** Om de marktexposure (beta) terug te dringen wordt gebruikgemaakt van een kwantitatief model dat aan de hand van diverse parameters signalen afgeeft om de beta af te bouwen of te herstellen. Het kwantitatieve model is goed in staat om trendmatige ontwikkelingen tijdig te signaleren, maar zal niet op tijd reageren bij

Figuur 2: Schematische weergave van de aandelenafdekking



plotselinge koerscorrecties. Daarvoor dient de 'tail risk' hedging. Omdat dit een kostbare risicoafdekking is, kan dit slechts beperkt worden ingezet.

- **Valuta-afdekking:** Voor eurobeleggers is het aanhouden van bezittingen in andere valuta's een risico dat vooral tot uitdrukking komt in de mate waarin valutakoersen schommelen. Om deze volatiliteit te verminderen, kunnen de vreemde valuta's in portefeuille (deels) worden afgedekt. De kostprijs van valuta-afdekking bestaat uit het verschil in rente tussen de valuta's die afgedekt moet worden en de rente op de euro. De regionale aandelenweging bepaalt welke valuta's er worden afgedekt, waarbij afdekking alleen plaatsvindt in de valuta's van de ontwikkelde landen, omdat de rentevergoeding op deze landen vaak meer in lijn is met de rente op eurotegoeden en hierdoor minder kostbaar.

CONCLUSIE

Over de afgelopen decennia hebben langetermijnbeleggers een zeer aantrekkelijk rendement kunnen behalen op zowel de aandelenallocatie als op de 'veilige' obligatieallocatie. Op het huidige renteniveau is dat niet meer mogelijk. Helaas is er geen goed alternatief voor obligaties. Er zijn wel alternatieven voor obligaties, maar die hebben stuk voor stuk belangrijke

nadelen, niet in de laatste plaats vanwege hun gebrekkige liquiditeit. Het ophogen van de aandelenallocatie in combinatie met een hedging-strategie kan een manier zijn om het asymmetrische rendementsprofiel van de klassieke 60/40-portefeuille te benaderen. «

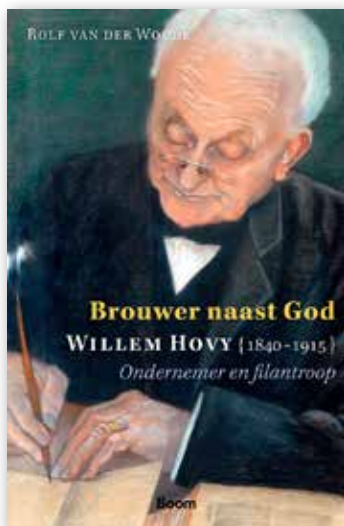
- 1 MSCI All Countries World index NTR EUR.
- 2 Comgest Growth Global Flex (IE00BZ0X9Q28) per 30/09/2020.
- 3 Comgest Monde C (FR0000284689) behaalt sinds oprichting op 27/06/91 en 30/09/20: een geannualiseerd rendement van 9,8% versus 6,49% voor de MSCI AC World - Net Return.

- De traditionele 60/40-portefeuille is ter ziele.
- Er is geen goed alternatief voor veilige obligaties.
- Veel oplossingen gaan ten koste van de liquiditeit van de portefeuille.
- Ophoging van aandelen-allocatie met een hedging-strategie biedt belangrijke voordelen.

Dit artikel is geschreven door Lodewijk van der Kroft, Partner bij Comgest.



Titel: Een land van kleine buffers
Auteur: Dirk Bezemer
Uitgever: Pluim
ISBN: 9789083080031



Titel: Brouwer naast God
Auteur: Rolf van der Woude
Uitgever: Boom
ISBN: 9789024432752

Een land van kleine buffers

Door Hans Amesz

Kort na het uitbreken van de coronacrisis begon de econoom Dirk Bezemer, hoogleraar aan de Rijksuniversiteit Groningen, alwaar hij onderzoek doet naar de gevolgen van financiële structuren voor het functioneren van de economie, aan 'Een land van kleine buffers'. Dat is, in de woorden van Willem Buijer, hoogleraar aan de Columbia University en vroeger onder andere hoofdeconoom van Citigroup, een uitstekend boek dat helder laat zien hoe ver de 'financialisering' van de Nederlandse economie is gegaan. Deze 'financialisering' heeft ertoe geleid dat de economie en de financiële sector niet goed functioneren. Volgens Bezemer zijn de financiële markten 'losgezongen' van de reële economie. Aandelenmarkten zijn nu de plekken waar bedrijven geld kwijt raken door hun winsten aan de aandeelhouders uit te keren en eigen aandelen in te kopen in plaats van te investeren. Het kleine bufferkapitalisme is een markteconomie waar de financiële structuur te veel is gericht op het opbouwen van vermogen en te weinig op het opbouwen van kapitaal en buffers ten dienste van innovatie en productie. Het gaat de financiële kringloop van de reële economie overheersen, waardoor de financiële buffers daar uitgeput worden. Reële doelen worden ingewisseld voor financiële targets en de prijzen van reële goederen worden bepaald door financiële assets – in plaats van andersom. Kortom, de Nederlandse economie is veel te veel gericht op het ophopen van geld, waar maar een klein deel van de bevolking van profiteert. Bezemer: 'Er is genoeg geld, maar we gebruiken het verkeerd.' Hij geeft concreet aan hoe het beter kan. De plannen om Nederland in te richten liggen klaar. Het belastingstelsel moet hervormd worden, de te veel geflexibiliseerde arbeidsmarkt behoeft versterking, de grote tekorten aan geld en mensen in de publieke sector moeten aangepakt worden en subsidies die duurzaamheid ondermijnen, dienen te worden afgebouwd. Niemand kent de toekomst, maar dit is wat er mogelijk is. Het is aan ons, zo besluit Bezemer zijn boek.

Brouwer naast God

Door Hans Amesz

'Brouwer naast God' gaat over Willem Hovy (1840 – 1915), ondernemer en filantroop. Zijn biograaf Rolf van der Woude was van 1997 tot 2014 als onderzoeker verbonden aan het Historisch Documentatiecentrum voor het Nederlands Protestantisme van de Vrije Universiteit Amsterdam. In het hoogst interessante 'Brouwer naast God' worden de dilemma's geschetst van een bekende ondernemer in de laatste dertig jaar van de 19de eeuw, een tijd van grote maatschappelijke en politieke onrust, waarin de rol van de overheid en de democratie nog in de kinderschoenen stonden. Het was daardoor ook een tijd dat ideologieën in opkomst waren als alternatieven voor het vigerende liberalisme en de tanende macht van het regentendom, zeker in Amsterdam. Vanuit zijn geloof had Hovy, die nauw bevriend was met de latere minister-president van het eerste Nederlandse confessionele kabinet, Abraham Kuyper, een groot maatschappelijk verantwoordelijkheidsbesef, dat tot uiting kwam in de talloze maatschappelijke initiatieven die hij nam of waarbij hij bestuurlijk betrokken was. Ook zijn brouwerij, het Amsterdamse familiebedrijf Van Vollenhoven's bierbrouwerij, en azijnmakerij De Gekroonde Valk, liet hij daarin een rol spelen, doordat deze – toentertijd de grootste brouwerij van Nederland – relatief goede arbeidsvoorwaarden kende. Hovy stelde zijn werknemers Bart Poesiat en Klaas Kater in staat de werkliedenvereniging Patrimonium op te richten – in feite de voorloper van enerzijds de grootste woningbouwcorporatie van ons land en anderzijds van de huidige vakbond CNV. Hovy was ook politiek actief: hij zat 18 jaar in de Amsterdamse gemeenteraad en later in de Provinciale Staten en de Eerste Kamer.



Titel: Putin's People
Auteur: Catherine Belton
Uitgever: William Collins
ISBN: 9780007578795

Putin's People

Door Joost van Mierlo

De opkomst en het schrikbewind van de Russische president Vladimir Poetin zijn al diverse malen beschreven, maar voormalig Financial Times journalist Catherine Belton gaat verder dan eerdere auteurs. Zij maakt duidelijk dat de tentakels van de voormalige KGB, waarvan Poetin de voornaamste vertegenwoordiger is, feitelijk over de hele wereld zijn verspreid. Natuurlijk zijn we de afgelopen jaren gewend geraakt aan de interventies van de Russische geheime dienst bij buitenlandse verkiezingen door het lekken van ontwrichtende informatie of bij het uitschakelen van politieke tegenstanders met varianten van het gif Novichok, maar de infiltratie gaat veel verder dan dat.

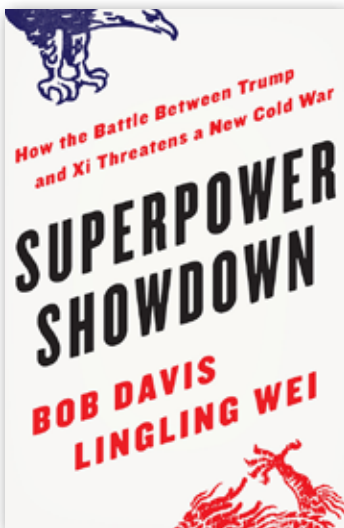
Het heeft allemaal te maken met de miljarden die in de nasleep van de val van de Sovjet-Unie door representanten van de inmiddels opgeheven KGB naar het Westen zijn gesluisd. Die miljarden zijn gebruikt om westerse democratieën te ontwrichten. Iedereen die behoefte had aan goedkoop kapitaal, en wie heeft dat nu niet in een kapitalistische samenleving, is in de verleiding gebracht om het foute Russische geld te accepteren. Dat is in ieder geval de indruk die Belton wekt.

Eén van de doelwitten was de Amerikaanse president Donald Trump. Belton voegt volgens insiders niet veel toe aan de informatie die al bekend was, maar haar gesprekken met voormalige KGB-ers maken duidelijk dat de Russen actief gebruikmaakten van de vrijwel voortdurend om kapitaal verlegen Trump. In Moskou werd feest gevierd toen Trump tot president werd verkozen.

Dit is een adembenemend boek. Men krijgt de indruk dat Belton toegang had tot de inmiddels in de Franse Provence wonende voormalige 'Kremlin-bankier' Sergei Pugachev. Hoe dan ook, Belton weet een ontluisterende hoeveelheid onthutsende informatie over Poetin en zijn naaste verwanten boven tafel te krijgen. Dit is non-fictie met het karakter van een thriller. Er vallen meer dan genoeg doden, maar de hoofdpersoon – zeker niet de held van het verhaal – overleeft.

Superpower Showdown

Door Joost van Mierlo



Titel: Superpower Showdown
Auteur: Bob Davis & Lingling Wei
Uitgever: Harper Business
ISBN: 9780062953056

Wall Street Journal-verslaggevers Bob Davis en Lingling Wei hebben de zich ontpoppende handelsoorlog tussen de Verenigde Staten en China minutieus beschreven. Ze maken niet de fout om Donald Trump de schuld van alles te geven. De oorzaak van het conflict gaat immers jaren terug.

Het toetreden van China tot de WTO in 2001 was vragen om moeilijkheden, zo maken de auteurs duidelijk. Met zijn enorme bevolking en het door de overheid gecontroleerde bedrijfsleven was er immers geen sprake van een gelijk speelveld.

Het boek komt pas echt tot leven met het aantreden van Trump in 2017. Aanvankelijk heeft hij China nog nodig in zijn strijd met Noord-Korea, maar al snel wordt duidelijk dat China de boeman moet zijn die verantwoordelijk moet worden gehouden voor het onterechte handelstekort van de Amerikanen met de Chinezen.

Davis en Wei denken dat Trump deels gelijk heeft. Er is volgens hen geen sprake van een gelijk speelveld. China heeft lak aan patentrechten en vooral de staatsondernemingen hoeven zich geen zorgen te maken over winsten. Dat is niet eerlijk. Maar het partijtje spierballen tonen van beide zijden, met het heffen van steeds hogere onderlinge invoertarieven, heeft niet alleen in China voor problemen gezorgd. Ook in de VS was de pijn te voelen bij de bevolkingsgroepen die Trump juist trachtte te beschermen. De kou is een beetje uit de lucht. Begin dit jaar is een voorlopig handelsakkoord geschreven. Er moet nog een uitgebreider akkoord volgen. De Amerikanen (Trump) willen daarbij de overheidsinvloed van China mitigeren. Zelfs als Trump zou worden herkozen, is de kans op Chinese concessies klein.



DOOR ANDY LANGENKAMP, SENIOR POLITICAL ANALYST BIJ ECR RESEARCH

COLUMN

Rebel without a cause onbedoeld de Brexit-afgrond in?

Een No-Deal Brexit is nog altijd mogelijk, maar zelfs in het geval van een overeenkomst tussen Brussel en Londen krijgt het Verenigd Koninkrijk het zwaar.

Het vertrek van het Verenigd Koninkrijk uit de EU houdt de gemoederen al een aantal jaren bezig. Officieel verlieten de Britten begin dit jaar al de EU, maar in de overgangperiode, die tot eind dit jaar duurt, is alles vooralsnog hetzelfde gebleven.

Een No-Deal Brexit is nog altijd onwaarschijnlijk, maar niet uitgesloten. Dat heeft ook te maken met de incompetent Britse regering, die veel blunderde met onder andere de coronabestrijding. Verder is de dossierkennis van premier Johnson zeer matig en verkiest hij loyaliteit boven competentie. Het ambtenarenapparaat wantrouwt de regering, aangezien de belangrijkste adviseur van Johnson een oorlog tegen de bureaucratie is begonnen. Bovendien jaagt Johnson steeds meer parlementariërs van zijn eigen partij tegen zich in het harnas met zijn gebrekkige grip op de materie, de grote rol voor zijn adviseurs en de bijkans autoritaire stijl van zijn regeringsploeg. Aanmerkelijk meer kiezers vinden Labour-leider Keir Starmer nu een betere kandidaat voor het premierschap dan Boris Johnson.

Een premier die zodanig verzwakt is – een Tory-parlements lid noemde hem een ‘rebel without a cause’ – kan nog weleens een misstap zetten en zo, wellicht onbedoeld, het VK in een No-Deal Brexit storten. Brussel zal namelijk zeker niet ten koste van alles op een deal aansturen. Aan de andere kant van het Kanaal is steeds meer irritatie over het Britse optreden. Al diverse malen is aangegeven dat de Britten maar in hun eigen sop moeten gaarkoken als het VK het echt zo hard wil spelen.

Het waarschijnlijkste scenario blijft vooralsnog een harde Brexit. Een deal zonder volledig uitonderhandeld akkoord, maar met in elk geval overeenstemming over belangrijke dossiers en uitstel voor een aantal andere onderwerpen.

Het blijft opmerkelijk dat Britse Brexit-voorstanders blijven volhouden dat het VK grootser kan zijn buiten dan binnen de EU. Dit druist volledig in tegen het historische bewijs van de afgelopen eeuwen, dat duidelijk maakt dat de Britten altijd innig verstrengeld zijn met het continent, dat ze niet zonder hulp van Europese landen kunnen om hun grootste uitdagingen te overwinnen en dat ze altijd proberen te voorkomen dat een Europese dominante macht of een tegen de Britten gekant blok zou opstaan.

Britse topambtenaren waarschuwden in 1960 in een speciaal rapport al dat de Britse invloed in Europa sterk zou afnemen als het VK afzijdig zou blijven van het Europese integratieproject. Historicus David Reynolds schrijft hierover: ‘Even in the heyday of the British Empire, its leaders dared not take Europe for granted. Brexit runs against the historic pattern by trying to do the global without the European.’

Derhalve behaalt het VK weinig winst, hoe Brexit ook verloopt. Zo is sinds het Brexit-referendum de kennis-samenwerking van Britten binnen de EU onder het Horizon 2020 researchprogramma sterk afgenomen. In 2016 hadden 16.000 Britse bedrijven researchpartners in Europa, drie jaar later waren dit er 9.000. Duitse, Franse en Italiaanse samenwerkingsverbanden over diezelfde periode stegen met een kwart tot een derde.

Britten zullen straks regelmatig weemoedig terugdenken aan hun woelige EU-tijden. Het land heeft het sowieso al zwaar. Het kampt met een lage productiviteit, een harder dan op veel andere plekken toegeslagen coronacrisis en een van de grootste door corona ingegeven recessies in Europa. En Brexit maakt het niet makkelijker om alle uitdagingen het hoofd te bieden. «



LAURENT GUNTENAAR

VAN KEMPEN & CO
NAAR ACTIAM



Foto: Archief ACTIAM

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

'Bedankt, het bevalt heel goed! Ondanks de thuiswerk-situatie heb ik een warm welkom mogen ervaren. ACTIAM is een mooie, gedreven club van mensen en volledig gericht op duurzaam beleggen. Dat merk je zowel intern, in de onderlinge relaties, als extern, in hoe er naar buiten wordt opgetreden. Erg inspirerend.'

U begon uw carrière bij Rabobank Nederland. Wat was uw functie daar?

'Gedurende de eerste twee jaar was ik managementtrainee met nog tien andere net afgestudeerden. In feite kregen we in die tijd een helicopterview van het bankbedrijf door middel van projecten, aangevuld met opleidingen.'

U heeft ook gewerkt bij Rabobank International, UBS Investment Bank en Kempen & Co. Kunt u heel kort aangeven welke kennis u daar heeft opgedaan?

'Uiteraard heb ik veel kennis van de financiële markten opgedaan, maar door mijn functies heb ik tevens veel inzicht in het opbouwen en onderhouden van klantrelaties gekregen.'

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met ACTIAM?

'ACTIAM was op zoek naar versterking van het business development team. De combinatie van het product (duurzame beleggingsoplossingen) en de doelgroep (institutionele beleggers) is voor mij een sweet spot, dus ik heb met veel enthousiasme gesolliciteerd.'

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

'Bij Kempen heb ik veel ESG-producten ontwikkeld en verkocht aan klanten. De uitgangspunten en de vragen waar beleggers tegenaan lopen wanneer zij hun investeringen willen verduurzamen, zijn voor mij dan ook bekend terrein.'

Ik denk dat het belangrijk is de duurzame beleggingskennis die wij als vermogensbeheerder hebben, te delen met klanten in het beslissingsproces. Dat kunnen delen van knowhow en het meedenken met klanten als echte partner heb ik in mijn vorige functies altijd gedaan en blijf ik nu ook doen.'

Vindt u het een uitdaging om opnieuw te beginnen?

'Nee, het geeft juist heel veel energie. Uiteraard kom je in een nieuwe omgeving terecht, zowel qua collega's als qua specifieke aspecten van ACTIAM als bedrijf, maar het valt mij ook op dat juist de ervaring erg helpt bij het snel eigen kunnen maken van wat gevraagd wordt voor deze rol.'

Wat verwacht u als Senior Relationship Manager bij ACTIAM te realiseren?

'Ik zou heel blij zijn wanneer we het profiel van ACTIAM als duurzame beleggingsspecialist nog helderder op het netvlies van (potentiële) relaties krijgen. We doen dit immers al meer dan vijftientig jaar en ons totaal beheerd vermogen van bijna € 60 miljard wordt duurzaam belegd. Ik wil een bijdrage leveren aan de groei van ACTIAM als bedrijf, onder andere door als partner meer en meer klanten te assisteren bij het identificeren en adresseren van duurzame risico's en kansen.'

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

'Ik ben blij dat ik in mijn huidige rol, al is het indirect, kan bijdragen aan het realiseren van de SDGs door bij (meer) klanten hun aandeel in duurzaam of impactbeleggen te verhogen. Dat vind ik persoonlijk uitermate belangrijk, omdat er bijvoorbeeld op klimaatgebied (SDG 13, klimaatactie) nog veel moet gebeuren. In mijn vrije tijd houd ik me sinds kort als bestuurder bezig met de Channa Mereya Foundation, die zich inzet voor opvang en educatie voor kinderen in sloppenwijken in de Indiase Himalaya. Beide ambities zijn gericht op mezelf nuttig maken en kennis teruggeven.' «

» FRANC WILMINK

is benoemd in het bestuur van Pensioenfonds Notariaat. Wilmink vervulde eerder de functies van Notaris en Voorzitter van de KNB. Kennis over pensioen deed hij op als lid van het verantwoordingsorgaan van de Stichting Notarieel Pensioenfonds.

» LUCIAN PEPPELENBOS

is door Robeco aangesteld als Climate Strategist. Hij komt over van APG Asset Management, waar hij werkzaam was als Senior Responsible Investment and Governance Specialist.

» ANJELICA CICILIA

is benoemd tot Acquisition & Development Director bij Syntrus Achmea Real Estate & Finance, waar ze al sinds 2017 werkzaam is. Voordat ze bij Syntrus Achmea kwam, werkte zij onder meer als Commercieel Directeur bij KOW Architecten in Den Haag.

» EDUARD VILARRASA CANUDAS

is begonnen als Asset Manager bij Corum. Hij is al enkele jaren actief in het internationale vastgoed. Eerder werkte hij voor Unibail-Rodamco-Westfield, onder andere als Development Manager en als Asset Manager.

» SVEN VON GLINSKI

versterkt Altera als Digital Manager. Hij is afkomstig van Multi Corporation, waar hij de afgelopen vijf jaar IT Director was. Daarvoor werkte hij negen jaar bij Redevco, waarvan de laatste zes jaar als Head of IT.

» ANNA-LARISA SNIJDERS

is aangesteld als Fundraising Manager Netherlands bij CORUM Investments. Sniijders vervulde de afgelopen zeven jaar als zelfstandig ondernemer diverse rollen in Investor Relations bij onder meer Valery Capital in Amsterdam. Daarnaast runde ze een franchise van Global Cynergies.

» MARK SIEZEN

trad per 1 november in dienst als Chief Client Officer (CCO) bij Bouwinvest. Tot voor kort werkte Siezen als Executive Director en lid van het bestuur bij CBRE. Daarvoor bekleedde hij verschillende functies bij Multi Cooperation, NSI, COFRA Holding (o.a. bij Redevco en C&A).

» CLARA YAN

is aangesteld als Head of Insurance Analytics bij Robeco. Yan komt over van Schroders, waar ze werkzaam was als Insurance Asset Liability Management Director. Daarvoor werkte ze bij UBS and Legal & General Investment Management.

» JOSÉ SUAREZ MENENDEZ

is benoemd tot Directeur van het bestuursbureau van pensioenfonds Levensmiddelenbedrijf. Suarez Menendez was reeds voorzitter van Het Nederlandse Pensioenfonds. Hij is ook Directeur van het bestuursbureau van pensioenfonds Wonen.

» LOUISE KRANENBURG

gaat aan de slag als Manager Verantwoord Beleggen bij het bestuursbureau van Bpf. Detailhandel. Hiervoor werkte Kranenburg als Analist en Adviseur Duurzaam Beleggen bij MN.

» ROELAND HULSHOF-BINK

is toegetreden tot het bestuur van Pensioenfonds Hoogovens. Hij wordt bestuurder namens de gepensioneerden. Hulshof-Bink is ook bestuurslid namens de werkgevers bij pensioenfonds Bouw.

» YVONNE VAN ROOY

is benoemd als Voorzitter van de Monitoringcommissie Code Pensioenfondsen. Eerder was Van Rooy werkzaam als Staatssecretaris van Economische Zaken, als Bestuursvoorzitter van de universiteiten van Tilburg en Utrecht en als Voorzitter van de Nederlandse Vereniging van Ziekenhuizen.

» MARIKEN TANNEMAAT

is door ABN AMRO aangesteld als Commissaris. Eerder werkte ze als Chief Innovation Officer bij Robeco. Daarvoor was ze Chief Customer Innovation Officer bij NN Group. Ze begon haar loopbaan bij ING Group N.V.

» JAAP VAN DAM

Directeur Beleggingsstrategie bij PGGM, is benoemd tot Voorzitter van de Adviesraad van het Edhec Risk Institute. Van Dam is tevens Voorzitter van duurzame beleggersvereniging VBDO en lid van de onderzoekscommissie van het International Centre for Pension Management in Toronto.

» ROBERT SLANGE

gaat aan de slag als Consultant bij Charco & Dique. Hiervoor werkte hij voor Robeco, waar hij verschillende functies vervulde waaronder Chief Compliance Officer. Daarvoor was hij beleidsmaker bij Autoriteit Financiële Markten en De Nederlandsche Bank.

» MICHIEL BRESCHOTEN

is begonnen als Investment Marketeer bij NN Investment Partners. Breeschoten werkte al eerder voor NN Investment Partners en ook voor Robeco. In 2016 richtte hij samen met Vincent Hooplot de marketingconsultant Hooplot Associates op.

» WARD VAN DE BRAAK

is benoemd tot Country Manager bij UBS Nederland. Van de Braak werkt al sinds 2008 voor UBS en was eerder Hoofd Real Estate voor de Benelux en de Nordics. Hij zal zijn nieuwe functie combineren met zijn huidige functie van Hoofd Asset Management Real Estate & Private Markets.

» ERNST DE KLERK

gaat aan de slag als Director bij AF Advisors. Hij komt over van Robeco, waar hij sinds 2011 werkzaam was. Daarvoor was hij een jaar Toezichthouder bij de Autoriteit Financiële Markten. De Klerk is gepromoveerd in het Financieel Recht aan de Radboud Universiteit.

» MARTA JANKOVIC (FOTO)

is benoemd tot Director Investment Stewardship bij BlackRock. Hiervoor vervulde ze de functie van EMEA Head of iShares Sustainable bij hetzelfde bedrijf. Voordat ze bij BlackRock kwam, werkte ze als Senior Responsible Investment & Governance Specialist bij APG Asset Management.



Foto: Roger Cremers Fotografie

Marta Jankovic



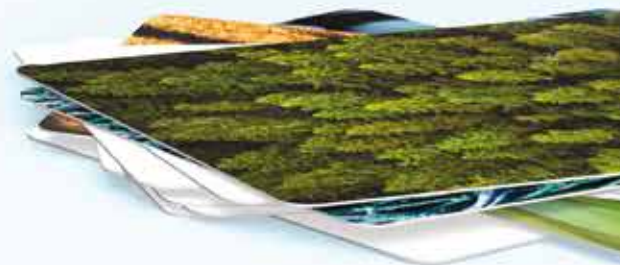
KAN DE NATUUR OP JOU BOUWEN?

De natuur is als een schitterend bouwwerk waarin alle elementen met elkaar samenwerken. Als mens zijn we hier onlosmakelijk onderdeel van.

Door afname van biodiversiteit komt het evenwicht in gevaar. Om de natuurlijke balans te beschermen en herstellen, hebben wij een stevige basis van structurele steun nodig.

Help je mee? Steun WWF met een periodieke schenking vanaf 50 euro per jaar en ontvang tot 43% belastingvoordeel bij je aangifte over 2021.

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



Be one with nature



ESG MEANS QUESTIONING EVERYTHING. EVEN THE QUESTIONS.

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

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

ESG that makes a difference | im.natixis.com



FOR PROFESSIONAL INVESTORS ONLY.

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