

FINANCIAL INVESTIGATOR



HET NIEUWE PENSIOENAKKOORD: RUIJTE VOOR EEN MEER HOLISTISCHE BENADERING RAMON VAN STEEKELENBURG, MN

Niemand wil het Brexit-scenario herhalen
Roch Dunin-Wasowicz, PhD,
UCL Social Research Institute en LSE IDEAS

Ronde Tafel
Integraal Balansbeheer & LDI

Acht jonge professionals
over het Nieuwe Pensioencontract

Live Uitzending voor pensioenfondsen over
'Beleggen onder het Nieuwe Pensioencontract'

22 maart 2021 van 13.00 tot 17.00 uur

Kantoor Blue Sky Group, Amstelveen

Wat is de impact van het nieuwe pensioencontract op het beleggingsbeleid van pensioenfondsen? Vraagt het nieuwe pensioencontract om andere strategische keuzes ten aanzien van de beleggingsportefeuille? Verandert het risicobeleid? Zo ja, in welk opzicht? Komt er meer diversiteit in de beleggingen? Hoe meet je de risicohouding van deelnemers en hoe vertaalt je de risicohouding naar het beleggingsbeleid?

Deze en andere relevante actuele vragen staan centraal tijdens de educatieve Live Uitzending voor pensioenfondsen over 'Beleggen onder het Nieuwe Pensioencontract' op **maandagmiddag 22 maart 2021 van 13.00 tot 17.00 uur** in Amstelveen.

De middag wordt geleid door **Evert van Zwol**, Voorzitter van de commissie Beleggingen en Vermogensbeheer bij Pensioenfonds Vliegend Personeel KLM.

Sprekers tijdens de Live Uitzending zijn onder anderen: **Rik Albrecht** (Pensioenfondsbestuurder, Voorzitter beleggingscommissie, Toezichthouder, verschillende pensioenfondsen), **Sven van den Beld** (DNB), **Twan van Erp** (Achmea Investment Management), **Martijn Euverman** (Sprenkels & Verschuren), **Jack Jonk** (Blue Sky Group), **Loranne van Lieshout** (Ortec Finance), **Arjen Monster** (NN Investment Partners), **Jitzes Noorman** (BMO Global Asset Management) en **Anton Wouters** (BNP Paribas Asset Management).

Registratie

Deelname aan het seminar is gratis en staat open voor pensioenfondsbestuurders en medewerkers van bestuursbureaus. De Live Uitzending is online te volgen óf op het kantoor van Blue Sky Group in Amstelveen bij te wonen (beperkt aantal toegangsplaatsen).

Voor het programma en registratie, ga naar financialinvestigator.nl/nl/seminar-22-maart.

In samenwerking met:



Blue Sky Group



HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

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

RAAD VAN ADVIES

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

REDACTIERAAD

Michiel Cleij
 Hellen Goorse
 Jacqueline van Leeuwen
 Philip Menco

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Ruben van der Aa, Rik Albrecht, Gosse Alserda, Adam Barszczowski, Frank van Blokland, Suzanne van de Bor, Mark Boumans, Mik Breek, James Butterfill, Han Dieperink, Jacqueline Duiker, Roch Dunin-Wasowicz, Jochem Dijkmeester, Carolien van Eggermond, Jens van Egmond, Martijn Euverman, Dirk van de Geer, Sophie L'Hélias, Nina Hodzic, Maarten Hoedjes, Eugénie Hol, Harry Hummels, Thijs Jochems, Jules Koekoek, Marcel Kruse, Andy Langenkamp, Floris van Loo, Jessica Matelski, René van der Merwe, Gerard Moerman, Arjen Monster, Krista Nauta, Arjen Pasma, Simon Perry, Monique van der Poel, Rodhri Preece, Rabinder Ragho, Pim Rank, Koen Ronda, Markus Schaen, Erik Schmah, Willem Schramade, Paul Smith, Ramon van Steekelenburg, Jan Willem van Stuijvenberg, Marthe Tuinstra, Marion Verheul, Jacqueline van Voorhuizen en Pim Zomerdijk.

FOTOGRAFIE

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 portkosten 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

Het nieuwe Pensioenakkoord, dat fondsen moet bevrijden uit de greep van de lage rente en de telkens weer dreigende pensioenverlagingen, staat hoog op de agenda van pensioenfondsen. Door dit nieuwe akkoord gaat er veel veranderen. Zo komt er minder druk te liggen op dekkingsgraden en worden pensioenportefeuilles op individueel niveau inzichtelijker gemaakt. Financial Investigator sprak over de aanstaande veranderingen met Ramon van Steekelenburg, Client Manager bij MN.

Veel aandacht gaat in deze editie uit naar de gevolgen van de invoering van het Nieuwe Pensioencontract (NPC). Een grote uitdaging, voortkomend uit het nieuwe contract, is de evenwichtige verdeling van het rendement over de deelnemers. Pensioenfondsen hebben de keuze uit twee toedelingmethoden. Rik Albrecht, Professioneel Pensioenfondsbestuurder Vermogensbeheer, en Marcel Kruse, Director Pension & Investment Risk bij Milliman, gaan in op deze methoden.

De invoering van het NPC raakt het vermogensbeheer van pensioenfondsen en de relatie tussen fondsbesturen, beleggingscommissies, fiduciair managers, consultants en vermogensbeheerders. Bestuursadviseur Mik Breek staat stil bij de governance die centraal komt te staan bij de komende (kern)-beslissingen van pensioenfondsen.

Verder laten acht jonge pensioenprofessionals zich uit over de aanstaande veranderingen die de invoering van het NPC met zich meebrengt.

Ook tijdens de Ronde Tafel over Integraal Balansbeheer & LDI wordt uitgebreid ingegaan op de gevolgen van de invoering van het nieuwe contract. Verdienen lange staatsleningen bijvoorbeeld nog wel een plek in de beleggingsportefeuille? En hoe zit het met de renteafdekking onder het nieuwe contract?

Een van de specialisten die deelneemt aan de Ronde Tafel over de toekomst voor Fixed Income uit de hoop dat pensioenfondsen onder het NPC minder genoodzaakt zullen zijn om in negatief renderende vastrentende instrumenten te beleggen. Sinds de uitbraak van COVID-19 zijn de rendementen van Fixed Income in belangrijke landen onder het niveau van vóór de crisis komen te liggen. Wat zijn op dit moment de perspectieven voor vastrentende waarden en met welke uitdagingen hebben beleggers te maken?

In deze uitgave treft u, zoals u van ons gewend bent, nog heel veel meer interessante interviews, artikelen en columns aan.

Mocht u meer willen weten over de impact van het NPC op het beleggingsbeleid van pensioenfondsen en over de vraag of dit contract om andere strategische keuzes vraagt ten aanzien van de beleggingsportefeuille, en bent u verbonden aan een pensioenfonds, dan nodig ik u van harte uit om de educatieve bijeenkomst op 22 maart bij te wonen.

Blijf gezond!

Live Uitzending voor pensioenfondsen over 'Beleggen onder het Nieuwe Pensioencontract'

22 maart 2021 van 13.00 tot 17.00 uur
 Blue Sky Group, Amstelveen

Sprekers tijdens de Live Uitzending zijn onder anderen: **Rik Albrecht** (Pensioenfondsbestuurder, Voorzitter beleggingscommissie, Toezichthouder, verschillende pensioenfondsen), **Sven van den Beld** (DNB), **Twan van Erp** (Achmea Investment Management), **Martijn Euverman** (Sprenkels & Verschuren), **Jack Jonk** (Blue Sky Group), **Loranne van Lieshout** (Ortec Finance), **Arjen Monster** (NN Investment Partners), **Jitzes Noorman** (BMO Global Asset Management) en **Anton Wouters** (BNP Paribas Asset Management).

De middag wordt geleid door **Evert van Zwol**, Voorzitter van de commissie Beleggingen en Vermogensbeheer bij Pensioenfonds Vliegend Personeel KLM.

Meer info en registratie: financialinvestigator.nl/nl/seminar-22-maart



*Het nieuwe Pensioenakkoord:
ruimte voor een meer
holistische benadering*
10



*Niemand wil het
Brexit-scenario herhalen*
6

Coververhaal

10 Het nieuwe Pensioenakkoord: ruimte voor een meer holistische benadering, Interview met Ramon van Steekelenburg, MN

Thema Young Professionals

- 6 Niemand wil het Brexit-scenario herhalen**, Interview met Roch Dunin-Wasowicz, UCL Social Research Institute en LSE IDEAS
- 14 Een leukere baan is er niet**, Interview met Jessica Matelski, verbonden aan diverse pensioenfondsen
- 32 Acht jonge professionals over het Nieuwe Pensioencontract**

Thema Integraal Balansbeheer & LDI

18 Ronde Tafel Integraal Balansbeheer & LDI

Thema Nieuw Pensioencontract

- 28 Het Nieuwe Pensioencontract: eerlijk zullen we alles verdelen**, Rik Albrecht, Professioneel Pensioenfondsbestuurder Vermogensbeheer en Marcel Kruse, Milliman
- 30 Goede governance cruciaal bij invoering Pensioenakkoord**, Interview met Mik Breek, Breek Bestuursadvies

Wetenschap en praktijk

- 38 Ronde Tafel Future of Fixed Income**
- 48 Backcasting: meer impact bij maatschappelijk verantwoord beleggen**, Adam Barszczowski
- 50 De impact van klimaatrisico's op pensioenfondsen**, Commissie Risicomanagement van de Pensioenfederatie
- 54 Duurzaam kapitalisme is geen fata morgana**, Interview met Willem Schramade, Sustainable Finance Factory en Sustainable Value Creation
- 56 Diversity amplifies climate integration**, LeaderXXchange
- 58 Delivering climate resilience through financial disclosures**, VBDO
- 60 Pensioen is meer dan je maandelijkse pen**, Harry Hummels, Maastricht University
- 62 Oplossingen voor het pensioenvraagstuk van zelfstandigen**, Mark Boumans
- 64 Are CBDCs a threat to Bitcoin?**, CoinShares

Columns

- 9 **IVBN:** Verduurzaming van beleggers-huurwoningen
- 17 **CFA Society VBA Netherlands:** The sustainability transition has reached a critical moment
- 27 **Thijs Jochems:** Evolutie of revolutie? De stabiliserende macht van het kapitaal
- 47 **Pim Rank:** Beleggingsrestricties pensioenfondsen: balanceren tussen toezichtrecht en civiel recht?
- 53 **Han Dieperink:** Carrière-risico drukt het rendement
- 70 **Andy Langenkamp:** Gerontocratie als redder van de Amerikaanse democratie

Rubrieken

- 66 Highlights Lezersonderzoek
- 68 Boeken
- 71 On the move special: **Jacqueline van Voorthuizen**
- 72 On the move kort

RONDE TAFELS 2021

- RONDE TAFEL PRIVATE DEBT & ALTERNATIVE CREDIT: 16 MAART
- RONDE TAFEL ESG IN EMD: 8 APRIL
- RONDE TAFEL INVESTING POST-COVID-19: 9 APRIL
- RONDE TAFEL SUSTAINABLE INVESTING IN REAL ASSETS FOR NORDIC & DUTCH INVESTORS: 23 APRIL
- RONDE TAFEL REAL ESTATE: 24 JUNI
- RONDE TAFEL CLIMATE CHANGE, CLIMATE RISK & TRANSITION RISK: 30 JUNI

SEMINARS 2021

- PENSIOENFONDSSEMINAR BELEGGEN ONDER HET NIEUWE PENSIOENCONTRACT: 22 MAART
- SEMINAR SUPERTRENDS & DISRUPTIEVE INNOVATIE IN VERMOGENSBEHEER POST-COVID-19: 13 APRIL
- SEMINAR ESG, IMPACT INVESTING AND IMPLEMENTATION OF THE SDGS: 8 JUNI
- PENSIOENFONDSSEMINAR DUURZAAM BELEGGEN IN REAL ASSETS: 23 JUNI
- SEMINAR KLIMAATVERANDERING, KLIMAATRISICO EN TRANSITIERISICO: 1 NOVEMBER
- SEMINAR HOW TO BUILD A FUTURE PROOF (ALTERNATIVE) FIXED INCOME PORTFOLIO: 11 NOVEMBER



Acht jonge professionals over het Nieuwe Pensioencontract 32



Ronde Tafel Integraal Balansbeheer & LDI 18

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

Allianz neemt Rabo PGGM PPI over

Allianz heeft overeenstemming bereikt om Rabo PGGM PPI over te nemen. Rabo PGGM PPI heeft de afgelopen periode een strategische heroverweging uitgevoerd. Zo moet een bredere groep werkgevers en medewerkers ook in de toekomst van een goede pensioenoplossing worden voorzien.

Na een uitvoerige oriëntatie bleek Allianz de beste partij om Rabo PGGM PPI over te nemen. De partijen werken al langere tijd samen. Allianz verzorgt sinds 2017 de risicoverzekeringen voor Rabo PGGM PPI en maakt daarmee deel uit van de pensioenregeling. Voor Allianz betekent de voorgenomen overname een verbreding van pensioenoplossingen voor werkgevers.

Voor huidige klanten loopt de pensioenregeling ongewijzigd door. Klanten worden zorgvuldig geïnformeerd over de transitie. Rabobank blijft de pensioenadviseur voor deze klanten. Voor het zakelijk pensioendomein kiest Rabobank ervoor zich te focussen op de rol als adviseur.

PGGM heeft ervoor gekozen zich de komende jaren te richten op de dienstverlening aan pensioenfondsen. Dit gebeurt met het oog op een gestroomlijnde invoering van het Nieuwe Pensioencontract (NPC). Daarmee is zowel voor PGGM als voor Rabobank een positie in een PPI-organisatie minder passend geworden.



Foto: Archief Rabinder Raghoe

Deze sportieveling met verstand van pensioen en besturen voelt zich in de diverse, dynamische werkomgeving van Centraal Beheer APF als een vis in het water. Zijn drive als Business Development Director is het Algemeen Pensioenfonds te helpen vernieuwen en groeien. Hij weet ook dat je op de snelweg van ontwikkelen & kennisdelen naar groei & innovatie fit, fris en fruitig moet zien te blijven.

De agenda van Rabinder Raghoe

PRIORITEITEN ZAKELIJK

- Pensioenfondsen en werkgevers naar een toekomstbestendige pensioenregeling helpen.
- Specifieke wensen waarmaken vanuit inhoud.
- Altijd de deelnemer, voor wie we alles doen, blijven zien! Identificatie met hem of haar is een must.
- Technologische ontwikkelingen bijhouden die elkaar razendsnel opvolgen, zodat ik innovaties voor pensioen kan initiëren, bijvoorbeeld met behulp van data science. Voortdurend mijn kennis vergroten en die dan weer delen.
- Goed voor mijn teamleden en mezelf blijven zorgen. Dat helpt ons naar het voor iedereen optimale resultaat. We streven naar een gezamenlijke topsportmentaliteit waar we in werk én privé de vruchten van kunnen plukken.

OOK PRIORITEIT

- Genieten van de momenten met onze kinderen van bijna 7 en 4. Heerlijk om te zien hoe goed ze zich ontwikkelen!
- Veel bewegen om fit en energiek te blijven. Ons werk doen we meestal zittend. Ik pak daarom echt de momenten voor fitness, hardlopen, wandelen en yoga.
- Blijven leren en mezelf ontwikkelen. Dat blijft belangrijk in ons vak. De opleiding Certified Pension Executive aan de Erasmus Universiteit heb ik afgerond en ik verdiep me nu in Data Science. Op mijn verlanglijstje staan nu nog een taaltraining Italiaans en een EHBO-cursus.

Topman BlackRock zet netto-nul en inclusiviteit hoog op de agenda

Het is belangrijker dan ooit dat bedrijven niet alleen oog hebben voor klimaatverandering, maar ook voor maatschappelijke ongelijkheid. Dat stelt Larry Fink, bestuursvoorzitter van BlackRock, in zijn jaarlijkse brief aan CEO's. Hij schrijft dat vraagstukken omtrent diversiteit, economische ongelijkheid en lokale betrokkenheid vaak automatisch onder het kopje 'S' van ESG worden geplaatst.

'Dat is onterecht omdat klimaatverandering wereldwijd een onevenredig grote impact heeft op gemeenschappen die moeten rondkomen van een laag inkomen. Gaat het dan om de 'E' of de 'S'? Het is van minder belang in welk hokje we dit soort vraagstukken plaatsen, het gaat om de informatie die we tot onze beschikking hebben om ze te doorgronden en te begrijpen hoe ze elkaar beïnvloeden. Verbeterde data en informatie helpen ons om beter inzicht te krijgen in de diepliggende onderlinge samenhang tussen klimaat- en sociale kwesties', aldus Fink.

Fink schrijft verder dat hij optimistisch is: 'Ik zie dat veel bedrijven deze uitdagingen serieus nemen. Ze omarmen de vraag naar meer transparantie en het afleggen van meer verantwoording aan belanghebbenden en bereiden zich beter voor op klimaatverandering. Wat bedrijven doen, is bemoedigend. We moeten er met zijn allen harder aan werken om meer banen en welvaart te creëren. Ik heb er enorm veel vertrouwen in dat bedrijven ons zullen helpen om uit deze crisis te komen en 'inclusive capitalism' op te bouwen.'

Volgens Fink biedt de transitie naar netto-nul ongekende kansen voor beleggers. 'Bedrijven die een gedegen langetermijnstrategie hebben om de energietransitie op te pakken, zullen zich onderscheiden.'

Pensioenfonds Rail & OV wordt zelfadministrerend fonds

Pensioenfonds Rail & Openbaar Vervoer is gefuseerd met de eigen uitvoeringsorganisatie SPF Beheer. Het fonds gaat verder als zelfadministrerend fonds. Dit is het slotakkoord van een strategie die reeds eerder is ingezet. Als zelfadministrerend fonds is Rail & OV wendbaarder, kostenefficiënter en kan het beter inspelen op de uitdagingen van de toekomst.

Voor deelnemers en werkgevers van Rail & OV heeft de fusie verder geen gevolgen. De dienstverlening aan hen wordt voortgezet zoals ze gewend zijn.

Lezersonderzoek resulteert in € 6.575 voor KiKa!

Afgelopen december heeft Financial Investigator een lezersonderzoek gehouden. Voor elk ingevuld vragenformulier is € 25 overgemaakt aan KiKa, de stichting die zich inzet voor onderzoek naar kinderkanker. Dit heeft geresulteerd in een donatie aan KiKa van € 6.575. Daarnaast hebben we onder de belangstellende respondenten van het lezersonderzoek een iPad verloot. De winnaar van de iPad is Kiemthin Tjong Tjin Joe, Senior Investment Manager bij Stichting Nedlloyd Pensioenfonds. We danken alle respondenten hartelijk voor hun medewerking aan het lezersonderzoek en daarmee voor hun steun aan KiKa!



MN belegt namens PMT en PME € 2,5 miljard in infrastructuurleningen

MN gaat namens Pensioenfonds PMT en Pensioenfonds PME € 2,5 miljard beleggen in Infrastructure Debt, een nieuwe asset class voor beide pensioenfondsen. Het gaat om een portefeuille voor infrastructuurleningen aan marktpartijen in euro-valuta en in West-Europese landen.

PMT investeert in eerste instantie € 2 miljard, PME € 0,5 miljard. De leningen zijn vooral bestemd voor projecten op het gebied van Renewable Energy & Environment (maximaal 50%).

Daarnaast komen projecten in de sectoren Energy, Transport, Telecom en Social Infrastructure in aanmerking. De maximale looptijd van leningen is op 31 jaar gesteld. Hoewel er in de portefeuille ruimte komt voor een beperkt aantal leningen met een hoger risico, geldt voor de totale portefeuille een gematigd risicoprofiel.

Het uitgeven van de leningen neemt naar verwachting twee tot drie jaar in beslag. Bij de start van de portefeuille zijn twee externe managers aangesteld: AXA IM Real Assets en Macquarie Infrastructure Debt Investment Solutions (MIDIS).

Niemand wil het Brexit-scenario herhalen

DOOR JOOST VAN MIERLO

Het Verenigd Koninkrijk begint nu pas te merken wat de gevolgen zijn van het vertrek uit de EU. Dat proces is nog lang niet afgelopen en zal culmineren in een 'diepe existentiële crisis'.

De Brits-Poolse socioloog Roch Dunin-Wasowicz heeft de Brexit-ontwikkelingen de afgelopen jaren op de voet gevolgd. Hij was sinds het afkondigen van het Brexit-referendum, na de verrassende verkiezingsoverwinning van de Britse Conservatieven in mei 2015, verantwoordelijk voor de uitermate succesvolle en gezaghebbende Brexit-blog van de London School of Economics. 'Het ging aanvankelijk om een site waarvan we dachten dat deze negen maanden in de lucht zou zijn. We zijn nu vijf en een half jaar verder en we hebben de site net een nieuwe ondertitel gegeven: 'Reality'. We houden een vinger aan de pols en beschrijven de gevolgen van het vertrek.'

Dunin-Wasowicz is in Polen geboren en studeerde Sociologie aan de New School of Social Research in New York. Hij besloot terug te keren naar Europa om zijn wetenschappelijke interesses verder vorm te geven. Hij houdt zich voornamelijk bezig met het onderwerp nationalisme en de gevolgen daarvan voor de integratie, dan wel de desintegratie van de EU.

Het Brexit-referendum werd aangekondigd kort nadat hij zijn doctoraalstudie aan de London School of Economics had

afgerond. Sindsdien neemt het beheer van de Brexit-blog een aanzienlijk deel van zijn tijd in beslag. Daarnaast doceert hij aan University College London en richt hij zijn aandacht op een project van LSE IDEAS met betrekking tot de visies van jongeren over de toekomst van Europa.

Kwam de uitslag van het referendum indertijd als een verrassing?

'Niet echt. Toen we indertijd met de Brexit-blog begonnen, overheerste de overtuiging dat het vooral een exercitie was om de problemen binnen de Britse politiek, en dan met name die van de Conservatieve Partij, op te lossen. Maar geleidelijk werd duidelijk dat het een serieuze strijd zou worden.'

De omslag kwam niet bij het referendum, maar na de onderhandelingen tussen de toenmalige premier David Cameron en de EU over een 'nieuwe relatie'. Daarin werd veel meer beloofd dan werd waargemaakt. Toen Cameron feitelijk met lege handen terugkwam, zeiden we tegen elkaar: dit kan weleens verkeerd aflopen.'

U noemt het verkeerd aflopen. Voor veel Brexiteers bestond de indruk dat de universiteit een thuis-haven was voor Remain-supporters. Heeft u geprobeerd beide kanten te belichten in de blogs en hoe gebeurde dat?

'Van meet af aan hebben we nauw samengewerkt met professor Alan Sked. Hij is verbonden aan LSE en oprichter van UKIP, de partij die altijd streefde naar een vertrek uit de EU. Ook andere prominente pro-Brexit academici hebben we voortdurend aan het woord gelaten.'

Het is onmiskenbaar een harde Brexit. Het is ook een veel hardere Brexit dan op het moment van het referendum voor mogelijk werd gehouden.

CV

Roch Dunin-Wasowicz (Warschau, 1986) is socioloog. Hij studeerde aan de New School for Social Research in New York City en promoveerde aan de London School of Economics. Hij doceert Sociologie aan het UCL Social Research Institute en is wetenschappelijk medewerker aan LSE IDEAS. Hij bestudeert Europese maatschappelijke ontwikkelingen voor het Visions of Europe Project. Hij heeft diverse wetenschappelijke rapporten geschreven over de situatie van Poolse immigranten in het Verenigd Koninkrijk. Daarnaast heeft hij meegewerkt aan projecten over de visie van jongeren op de Brexit.

Inmiddels is de Brexit een feit. Na het officiële vertrek eind januari vorig jaar zijn de banden nu helemaal doorgesneden. Of feitelijk niet helemaal. Hoe kijkt u aan tegen de overeenkomst die is gesloten?

‘Het is onmiskenbaar een harde Brexit. Het is ook een veel hardere Brexit dan op het moment van het referendum voor mogelijk werd gehouden. De media hebben er een belangrijke rol in gespeeld. In de aanloop naar het referendum werd vooral aandacht besteed aan de uit de hand lopende immigratie. Het was een onderwerp waar kranten niet over uitgeschreven raakten. Dat werd mede veroorzaakt door de vluchtelingen crisis die in die periode speelde.

Maar immigratie is feitelijk geen nieuws meer. Dat komt deels doordat het aantal Europese immigranten is teruggelopen. Het aantal Polen in het Verenigd Koninkrijk is de afgelopen jaren teruggelopen van 1 miljoen naar ongeveer 850.000, terwijl de immigratie vanuit landen buiten de EU nog altijd even hoog is. Maar niemand heeft het er meer over.

De aandacht is verlegd naar het begrip soevereiniteit. Dat is minder vatbaar voor veel mensen, maar heel belangrijk voor de groep Brexiteers die de macht kregen bij de Britse regering. De ‘rode lijnen’ die voormalig premier Theresa May uitzette, maakte het onmogelijk om bijvoorbeeld binnen de interne markt te blijven. De huidige premier Boris Johnson heeft dat alleen maar aangescherpt.’

Wat zijn de gevolgen op de wat langere termijn voor het Verenigd Koninkrijk en voor Europa?

‘Laat ik met Europa beginnen. Het meest wezenlijke gevolg is dat de banden tussen de 27 andere EU-landen zijn aangetrokken. Ook zonder het Verenigd Koninkrijk zijn er verschillen tussen de diverse EU-landen. Er is een meer federalistische benadering die Brussel meer macht wil geven. De roep om integreren om het integreren, klinkt veel minder luid. Daar staat tegenover dat betere onderlinge samenwerking nu meer wordt gewaardeerd dan ooit. Maar daarnaast zijn er tal van landen die meer invloed of meer soevereiniteit eisen voor de diverse lidstaten. Het zijn twee ontwikkelingen die elkaar niet helemaal uitsluiten.

Sommige Brexiteers dachten van deze verschillen gebruik te kunnen maken door de diverse lidstaten tijdens de onderhandelingen tegen elkaar uit te spelen. Michael Gove, nu minister, zei dat het uiteindelijk neer zou komen op onderhandelingen met de Duitsers, of beter gezegd met de Duitse autofabrikanten die gewoon BMW’s wilden blijven verkopen.

Dat is allemaal niet gebeurd. Sterker nog, het vertrek van de Britten heeft ervoor gezorgd dat de banden tussen de resterende EU-landen zijn aangetrokken. De federalisten zijn minder federalistisch geworden en de nationalistes minder

nationalistisch. Zelfs partijen als de Lega Nord in Italië en het Front National in Frankrijk flirtten aanvankelijk met de gedachte om uit de EU te vertrekken. Daar zijn ze allemaal van teruggekomen. Niemand wil het Brexit-scenario herhalen.’

Maar er blijven heel duidelijke nationalistische en populistische geluiden. Dat geldt bijvoorbeeld voor Polen en Hongarije. Is dat zorgwekkend?

‘Jaroslaw Kaczynski in Polen en Viktor Orbán in Hongarije zoeken de grenzen van de democratie op. Dat is inderdaad zorgwekkend. Maar tegelijkertijd zijn ze steeds meer afhankelijk van de EU. De economie van de Visegrad-landen (Polen, Tsjechië, Slowakije en Hongarije, JvM) is naadloos verbonden met die van Duitsland. Nog los van de ontwikkelingen in Rusland, waar niemand enthousiast van wordt, kan Polen het zich niet veroorloven om uit de EU te stappen.

Hetzelfde geldt voor Hongarije, ook al is Orbán veel meer pro-Rusland. En bij de andere landen zie je ook de intentie om te voorkomen dat de EU verder uit elkaar valt. Maar de situatie in Polen en Hongarije blijft natuurlijk lastig, zeker omdat het binnen de huidige EU-regels zo moeilijk is om landen te straffen. Maar niemand zal hen dwingen uit de EU te vertrekken. Dat kan de EU zich niet veroorloven.’



Foto: Archief Roch Dunin-Wasowicz

Wat vindt u van de huidige situatie in het Verenigd Koninkrijk?

'Je hoeft geen econoom te zijn om te beseffen dat de echte pijnlijke gevolgen van de Brexit pas merkbaar worden nu het land formeel uit de interne markt is gestapt. De eerste strubbelingen zijn al merkbaar. Ik denk dat de economische gevolgen aanzienlijk zullen zijn, al zal het misschien moeilijk zijn om de gevolgen van de Brexit en de COVID-19-pandemie van elkaar te onderscheiden.

Dat staat natuurlijk in scherp contrast met de geluiden over een Global Britain en de Brave New World die het land volgens de huidige regering staat te wachten. Maar dat zijn geluiden die niet breed gedeeld worden in de samenleving.

Maar tegelijkertijd zie je ook de Britse regering veranderen. Mede als gevolg van de COVID-19-pandemie lijkt de ambitie van een kleinere rol voor de overheid naar de achtergrond te zijn verdrongen. Met de nadruk op het opheffen van de verschillen tussen Noord en Zuid lijkt er een nieuwe rol voor de overheid te zijn weggelegd. Dat is misschien een belangrijkere verandering dan de Brexit. Al helpt de Brexit natuurlijk niet. De pijn blijft nog decennialang voelbaar.'

Wat zijn de gevolgen voor de relatie met vooral Schotland en Noord-Ierland?

'Er is sprake van een existentiële crisis in het land. Dat heeft voor een belangrijk deel te maken met de middelpunt-vliedende krachten die spelen. Er is een gerede kans dat de Brexit het einde betekent voor het Verenigd Koninkrijk. Het is moeilijk te voorspellen hoe de ontwikkelingen zullen gaan. Maar het verlangen naar onafhankelijkheid is de afgelopen tijd sterk gegroeid in Schotland. Het zal moeilijk zijn om een nieuw referendum daarover te weerstaan. Als de Schotten geen nieuw referendum krijgen, zal de steun voor een naar onafhankelijkheid strevende SNP groter worden.

De situatie in Noord-Ierland is ook precair. Er is sprake van desinteresse voor de belangen van de Noord-Ieren. De huidige situatie, waarbij Noord-Ierland zowel deel uitmaakt van de EU als van het Verenigd Koninkrijk, is in zekere zin absurd. Maar het is een onderwerp waar niemand in Westminster echt wakker van ligt. En in Noord-Ierland, en feitelijk ook in Ierland, ligt de focus vooral op het handhaven van de vrede.

De situatie zal ertoe leiden dat de integratie op economisch en sociaal gebied in Noord-Ierland nog intenser wordt dan nu al het geval is. Op een gegeven moment krijgt dat ook een politieke vertaling. Maar dat zal niet snel gebeuren. Dat zou

De gevolgen van de Brexit zijn veel ernstiger dan het presidentschap van Donald Trump.

immers onrust veroorzaken en daar zit niemand op te wachten.'

Door uw studie in de Verenigde Staten bent u ook vertrouwd met de situatie aldaar. Hoe kijkt u aan tegen de ontwikkelingen van de afgelopen maanden?

'Het is natuurlijk verleidelijk om de opkomst van Donald Trump en de Brexit met elkaar te vergelijken. In beide gevallen gaat het om situaties waarbij eenvoudige oplossingen worden geboden voor complexe problemen. In beide gevallen was er ook sprake van nationalistische geluiden en van vreemdelingenhaat.

Maar ik denk dat de gevolgen van de Brexit veel ernstiger zijn dan het presidentschap van Trump. De Amerikaanse democratie blijkt heel robuust te zijn, wat de afgelopen weken weer is gebleken. Er is een degelijk systeem van 'checks and balances' dat ervoor zorgt dat de invloed van Trump binnen de perken blijft.

Trump blijkt een populistisch vuur te zijn geweest dat snel is opgebrand. Dat is in ieder geval wat ik hoop. De situatie in het Verenigd Koninkrijk is wat dat betreft zorgwekkender.'

Kunt u iets vertellen over het werk rond het project Brexit Generation?

'Het doel van het project, dat liep tot 2018, was om te achterhalen hoe jongere generaties denken over de Brexit en om hen een stem te geven tijdens de onderhandelingen. Het was een project dat tegelijkertijd in tal van landen, van het Verenigd Koninkrijk tot Polen, Duitsland, Spanje en Griekenland, werd uitgevoerd.

Duidelijk werd dat jongeren enerzijds sceptischer zijn over de democratische ontwikkelingen, maar ze deze ontwikkelingen ook met meer interesse volgen en belangrijker vinden. Sinds het Brexit-referendum geven ze hun politieke rechten een hogere prioriteit. Maar ze erkennen, in tegenstelling tot ouderen, ook de rechten van anderen.' «

SAMENVATTING

- **Bij de onderhandelingen tussen David Cameron en de EU werd veel meer beloofd dan kon worden waargemaakt.**
- **De aandacht werd verlegd naar het begrip soevereiniteit.**
- **Het meest wezenlijke gevolg van de Brexit is dat de banden tussen de 27 andere EU-landen zijn aangetrokken.**
- **De echte pijnlijke gevolgen van de Brexit zullen pas merkbaar worden nu het land formeel uit de interne markt is gestapt.**
- **Er is een gerede kans dat de Brexit het einde betekent voor het Verenigd Koninkrijk.**



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

COLUMN

Verduurzaming van beleggershuurwoningen

De energetische kwaliteit van huurwoningen van institutionele beleggers is redelijk goed. Toch zullen ook die woningen voorbereid moeten worden op de energietransitie. Dit is een organisatorische uitdaging.

In Nederland staan we voor een enorme opgave om over te stappen van aardgas en andere fossiele bronnen naar duurzame bronnen zoals wind, waterkracht, waterstof, aquathermie, geothermie, biomassa en wat mij betreft ook kernenergie.

De kwaliteit van de huurwoningen van institutionele beleggers is goed en onvergelijkbaar beter dan voor- of direct naoorlogse woningen. Alvorens die oudere woningen worden verduurzaamd naar een niveau om de energietransitie aan te kunnen, zou het goed zijn eerder te kijken naar sloop en vervangende nieuwbouw. De meeste huurwoningen van institutionele beleggers zijn gebouwd na 1980 en een flink deel is zelfs veel nieuwer. Institutionele beleggers realiseren circa 7.500 nieuwe woningen per jaar en dat is meer dan 10% van de jaarlijkse bouwproductie. Nieuwe huurwoningen voldoen immers aan zeer hoge eisen vanuit het Bouwbesluit.

Sinds begin dit jaar is een nieuwe meetnorm van kracht, de NTA8800, die de energieprestatie meet in aantal kWh per m² per jaar. Belangrijker zijn echter de ramingen van de kosten die gemoeid zijn met het isoleren en het zo goed mogelijk verduurzamen van woningen om die voor te bereiden op de energietransitie. Daarbij wordt ervan uitgegaan dat dit 'spijtvrij' kan, omdat dergelijke investeringen zich vrijwel altijd zullen uitbetalen, onafhankelijk van de keuze van de warmtevoorziening in de betreffende wijk. Die kosten hangen uiteraard weer af van de normen die gaan gelden. Geleidelijk aan wordt duidelijk welke streef- en eindnormen voor bijvoorbeeld woningen komen te gelden. En dus ook de investeringen die nodig zijn om die normen te gaan halen. Vooral nog wordt er alleen onderscheid gemaakt tussen woningen van vóór 1945 en daarna, terwijl er tussen die

naoorlogse woningen enorm veel kwaliteitsverschil en dus ook energetisch onderscheid is.

Het behalen van die normen is voor verhuurders verplicht gesteld per 2050. Vreemd genoeg geldt dat (nog) niet voor de eigenaar/bewoner, terwijl die zich toch ook zal moeten voorbereiden op de komende energietransitie, die bovendien veel eerder zou kunnen plaatsvinden. De gemeenten zullen eind 2021 hun warmtevisies publiceren, waaruit blijkt welke wijk wanneer 'van het gas gaat' en welke andere warmtevoorziening er voor die wijk komt. Die keuze is uitermate relevant: het scheelt nogal wat of een wijk op een extern warmtenet wordt aan gesloten, of dat de keuze valt op het verregaand elektrificeren van de woningen in die wijk, of dat een warmtebron in de ondergrond beschikbaar komt. Voor veel keuzes is de verhuurder dus afhankelijk van anderen.

In de uitvoering is een planmatige, industriële procesgang noodzakelijk om kosteneffectief alle woningen in een wijk achter elkaar geschikt te maken voor de nieuwe warmtevoorziening. Al die eigenaren zullen bij voorkeur moeten besluiten tot collectief acteren. De woningcorporaties lopen weliswaar voorop, maar er zijn ook wijken waar geen of weinig corporatiewoningen zijn en daar zullen eigenaren zich toch moeten zien te organiseren. Tussen verhuurder en huurder is afgesproken naar woonlastenneutraliteit te streven. Kort gezegd wil dat zeggen dat de investeringen door de verhuurder kunnen leiden tot een huurverhoging die gelijk zou moeten zijn aan de verlaging van de energienota. Het oplossen van deze 'split incentive' is nog lang niet duidelijk. Kortom, een enorm avontuur met veel onbekende factoren. Maar het kan niet anders, het moet! «

Foto's: Kees Rijken Fotografie



Het nieuwe Pensioenakkoord: ruimte voor een meer holistische benadering

DOOR HARRY GEELS

Door het nieuwe Pensioenakkoord gaat er veel veranderen in de Nederlandse pensioenwereld. Er komt minder druk te liggen op dekkingsgraden en pensioenportefeuilles worden op individueel niveau inzichtelijker gemaakt. Pensioenfondsen zullen met moderne toepassingen nog meer realtime kunnen communiceren met hun deelnemers. We spraken over alle veranderingen met Ramon van Steekelenburg, Client Manager bij MN Vermogensbeheer, waar hij zich als young professional als 'een vis in het water voelt'.

Hoe bevallen je de snelle veranderingen in de Nederlandse pensioenwereld, veranderingen die mede worden ingegeven door het nieuwe Pensioenakkoord?

'Na mijn Master Organisatiewetenschappen ben ik in 2015 als Trainee Projectmanagement begonnen bij MN. Eigenlijk was het wat mij betreft al meteen een dynamische wereld. De combinatie van de maatschappelijke relevantie van pensioenen en vermogensbeheer en de organisatorische inrichting van beide, spreekt mij erg aan. In de ruim drie jaar dat ik voorzitter was van de ondernemingsraad van MN heb ik geleerd om verder te kijken dan alleen de wereld van vermogensbeheer en heb ik mij steeds meer verdiept in pensioenen en pensioencommunicatie. Je kunt je in deze wereld – waar die drie zaken samenkomen – constant blijven ontwikkelen. Binnen MN vind ik het een mooie uitdaging om een goede invulling te geven aan de vermogensbeheeraspecten van het nieuwe Pensioenakkoord. Ik krijg energie van het helpen ontwikkelen van hoogwaardige dienstverlening en het bieden van een duurzame invulling van de klantbehoeften. In mijn rol als Client Manager en Programmamanager Pensioenakkoord Vermogensbeheer komen het onderhouden van klantrelaties en projectmanagement mooi samen. Sterker nog, ik voel me hierbij als een vis in het water.'

Wat vind je hoog over van het Pensioenakkoord?

'Ik vind het loslaten van de dekkingsgraden een van de belangrijkste veranderingen. Ik vermoed dat dit veel onrust gaat voorkomen. Omdat ieder individu een eigen pensioenvermogen krijgt, hoeven pensioenfondsen niet meer primair te sturen op de dekkingsgraad. Daardoor kan het beleggingsbeleid nog beter worden aangesloten op de wensen en

behoeften van deelnemers. De Wet verbeterde premieregeling gaat daar trouwens verder in dan het Nieuwe Pensioencontract (NPC). Een tweede belangrijke verandering lijkt mij dat de deelnemers in de toekomst meer inzicht krijgen in hun pensioenvermogen. Persoonlijk hoop ik dat dit de betrokkenheid van mijn generatiegenoten bij hun pensioen zal vergroten. Het is een understatement om te zeggen dat het onderwerp pensioenen het momenteel nog niet heel goed doet op verjaardagen. Vanuit het oogpunt van vertrouwen van de deelnemers in het stelsel zal de focus bij beleggingen niet alleen liggen bij het einddoel, maar veel meer ook op de weg daarnaartoe. Dat gaat op het vlak van persoonlijke communicatie meer van pensioenfondsen en hun uitvoerders vragen. Ik kan mij bijvoorbeeld niet voorstellen dat deelnemers straks maar eenmaal per jaar een papieren UPO ontvangen. Mij lijkt het wel mooi om via bijvoorbeeld een applicatie op mijn telefoon met een veel hogere frequentie geïnformeerd te worden over de ontwikkeling van mijn persoonlijk pensioenvermogen.'

Zijn er nog belangrijke keuzes te maken bij de overgang naar het NPC?

'De belangrijkste keuze voor sociale partners en besturen van pensioenfondsen is waarschijnlijk de keuze tussen de twee contracten. Ik ben erg benieuwd of de meeste pensioenfondsen kiezen voor het NPC – dat iets meer solidariteitskenmerken met zich meebrengt – of voor de Wet verbeterde premieregeling, waarbij het beleggingsbeleid iets specifiek kan worden aangepast op de behoeften van deelnemers.

Daarnaast speelt ook nog de zogeheten invaringsdiscussie. Uiteindelijk bepalen de pensioenfondsen met de sociale partners hoe ze de oude 'beleggingspot' gaan verdelen over de verschillende leeftijdscohorten en of er eventuele

compensaties moeten plaatsvinden. Daarna kan met één van de twee contracten verder worden gegaan. Dit zijn complexe en delicate afwegingen voor de onderhandelingspartners, zeker omdat de dekkinggraden niet van alle fondsen in Nederland even stabiel zijn. Dat lijkt me een gewichtige taak. Er zijn twee methodieken: de standaard- en de value based ALM-methode. De eerste is simpeler en beter uitlegbaar, de tweede biedt ruimte voor details en nuances. Juist vanwege de verwevenheid van dit vraagstuk met andere vraagstukken is er een holistische aanpak vereist voor alle belanghebbenden.'

In hoeverre gaan deelnemers meer eisen stellen aan de bedrijven waar hun pensioengeld wordt belegd?

'Op dit moment bepaalt het pensioenfondsbestuur vanuit de specifieke 'investment beliefs' hoe er wordt belegd. Het beleggingsbeleid sluit natuurlijk in grote mate aan op wensen

en behoeften van de deelnemers van zo'n fonds. De beweging naar meer duurzaamheid, in de praktijk vertaald naar de bekende ESG-factoren op het gebied van milieu-, sociale en governancefactoren, is in lijn met de eisen die veel deelnemers stellen aan hun pensioenbeleggingen. Ik verwacht dat het inzichtelijker en meer tastbaar maken van het individuele pensioenvermogen kan bijdragen aan de betrokkenheid van de deelnemers. Communicatiedeskundigen spreken nu al volop over mogelijkheden om met behulp van de verdere digitalisering op de langere termijn de betrokkenheid te verhogen en vaker input op te kunnen halen bij de deelnemers. Wellicht dat applicaties, waarin nu alleen je pensioenvermogen inzichtelijk wordt gemaakt, ook gebruikt kunnen worden om met deelnemers in contact te komen. Digitale, laagdrempelige uitvraag: dat lijkt mij een hele goede ontwikkeling. Waarschijnlijk brengt dit het onderwerp pensioen en deelnemers dan ook echt dichter bij elkaar, ook voor de jongere groep deelnemers zoals ikzelf. En het past bij een samenleving die steeds individualistischer wordt en waarin steeds meer mensen ook zelf beleggen.'

Hoe flexibel en wendbaar is de dienstverlener van de toekomst wanneer veel interacties zich realtime voltrekken en de snelheid van informatie en communicatie alleen maar verder toeneemt?

'Ja, de uitdaging voor pensioenuitvoerders is inderdaad om in de toekomst te kunnen aanhaken bij de snelheid van dienstverlening en communicatie van de CoolBlue's en Bol.com's van deze wereld. Dat vraagt veel flexibiliteit van de systemen en processen. Misschien komt er wel een marktstandaard in systemen en uitwisseling van verschillende typen data. Maar er is meer vereist dan alleen investeren in systemen. De werkwijze of organisatie van uitvoerders zal zich daarop moeten aanpassen. Ik verwacht een meer holistische aanpak van pensioenbeheer, met intensievere samenwerkingen tussen Vermogensbeheer, Pensioenadministratie en Pensioencommunicatie. Het feit dat het persoonlijk pensioenvermogen voor iedere deelnemer inzichtelijk wordt, kan er bijvoorbeeld voor zorgen dat de afdeling Pensioencommunicatie meer en andere type vragen van deelnemers krijgt. Deze vragen kunnen zij misschien niet altijd zelf beantwoorden, zonder de informatie en kennis van de vermogensbeheerder. Voor mij is dit een teken dat de samenwerking tussen de, nu vaak nog, afzonderlijke werelden steeds belangrijker wordt. Dit vraagt mijn inziens ook iets van de vermogensbeheer-professional van de toekomst. Ook deze zal - naast het hebben van voldoende inhoudelijke kennis - meer in staat moeten zijn om het totaalplaatje te kunnen overzien.'

Gaan de beleggingsportefeuilles er uiteindelijk ook anders uitzien?

'Beide contracten maken het mogelijk om beleggingen beter aan te laten sluiten op de wensen en levensfase van de



CV

Ramon van Steekelenburg werkt sinds 2017 als Client Manager bij MN Vermogensbeheer. Vanuit deze rol bedient hij verschillende pensioenfondsen en is hij verantwoordelijk voor klant-overstijgende projecten. De implementatie van het Pensioenakkoord kent een integrale aanpak binnen de MN-organisatie. Van Steekelenburg zorgt daarbij sinds januari 2021 als programmamanager voor het vermogensbeheerdeel. Voorafgaand aan zijn rol als Client Manager heeft Van Steekelenburg binnen vermogensbeheer functies bekleed op het gebied van Projectmanagement. Ook is hij ruim drie jaar voorzitter geweest van de ondernemingsraad van MN. Hij heeft een Master in Organisatiewetenschappen aan de Vrije Universiteit te Amsterdam afgerond.

deelnemer. Zo kan afhankelijk van de risicohouding en leeftijd van een deelnemer voor meer of minder renterisico en aandelenrisico worden gekozen. De beleggingsportefeuilles zullen op totaalniveau een optelsom zijn van deze impliciete of expliciete lifecycles. Doordat risico's gerichter kunnen worden toebedeeld aan deelnemers of deelnemersgroepen, is de kans aanwezig dat beleggingsportefeuilles er op totaalniveau misschien anders uit gaan zien.'

Wat zou je over het Pensioenakkoord willen meegeven aan collega's in de sector?

'Als eerste zou ik hen adviseren om tijdig te beginnen zich te verdiepen in het Pensioenakkoord. Het is complexe materie waarbij veel vraagstukken met elkaar samenhangen. Juist door deze samenhang moet je het Pensioenakkoord mijns

inziens echt doorleven door er veel over te lezen, maar ook door elkaar op te zoeken en de tijd te nemen om te discussiëren over het akkoord en beide contracten. Als tweede zou ik willen meegeven dat alle stakeholders de kennis en krachten moeten bundelen. Van sociale partners tot besturen en van uitvoerders tot adviseurs en actuarissen. Het Pensioenakkoord is bij uitstek een onderwerp waar we als hele sector met elkaar de schouders onder moeten zetten. Juist omdat beleidsvragen over ambitie, contractkeuze, invaren, compensatie, risicoprofiel en beleggingsbeleid zo met elkaar verweven zijn, moeten we dit met elkaar doen. Niemand is erbij gebaat dat er straks oplossingen worden bedacht die niet uitvoerbaar, niet uitlegbaar of erg duur zijn. We moeten met elkaar de transitie naar en de implementatie van het Pensioenakkoord tot een succes maken.' «

Het Pensioenakkoord

Na jarenlang overleg tussen sociale partners en de overheid is het zover: er ligt een akkoord voor de vernieuwing van het pensioenstelsel in Nederland. Hieronder in het kort de grootste veranderingen door een vermogensbeheerbril:

- De focus verschuift van rechten en aanspraken naar de opbouw van vermogen en rendement. De dekkingsgraad en de UFR-rekenrente houden op te bestaan en ook restricties zoals het Vereist Eigen Vermogen vervallen.
- Voor deelnemers wordt transparant wat het voor hen gereserveerde pensioenvermogen is. Ontwikkelingen op de financiële markten zijn hierin zichtbaar.
- De balans tussen doelstelling en premie enerzijds en communicatie over het verwachte pensioenvermogen anderzijds gaat uit van een uniform voorgeschreven projectierendement-methode.
- De projectiemethode bepaalt welke pensioenuitkering in de toekomst naar verwachting kan worden verstrekt, rekening houdend met verschillende scenario's (goed, verwacht en slecht weer, de URM-methode).

Sociale partners kiezen tussen twee typen contracten: het Nieuwe Pensioencontract en een aangepaste variant van de al bestaande Wet verbeterde premieregeling. In beide gevallen is er sprake van een premieregeling.

Het NPC

- De risicohouding van leeftijdscohorten wordt vastgesteld en de beleggingen per leeftijdscohort tellen op tot de collectief beheerde beleggingsportefeuille.
- Mogelijkheid tot het opheffen van de leenrestrictie, waardoor pensioenfondsen ervoor kunnen kiezen aan jongere deelnemers een allocatie naar risicovolle beleggingen van boven de 100% toe te kennen.
- Het beleggingsresultaat wordt door middel van vooraf opgestelde verdeelregels (gekoppeld aan de risicohouding en de leeftijd van deelnemers) bijgeschreven bij het vermogen van deelnemers.
- Het beleggingsrendement bestaat uit beschermingsrendement (om renteschokken op te vangen) en overrendement (als vergoeding voor het dragen van beleggingsrisico). Om renterisico te mitigeren wordt er, vooral voor ouderen, beschermingsrendement toegekend.
- Een solidariteitsreserve moet ervoor zorgen dat risico's binnen en met toekomstige generaties over leeftijdsgroepen worden gedeeld. De reserve mag worden gevuld uit premies (maximaal 10%) en/of overrendement (maximaal 10%) en aangroeien tot maximaal 15% van het fondsvermogen.

Wet verbeterde premieregeling

- Mogelijkheid om beleggingsbeleid binnen een leeftijdscohort te differentiëren en deelnemers dus toegang te bieden tot een meer of minder offensieve lifecycle.
- Geen mogelijkheid tot opheffen leenrestrictie.
- Keuze voor een collectieve en individuele uitkeringsvariant.
- Mogelijkheid een solidariteitsreserve aan te houden voor het collectief delen van risico's.

Een leukere baan is er niet

DOOR LIES VAN RIJSEN

Ze had gehoopt dat de scholen alweer open zouden zijn, maar vindt het ook wel gezellig zo. De jongens kunnen nu aan hun zusje wennen. De week voordat we haar spraken, is zij bevallen van haar derde kind, een meisje dus. Financial Investigator sprak met Jessica Matelski, bestuurslid en intern toezichthouder.

Dat ik in de pensioenen terecht zou komen, heb ik niet voorzien. Ach, dat onvoorspelbare geldt voor de loopbanen van zo veel mensen. Ik kom uit de wereld van het vermogensbeheer. Alweer ruim vijftien jaar geleden begon ik daar. In mijn werk schoof ik steeds meer op naar de institutionele kant. Een tijdlang waren vermogensbeheerders mijn klanten. In mijn laatste functie bij een vermogensbeheerder bediende ik de pensioenmarkt en leerde ik de pensioenklanten kennen. Vóór die tijd zei pensioen me weinig; het leek me niet bepaald een fascinerende wereld. Maar ik kreeg in de gaten dat er over die wereld veel meer te kennen moest zijn en werd nieuwsgierig. Uiteindelijk stopte ik met mijn baan bij die vermogensbeheerder toen mijn eerste zoon geboren werd. Ik kon het moederschap niet met mijn werk combineren op een manier die ik prettig vond en ben eens rustig om mij heen gaan kijken. Ik wist

dat ik in de financiële sector wilde blijven, want dat zit in mijn systeem. Ik houd van cijfers. Het was door de nadruk op diversiteit, en omdat mensen in mijn omgeving mij vroegen of 'dat besturen' niet iets voor mij was, dat mijn gedachten naar de pensioensector begonnen uit te gaan en ik uiteindelijk overstapte naar 'de andere kant': die van mijn voormalige klanten. Ik realiseerde me wel dat er hier voor mij nog veel te leren viel. Ik ging aanvullende opleidingen doen en sloot me aan bij Pensioenlab.

Wat mij heel erg bevalt in mijn werk in de pensioensector is de combinatie tussen het menselijke en het financiële. Belangstelling voor beleggingen, getallen en het analytische zit in mijn aard. Maar toen ik als market maker bij een optiehandelshuis werkte, ging het me tegenstaan dat het uitsluitend dáárover ging. Wat miste ik de menselijke kant! Pensioen is echt een prachtige combinatie van beide. En de mensen om wie het gaat, zijn geen vage doelgroep aan de achterkant. Als bestuurder en intern toezichthouder ben ik heel bewust met hun belangen bezig. Pensioenbelangen is iets van mensen. Pensioen heeft een heel concrete en duidelijke betekenis voor hen. Dat gegeven is dus verweven met mijn werk. Tot slot bevalt ook de manier van werken in deze sector mij heel goed. Mijn werk speelt zich niet op één plek af, maar bij een aantal verschillende pensioenfondsen. Die hebben allemaal in verregaande mate met dezelfde problematiek en vraagstukken te maken, maar ze hebben aan de andere kant ook allemaal weer hun eigenheden: als pensioenfonds en ook waar het gaat om de bemensing van het bestuur en het intern toezicht. Die afwisseling die over al diezelfde onderwerpen heen gaat, bevalt mij zeer.

Naarmate ik bij meer pensioenfondsen over de vloer ben gekomen, is me pas gaan opvallen hoezeer ze een eigen

Mijn werk speelt zich niet op één plek af, maar bij verschillende pensioenfondsen die allemaal in verregaande mate met dezelfde vraagstukken te maken hebben.



Foto's: Paul Starink

De samenwerking is heel prettig. Wat is het een zegen dat we niet veertig uur per week met elkaar in een kamertje zitten, maar elkaar periodiek ontmoeten.

cultuur hebben. Dat zit hem in de governance, de inrichting van het bestuur en de boardroom dynamics, maar ook in de achterban. En in het geval van bijvoorbeeld ondernemingspensioenfondsen ook in de ondernemingen achter de fondsen. Ondernemingen kunnen behoorlijk bepalend zijn voor hoe hun pensioenfonds opereert. Ook dat maakt pensioenfondsen 'eigen'.

Een ander ontzettend leuk aspect van mijn werk is dat ik verschillende portefeuilles heb, doordat ik bij meer pensioenfondsen functies vervul. Welke baan biedt er nu zoveel afwisseling? Ook de mensen met wie ik werk in het bestuur en intern toezicht boeien me. De samenwerking is heel prettig. De frequentie van die samenwerking trouwens ook. Wat is het een zegen dat we niet veertig uur per week met elkaar in een kamertje zitten, maar elkaar periodiek tijdens onze vergaderingen ontmoeten.

Ik sta er nooit zo bij stil dat ik een jongere ben in de bestuurlijke omgeving van mijn werk. Daar staat tegenover dat ik ook nooit alleen maar met mensen van mijn eigen leeftijd heb gewerkt. Voorheen waren de mensen met wie ik nu werk mijn klanten. Ik kan echt niet anders zeggen dan dat ik meer dan voldoende medewerking krijg van collega-bestuurders en toezichthouders. Ik heb overigens niet het gevoel dat ik extra begeleiding of extra aandacht nodig heb omdat ik wat jonger ben. Zoiets zou denk ik ook het diversiteitsstreven niet ten goede komen. Het lijkt er soms wel op dat mensen net even wat meer moeite doen om mij op mijn gemak te stellen of om me wegwijs te maken op een bepaald gebied.

Laat ik het zo zeggen: vanaf het moment dat de keuze is gemaakt voor een jongere in het bestuur of intern toezicht omdat die persoon voldoet aan het gezochte profiel, is de welwillendheid om iemand op weg te helpen groot. Mensen doen dan hun best om die jonge bestuurder in staat te stellen de functie goed te vervullen. Van tegenwerking omdat ik jonger ben dan de anderen heb ik nooit iets gemerkt. Als er barrières zijn voor jongeren in deze

Ik sta er nooit zo bij stil dat ik een jongere ben in de bestuurlijke omgeving van mijn werk.

functies, dan zit hem dat denk ik meer aan het begin van 'het traject', bij de selectie. Er zijn wellicht nog steeds veel pensioenfondsen die zoeken naar een hoeveelheid ervaring die iemand van mijn leeftijd niet altijd kan brengen. Dat is begrijpelijk, maar niet altijd verenigbaar met het streven naar meer diversiteit.

Als een op harmonie gericht persoon valt me op dat je wel eens wat wrijving kan tegenkomen tussen de verschillende bestuursorganen, wat meer zelfs dan ik initieel verwacht had. Maar die hang naar harmonie bij mij staat niet in de weg dat ik me als een vis in het water voel in mijn werk. Jongeren met dezelfde interesses en gerichtheid als ik zou ik er dan ook zeker niet van willen weerhouden om te onderzoeken of het vak van pensioenbestuurder of toezichthouder ook iets voor hen is. Ik kan me eerlijk gezegd niet voorstellen dat er een leukere baan bestaat dan de mijne. Maar er zijn ook mensen die wel degelijk graag bij één bedrijf willen horen en dagelijks dezelfde collega's om zich heen willen hebben. Dat is maar goed ook, want zoveel bestuursfuncties zijn er nu ook weer niet. Je moet er natuurlijk ook van houden dat je als bestuurder of toezichthouder op een bepaalde manier moet opereren om te kunnen slagen. Maar dat geldt voor veel meer banen.

De pensioenen zijn natuurlijk al een hele tijd in beweging. Langer dan ik in de sector werk. Als ik dat wat ik uit de literatuur en van verhalen van anderen heb meegekregen aan historische pensioen kennis combineer met mijn eigen

CV

- 2020 - heden Pensioenfonds Pon, lid RvT.
- 2020 - heden Pensioenfonds Geveke, lid RvT.
- 2020 - heden Pensioenfonds Gazelle, lid RvT.
- 2020 - heden Bedrijfstakpensioenfonds Meubel, lid Auditcommissie.
- 2019 - heden Bedrijfstakpensioenfonds voor de Foodservice & GIL, lid bestuur.
- 2019 - heden Pensioenfonds Campina, lid RvT.
- 2018 - 2021 Bedrijfstakpensioenfonds TrueBlue, lid RvT.
- 2020 Pensioenfonds Pon, lid Auditcommissie.
- 2013 - 2015 Goldman Sachs Asset Management, Associate Institutional Distribution Benelux.
- 2009 - 2012 RBS Markets & International Banking, Structured Retail Sales Benelux.
- 2008 - 2009 ABN AMRO, Public Distribution Turbo's & Certificates.
- 2007 - 2008 Saen Options, Derivates Trader.
- 2004 - 2007 Alex Beleggersbank, Marketing & Sales.

Als er barrières zijn voor jongeren in deze functies, dan zit hem dat denk ik meer aan het begin van 'het traject', bij de selectie.

ervaring sinds ik bewust meeloop, dan denk ik dat de pensioensector, ook de afgelopen jaren nog, steeds verder is geprofessionaliseerd. Mijn beeld is dat het er vroeger in dit wereldje allemaal vrij soepel aan toe ging. Er waren regelingen en bijbehorende afspraken en zolang er geen problemen waren om die afspraken na te komen, liep het allemaal rustig door. Dat is nu heel anders. De enorme daling van de rente lijkt me de grootste oorzaak van de ommekeer te zijn geweest. De noodzaak om dingen te veranderen en de deelnemer tot risicodragers te maken toen garanties niet meer mogelijk bleken, heeft zijn weerklag gehad op hoe pensioenfondsen moeten opereren. Ook het toezicht op pensioenfondsen wordt sindsdien anders ingevuld. De verschuiving heeft steeds meer werk meegebracht voor pensioenfondsen en daardoor moest ook het toezicht wel toenemen. Het zijn allemaal naast elkaar lopende processen van de afgelopen jaren, met als climax het Pensioenakkoord waarmee gepoogd wordt de oplossing van alle problemen te bundelen in een nieuwe vorm. Dat nieuwe Pensioenakkoord is zeker mede ingegeven door de wens om pensioen beter uitlegbaar te maken, maar of die opzet zal slagen moet natuurlijk nog blijken. Je kan niet alles plat slaan en versimpelen. Maar dat we in pensioen-



pensioenfondsen
pensioenen
Pensioenlab
moeder
jong
bestuurder
Pensioenakkoord
pensioensector
toezichthouder
vermogensbeheerder

Afbeelding: Wordwol.nl

landkampioenen van complexiteit zijn geworden, staat wel vast. Dat lijkt het Pensioenakkoord wat mij betreft nog niet helemaal weg te nemen.

Zeker is er voor mij leven naast de pensioenen. Ik wil het zelfs omdraaien: ik voel me vooral moeder van drie prachtige kinderen van vijfenehalf, drieënhalf en elf dagen. Dat is wellicht een gewaagde uitspraak, aangezien dit interview juist over mijn loopbaan gaat, maar het doet niets af aan mijn gedrevenheid en enthousiasme voor mijn werk. Ik ben een professional die het heel belangrijk vindt om privé en werk in een mooie balans te houden. Ik ben betrokken als vervuller van de verschillende rollen die ik in mijn werk op me heb genomen en neem daarin ook mijn volle verantwoordelijkheid. Maar dat wil niet zeggen dat ik geen andere bezigheden heb. Op mijn nachtkastje liggen de boeken van beide Obama's. Ik lees om de beurt in een van beide. Ik lees misschien maar twee keer per jaar een boek buiten de werksfeer. In de vakantie en nu dan, tijdens het kleine beetje verlof dat ik rond de geboorte van mijn dochter heb genomen. Als de kinderen slapen komen gewoonlijk de vergaderstukken, vakliteratuur en andere documenten aan de beurt. Er is ook zo veel relevante informatie over dit vak. «

SAMENVATTING

- De combinatie tussen het financiële en mensen boeit mij zeer aan pensioenen.
- Tegenwerking omdat ik een jongere bestuurder ben? Nooit iets van gemerkt.
- Naast de verschuiving van het risico naar de deelnemer is de professionalisering van de pensioensector een van de grootste veranderingen die ik hier zie plaatsvinden.
- Dat ik me vooral de moeder van drie prachtige kinderen voel, doet niets af aan mijn professionaliteit als bestuurder en intern toezichthouder.



COLUMN

BY RHODRI PREECE, CFA, SENIOR HEAD OF INDUSTRY RESEARCH FOR CFA INSTITUTE

The sustainability transition has reached a critical moment

Amid the fallout of the COVID-19 pandemic, 2020 was the year in which the sustainability paradigm came to the fore in the investment industry. This was fuelled by a rising demand for ESG-related products and a growing awareness of the financial risks and opportunities in a more interconnected world. If the sustainability trend is to become entrenched, investment firms must focus on building out the capabilities needed to deliver on its potential. There is much work to do.

A CFA Institute survey of 4,000 investors shows that, while only a minority of investors invest in products that incorporate ESG factors, 76% of institutional investors and 69% of retail investors have interest in ESG investing. A huge opportunity for the investment industry.

End-investors are demanding that their investment managers account for sustainability considerations in the client portfolios. The performance of ESG-themed funds during the pandemic has strengthened confidence in the potential risk-mitigating and return-enhancing properties of ESG investing.

Firms should look to embed sustainability considerations into their business models (how they create value and competitive differentiation) and investment processes (how sustainability insights are incorporated into investment analysis and portfolio construction).

We believe the opportunities in the sustainability product space include ESG index tracking and quant funds, ESG thematic and impact products, ESG multi-asset products and better benchmarks. Firms need to build out their sustainability expertise, where there is a relative scarcity of skills at present. A review of LinkedIn data conducted by CFA Institute of more than 140,000 portfolio manager job profiles showed that only 1.5% listed sustainability as a skill, yet 18% of portfolio manager job postings mentioned the desire for sustainability skills.

Data is a necessary enabler for competitive advantage in sustainability analysis. Comparability of ESG data is lacking and several data gaps remain due to the incomplete nature of existing sustainability reporting. However, there are growing opportunities to use

alternative data to bridge the data gaps and provide firms with a competitive edge.

Alternative data may be derived from sources such as satellite imagery, web scraping and social media. These data can help analysts to develop a more comprehensive and timelier picture of a company's sustainability footprint. Indeed, 71% of participants in a series of CFA Institute sustainability roundtables are convinced alternative data will make sustainability analysis more robust. They agree that sustainability is an area where human judgement will thrive, given the contextual and often subjective nature of sustainability data.

Another key building block of sustainability analysis is the application of system-level thinking. A holistic approach to sustainability should recognize the spill-overs between value creation and the ecosystem in which corporate activity takes place. A company's activities have implications for the stakeholders and the environment, and at the same time, environmental impacts create risks and opportunities for corporate enterprise that manifest over different time horizons. There is interconnectivity and reflexivity. Understanding and application of systems theory can help the investment industry.

Ultimately, incorporating sustainability requires leadership and firm-wide commitments. Investment leaders must spearhead a transition that places a premium on ESG education, structures teams with ESG capabilities at their core, and builds an operating model with robust IT architecture that enables sustainability analytics to be efficiently incorporated into the investment process. Firms that successfully navigate the sustainability transition will be poised to deliver long term value for clients. «

VOORZITTER:

Martijn Euverman, *Sprekels & Verschuren*

DEELNEMERS:

Carolien van Eggermond, *Bestuurder en Toezichthouder*

Jens van Egmond, *BlackRock*

Maarten Hoedjes, *BNP Paribas Asset Management*

Gerard Moerman, *Aegon Asset Management*

Arjen Monster, *NN Investment Partners*

Jan Willem van Stuijvenberg, *Van Stuijvenberg*

Financial Services

Marion Verheul, *ICC*

Foto: Cor Salverius Fotografie



INTEGRAAL BALANSBEHEER EN LDI WORDEN COMPLEXER

Door Hans Amesz

Het nieuwe pensioenstelsel, de extreem lage rente en de wens om te vergroenen, hebben gevolgen voor het LDI- en balansbeheer van pensioenfondsen. Verdienen lange staatsleningen bijvoorbeeld nog een plek? En hoe zit het met de renteafdekking?



Ligt het voor de hand om LDI- en balansbeheer bij één partij onder te brengen?

Jens van Egmond: 'Wij werken in de praktijk met beide modellen. Als je LDI- en balansbeheer niet bij één partij onderbrengt, moet je duidelijke afspraken maken over zaken als liquiditeitsbeheer, collateral management en het uitwisselen van data. Als je dat goed regelt, kan het goed werken.'

Marion Verheul: 'Ik maak mee dat LDI- en balansbeheer zowel bij één partij worden ondergebracht als afzonderlijk worden behandeld. Qua werkzaamheden en afstemming maakt dat niet veel uit, behalve dat een partij buiten de deur zit.'

Arjen Monster: 'Extern kan je ook goede afspraken maken, al moet je die wel iets meer formaliseren. Ik denk ook dat het goed mogelijk is om beide zowel bij één partij als bij afzonderlijke

partijen onder te brengen. Sommige fondsen willen overigens een zuivere splitsing hebben.'

Jan Willem van Stuijvenberg: 'LDI-beheer vraagt, veel meer dan andere mandaten, om periodieke aansturing en monitoring. Dit hoeft echter niet meteen te betekenen dat de partij die verantwoordelijk is voor het balansbeheer ook de operationele invulling geeft aan LDI. Het tegenovergestelde kan zich bijvoorbeeld voordoen wanneer men de voorkeur heeft voor actief LDI-beheer en de partij die verantwoordelijk is voor het balansbeheer – vaak de fiduciair manager – niet de beste, meest voor de hand liggende actieve manager is. In de situatie waarin LDI-beheer vooral passief is en qua invulling weinig anders dan 'buy and hold' en cash, swaps en AAA-staatsobligaties, is het een meer voor de hand liggende keuze om beide taken bij één partij onder te brengen om zo ook kosten te besparen en het cashmanagement efficiënter en eenvoudiger te maken.'

> **Martijn Euverman** is Partner bij Sprenkels & Verschuren en adviseert besturen, directies en beleggingscommissies van pensioenfondsen en verzekeraars. De werkzaamheden van Euverman omvatten onder meer het uitvoeren van ALM- en risicobudgetstudies, het selecteren en monitoren van fiduciair en LDI-beheerders en het leveren van countervailing power als vaste adviseur in beleggingscommissies. Het Investment Team van S&V bestaat uit 14 personen.



Foto: Cor Salverius Fotografie



> Carolien van Eggermond is onafhankelijk professional, na 25 jaar bancaire ervaring in derivaten, credit structuring, treasury en finance (bij Rabobank en JP Morgan), en is sinds enige jaren actief als expert bij diverse organisaties in verschillende rollen (onder meer bij BpfBouw, SNS REAAL Pensioenfondsen, Notarissen Pensioenfondsen, TCX, SAREF Hypotheekfondsen en bij Nationale Hypotheek Garantie).

Moet je de valuta-afdekking binnen het LDI-mandaat door één partij laten verzorgen of juist niet?

Maarten Hoedjes: 'Als één partij de valuta-afdekking organiseert, is het belangrijk dat die partij beschikt over alle exposures die plaatsvinden en dat alle documentatie, en met name ook het collateral management, op één plek plaatsvinden. Een matchingportefeuille beschikt normaal gesproken over geschikte bronnen van collateral. Het spreekt voor zich om dit alles door één partij te laten managen, want dat is efficiënter.'

Gerard Moerman: 'Als je gaat werken met derivaten, wil je die graag door één partij laten beheren, omdat het voordelig is dat je één partij hebt die het collateral management verzorgt.'

Carolien van Eggermond: 'Ik zou het ook op één plek doen en zelfs proberen om het afdekken van valuta's binnen mandaten te centraliseren, zodat je nog meer efficiëntie krijgt. Een interne treasury-functie tussen de mandaten is niet voor iedereen weggelegd, maar zou wel het meest optimaal zijn.'

Van Stuijvenberg: 'Valuta-afdekking vindt volgens mij het beste op het totale pensioenfondsniveau, door één partij plaats. Elke maand of frequenter wordt voor het gehele fonds berekend wat de totale vreemde valuta-exposure is. Vervolgens wordt conform vastgesteld beleid de valuta-hedge bijgestuurd. Wanneer bijvoorbeeld het beleid is om 90% van de USD-exposure af te dekken, dan worden zowel de dollars in het LDI-mandaat als de dollars in andere mandaten voor 90% afgedekt. Dit is het meest consistent (dollars zijn dollars) en wellicht ook kosteneffectief.'

Als je LDI- en balansbeheer niet bij één partij onderbrengt, moet je duidelijke afspraken maken over zaken als liquiditeitsbeheer, collateral management en het uitwisselen van data.

Welke voor- en nadelen zijn er bij een mandaat versus een fund-for-one (of QIF- of maatwerkfonds-)oplossing?

Van Stuijvenberg: 'Een maatwerkoplossing in de vorm van een fund-for-one zit heel dicht bij een mandaat. In beide gevallen kan het pensioenfonds de renteafdekking goed aansturen en voor elk looptijdsegment de gewenste renteafdekking inregelen. Dit kan niet bij een algemene fondspropositie, waarbij het pensioenfonds na implementatie willekeurige curve bets oploopt. Zowel het fund-for-one als het mandaat hebben dit nadeel niet. Voordeel van een fund-for-one is dat het volledig ontzorgt. Voordeel van een mandaat is dat het pensioenfonds zaken als custody en derivatendocumentatie naar wens kan inrichten. Nadeel van een fund-for-one kunnen de additionele kosten zijn en de vaak forse minimale omvang.'

Van Eggermond: 'Beide zijn mogelijk. Ik zie in mijn praktijk relatief minder fund-for-one-oplossingen, maar het kan best zo zijn dat die oplossingen in het zicht van het Nieuwe Pensioencontract (NPC) veel meer gaan voorkomen. Met name bij kleinere fondsen zou ik dit verwachten. Er wordt wellicht de voorkeur gegeven aan mandaten omdat men denkt dat een perfectere afdekking beter is dan de voordelen die een fund-for-one biedt.'

Moerman: 'Qua LDI-oplossing zijn beide net zo passend. Wel zijn er een aantal verschillen tussen de oplossingen. Die zitten vooral in asset ownership, transparantie, liquiditeit, het operationeel framework en de kosten. Voor beide oplossingen is het van belang te realiseren dat er sprake is van BTW-plicht, dit in tegenstelling tot pooled fund solutions.'

Hoedjes: 'Als je groot genoeg bent voor dit soort oplossingen, kan je ook inderdaad een mandaat hebben. Daarnaast, als je voor een LDI-oplossing een fund-for-one kiest, moet ook alle documentatie op dat fonds gericht zijn. Die is dan niet voor andere dingen te gebruiken, wat natuurlijk nadelig is.'

Heeft het toevoegen van meer actieve/opportunistische elementen, zoals het actief beheren van de verhouding tussen swaps en bonds of het opnemen van 'SSA (Supranational, Sub-Sovereign and Agency)-obligaties', toegevoegde waarde?

Verheul: 'Bij de verschillende pensioenfondsen is daar nogal wat discussie over. Sommige willen echt alleen maar staatsobligaties, zo min mogelijk swaps en een zo passief mogelijk beheer. Ik vind juist dat enigszins actief beheer met betrekking tot de verhouding tussen swaps en bonds toegevoegde waarde kan hebben. De laatste tijd hoor ik dat heel veel partijen met SSA's willen gaan werken.'

Van Stuijvenberg: 'In principe is elke afwijking van cash & swaps een 'bet' versus de af te dekken verplichtingen. Een LDI-manager die passief cash, staatsobligaties en swaps aanhoudt conform zijn benchmark is vanuit hemzelf gezien passief, maar absoluut niet versus de af te dekken verplichtingen. Het is wellicht beter om, wanneer je deze bets toch al neemt, ze actief te maken. Als je gelooft in actief beheer door 'relative value' te spelen tussen swaps, futures en bonds, dan leent een LDI-mandaat zich daar bij uitstek voor.'

Van Egmond: 'SSA-obligaties blijken in de praktijk beter mee te bewegen met de verplichtingen dan staatsobligaties, aangezien de spreads tussen SSA-bonds en de swaprente minder volatiel is gebleken dan de spreads tussen staatsobligaties en de swaprente. Het zorgvuldig managen van de verhouding tussen swaps, staatsobligaties en SSA-bonds kan leiden tot aanzienlijke voordelen in termen van risico en rendement. Er valt juist waarde toe te voegen als de spreads zo veel oplopen als in maart 2020. Wij hebben in deze periode gekozen om te herbalanceren met obligaties en dat heeft grote voordelen opgeleverd, door het weer inlopen van de spreads sindsdien.'

Monster: 'Wij zien ook de toegevoegde waarde van SSA-obligaties vanwege het verband met swaps. Je kunt ook onderhandse leningen inzetten, bijvoorbeeld binnen Nederland WSW- en WFZ-leningen. Die bieden een extra rendement en extra spreiding tegen een vergelijkbaar risico als langlopende

LDI-beheer vraagt, veel meer dan andere mandaten, om periodieke aansturing en monitoring.

staatsobligaties. Ik denk dat je daarmee prima kunt matchen en elke euro telt voor een goed pensioen.'

Van Eggermond: 'Pensioenfondsen, zeker die gerelateerd zijn aan de financiële sector, besteden hier relatief veel meer tijd en energie aan dan aan de vraag waar de return vandaan moet worden gehaald. Het is wellicht verstandig om de aandacht voor staat en swapspelletjes te minimaliseren.'

Moerman: 'Ik ben het ermee eens dat hier veel tijd en energie aan wordt besteed. De vraag is dan: wat heb je eraan, zeker als je het relateert aan het renteafdeckingspercentage? Als een pensioenfonds bijvoorbeeld maar de helft heeft afgedekt, heeft dat een veel grotere impact dan wanneer je zou switchen van staat naar swaps. Ik zou willen pleiten voor een strategische visie daarop: welke elementen wil je hebben en link dat met de verdisconteringscurve die op swaps gebaseerd is.'

Welke mogelijkheden hebben fondsen om te vergroenen binnen de LDI-portefeuille en wat zijn de vooruitzichten voor de integratie van ESG in de LDI-portefeuille?

Monster: 'Er zijn in toenemende mate mogelijkheden om te vergroenen op bepaalde onderdelen als de geldmarktportefeuille, staatsobligaties, staatsgerelateerde obligaties en onderhandse leningen. Hoe die mogelijkheden benut worden, is afhankelijk van de vrijheid die de beheerder heeft en hoe breed zijn mandaat is. De mogelijkheden zijn er. Nu is het aan pensioenfondsen om die kansen te benutten.'

Van Egmond: 'Als je wat wilt met ESG in je LDI-portefeuille, zul je de instrumenten moeten toestaan die daarin kunnen differentiëren. Daarvan zijn er steeds meer, bijvoorbeeld kasfondsen, staatsobligaties en zeker ook SSA-obligaties. De trend is dat je zaken steeds beter kunt meten, waardoor

> **Jens van Egmond** is Hoofd LDI Client Portfolio Management bij BlackRock. Hij is verantwoordelijk voor het ontwerp, de performance en de continue ontwikkeling van LDI-oplossingen in Europa. Naast zijn rol bij BlackRock is Van Egmond bestuurder en beoogd Voorzitter van de Beleggingscommissie van Stichting Sportfondsen Pensioenfonds. Hij heeft twee MSc-titels van Tilburg University en een MSc-titel van de Vrije Universiteit Amsterdam. Tevens is hij Risk Manager for Financial Institutions (RMFI) en CFA Charterholder.



Foto: Archief BlackRock



> **Maarten Hoedjes** is Senior Portfolio Manager bij Institutional Structured Management, Multi Asset, Quantitative & Solutions (MAQS) Investment Group van BNP Paribas Asset Management. Hij heeft 15 jaar beleggingservaring en is Senior Portfolio Manager in het team sinds 2010. In deze rol is hij verantwoordelijk voor het beheer van LDI-mandaten en fondsen voor institutionele beleggers. Daarvoor was hij ALM-verzekeringsspecialist bij SNS REAAL en Portfolio Manager Vastrentende Waarden bij Lombard Odier. Hoedjes heeft een MSc in Investment Management aan de Vrije Universiteit Amsterdam behaald en een MSc International Business aan de Universiteit van Maastricht. Hij is een RBA Charterholder.

pensioenfondsen hun ESG-beleid ten aanzien van vastrentende waarden wat meer kunnen kwantificeren en omzetten in portefeuillerichtlijnen.'

Van Eggermond: 'In de vastrentende sfeer zitten we pas in de beginfase van de vergroening. Om ervoor te zorgen dat de emittenten ook echt groener worden, moeten de volumes vele malen groter worden. Wij kunnen ertoe bijdragen de groene beweging in gang te zetten.'

Moerman: 'We zitten inderdaad nog in de beginfase, maar er zijn mogelijkheden om verder te gaan. Je zou met betrekking tot groene obligaties kunnen kijken naar de emittenten en onderliggende factoren. Je ziet bijvoorbeeld dat bepaalde overheden zich veel meer inzetten voor vergroening en verduurzaming dan andere. Wij merken dat veel klanten geïnteresseerd zijn in onze onderzoeken.'

Van Stuijvenberg: 'Diverse overheden en ondernemingen hebben green bonds uitgegeven. De markt voor green bonds is relatief klein, de vraag is groot en daardoor zijn green bonds vaak prijzig en is er niet op elke gewenste looptijd altijd een interessant aanbod. Het voordeel van LDI is wel dat met swaps altijd kan worden bijgestuurd. Wat natuurlijk wel aanwezig

blijft, is het spreadrisico van de green bonds versus de swaps. Er kan, zoals gezegd, ook worden gestuurd op issuers. Niet alle issuers zijn echter even groen en door hierop te sturen, bereik je ook effect zonder noodzakelijkerwijs te beleggen in green bonds. ESG-integratie is overigens veel complexer dan enkel vergroenen. Het vraagt additionele data en systemen die vooral ook bijgehouden moeten worden. In combinatie met de complexiteit die een LDI-mandaat in de basis al heeft, is het wellicht raadzaam om ESG-integratie eerst bij andere, meer voor de hand liggende mandaten door te voeren.'

Tegenwoordig worden veel meer beleggingen meegenomen in een matchingportefeuille als logisch gevolg van de omgeving van de extreem lage rente. Hoe gaan pensioenfondsen om met deze extra complicatie?

Verheul: 'Ik zie een golfbeweging. Aanvankelijk werd alles wat vastrentend was, zoals hypotheekleningen en onderhandse leningen, goedgekeurd om in de matchingportefeuille te stoppen. Toen kwam er een trend om het weer veel zuiverder te doen: alleen bonds en swaps. En nu zie je weer dat er meer beleggingen in de matchingportefeuille worden opgenomen. Ik ben zelf niet zo'n fan van het toevoegen van illiquide zaken, omdat dat niet echt past bij het doel van de matchingportefeuille.'

Moerman: 'Vanuit een strategisch oogpunt is er niets mis mee om bedrijfsobligaties, Nederlandse hypotheekleningen of staatsgegarandeerde leningen in de matchingportefeuille op te nemen. De correlaties op basis van kwartaal- of jaardata zijn namelijk hoog genoeg om deze keuze te ondersteunen. Het toevoegen van deze beleggingen past goed bij het langetermijnkarakter van de verplichtingen en zorgt bovendien voor een extra rendement in deze lastige omgeving.'

Monster: 'De vraag is of je openstaat voor meer beleggingen in de matchingportefeuille en de complexiteit daarvan aankan. Als het antwoord ja is, zijn wij er voor om dat te doen. De eventuele complexiteit wordt afgevangen door deze beleggingen mee te nemen in een investment case, met kennissessies zorgen dat de kennis op peil is en te zorgen voor een goede rapportage.'



Van Eggermond: 'Ik denk dat die complexiteit wel mee zal vallen. De vraag is of je alles perfect wilt weten en meten, want daarmee creëer je eigenlijk een schijnzekerheid. Er zijn zoveel onzekerheden dat je dat eigenlijk niet zou moeten willen. Ik denk: voeg juist die beleggingen toe waarvan je denkt dat het pragmatisch is en makkelijk te doen, zoals hypotheek.'

Van Stuijvenberg: 'Deze complexiteit was er in mijn ogen eigenlijk altijd al, alleen werd die vaak genegeerd. Wanneer andere instrumenten dan swaps en cash worden meegenomen in de LDI-portefeuille zullen er correcties moeten worden toegepast. Er dienen bijvoorbeeld afslagen te worden gedaan voor non-euro-curve correlatie en spread. Om te beoordelen of een LDI-mandaat correct is ingericht, moet de renteaftdekking per looptijdsegment worden berekend, rekening houdend met non-euro-curve en spread afslagen. Het is belangrijk periodiek vast te kunnen stellen dat ex ante de renteaftdekking per looptijdsegment correct is. Ex post kan deze anders uitpakken en dat moet goed worden weergegeven.'

Hoedjes: 'Het is wel belangrijk dat je ook in de matching-portefeuille voldoende rendement genereert om de verplichtingen te kunnen volgen, zeker onder UFR. Als je bijvoorbeeld alleen in de Duitse staat belegt, wordt dat lastig. Qua risico zorgen andere instrumenten dan swap en cash voor meer spreadrisico ten opzichte van de verplichtingen. Het is zoeken naar een optimale balans tussen benodigd rendement en bijbehorend risico.'

Zijn pensioenfondsen bereid nu meer uit te breiden naar LCH (London Clearing House)?

Van Eggermond: 'LCH is, om het zomaar uit te drukken, onzeker vanwege Brexit. Mijn voorkeur zou zijn wel met clearing te starten – maak de pensioenfondsen daar klaar voor – en ervoor te zorgen dat naast LCH ook EUREX een plek krijgt.'

Hoedjes: 'Het is belangrijk om te gaan clearen, dat klopt. EUREX is minder liquide dan LCH, maar onze ervaring is dat daar ook relatief prima gehandeld kan worden.'

Van Egmond: 'Als de Europese Unie dreigt de uitzondering die nu nog geldt voor LCH niet te verlengen, dan moet je over kunnen

Het zorgvuldig managen van de verhouding tussen swaps, staatsobligaties en SSA-bonds kan leiden tot aanzienlijke voordelen in termen van risico en rendement.

gaan op EUREX. De reden dat er telkens weer wordt verlengd, is dat de regelgever de financiële stabiliteit niet in gevaar wil brengen. LCH is nu eenmaal heel erg groot. Maar de EU heeft wel aangegeven op de lange duur de zaak op het continent te willen hebben.'

Moerman: 'Vanwege alle onduidelijkheid over LCH beweegt onze voorkeur zich naar EUREX, in de hoop dat meer partijen gaan volgen en liquiditeit gecreëerd wordt. Als iedereen op elkaar wacht, zal EUREX nooit tot leven komen en blijven we de afhankelijkheid van LCH houden.'

Van Stuijvenberg: 'Wanneer men overgaat naar cleared, zal LCH de voorkeur hebben boven EUREX. LCH is veruit het grootste platform, terwijl EUREX in vergelijking met LCH klein blijft. Daarnaast zijn de voorwaarden/kosten van EUREX minder gunstig. Wel zijn vrijwel alle partijen klaar om via EUREX te handelen, mocht dat nodig zijn. In het kader van de Brexit is er voor LCH een vrijstelling tot 2022. Deze zal ongetwijfeld weer worden verlengd en wanneer dit niet gebeurt, heeft dit geen negatieve gevolgen voor reeds bestaande posities. In dat geval zullen alleen nieuwe transacties via EUREX verlopen.'

Hoe zien fondsen de mogelijke toenemende vraag naar cash collateral binnen LDI? Hoe wordt deze optimaal gegenereerd, of hoe worden mogelijkheden daartoe gecreëerd zonder dat de performance negatief uitpakt?

Hoedjes: 'Je moet voldoende cash in je portefeuille hebben om bij snelle rentestijgingen liquiditeit te hebben. Vanwege negatieve rentes is het belangrijk om deze zo efficiënt mogelijk te bewaren, maar de cash moet wel direct beschikbaar zijn als dat nodig is.'

> **Gerard Moerman** leidt de afdeling **Fiduciary Services & Investment Solutions** bij **Aegon Asset Management (AAM)**. Deze afdeling biedt klanten advies op het gebied van strategische asset allocatie, alsmede diepgaande research en geschikte oplossingen. Van 2016 tot 2018 werkte Moerman in Parijs als **Hoofd Investment Solutions** bij **La Banque Postale Asset Management** (partner van AAM). Van 2011 tot 2016 was hij **Head of Rates and LDI** bij AAM. Verder heeft hij een **PhD** behaald aan de **Erasmus Universiteit** in **Financiële Econometrie**.





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

Van Stuijvenberg: 'Cash kent dankzij centrale banken helaas een negatieve rente. Hoewel veel economielessen niet meer op lijken te gaan, geldt wel nog steeds: een hoger rendement verkrijgt je alleen door meer risico te nemen. Dus dat betekent kijken naar kortlopende staatsobligaties van minder veilige landen, maar ook het toevoegen van kortlopende credits en andere kortlopende beleggingen met een hoger risico/rendementsprofiel. Voorts is het probleem minder groot dan het lijkt, want ook de verplichtingen worden voor een groot gedeelte verdisconteerd met een negatieve rente.'

Wat gaat er veranderen voor het LDI-beheer onder het Nieuwe Pensioencontract? Wat zouden de pensioenfondsen moeten doen ter voorbereiding op dat nieuwe contract?

Verheul: 'Er is veel discussie over LDI in het NPC. Sommige fondsen zeggen: de renteafdekking kan de deur wel uit, die is niet meer nodig. Andere zeggen: we doen het alleen nog maar voor de oudere leeftijdsgroepen. Er gaat zeker wat veranderen, maar misschien minder dan velen nu denken. Pensioenfondsen neigen licht naar de opvatting dat het lange stuk straks niet meer nodig is.'

Moerman: 'Ik heb twee punten: het curverisico beheersen en het renterisico vaststellen per leeftijdscohort. De vraag is hoe dat laatste precies gaat uitpakken. Samen met onze klanten bestuderen we de opties en hoe die geïmplementeerd zouden kunnen worden. Wij zijn er echter geen voorstander van om daar nu al wijzigingen door te voeren, omdat er nog heel veel onduidelijkheid is.'

Valuta-afdekking kan het beste op het totale pensioenfondsniveau door één partij plaatsvinden. Elke maand of frequenter wordt voor het gehele fonds berekend wat de totale vreemde valuta-exposure is.

Monster: 'In de nieuwe situatie wordt de LDI-portefeuille per generatie bepaald. Je kunt kiezen voor een theoretische toewijzing van het renterisico, maar je kunt ook het daadwerkelijke matchingrendement gebruiken in de toewijzing. In het laatste geval kan je een matchingportefeuille per leeftijdscohort maken en zelf de afweging maken hoeveel risico je wilt lopen en hoe je de portefeuille in wilt richten.'

Van Eggermond: 'Het renterisico blijft intact, maar met wellicht wat andere typen posities dan alleen staatsgerelateerd. De vraag is of je daar voldoende ruimte voor hebt en wat meer aan de creditkant kan gaan zitten. Het is een beetje een zoektocht, je krijgt er wat risico bij en er gaat misschien in de toekomst wat vanaf. Er is nog best veel onzeker.'

Van Stuijvenberg: 'Het LDI-beheer in het NPC wordt complexer. De verschillende leeftijdscohorten krijgen ieder een andere renteafdekking, waarbij zowel het afdekkingspercentage als de kasstromen per cohort enorm verschillen. De jonge cohorten kennen langlopende verplichtingen en een laag afdekkingspercentage en de oudere cohorten kortere verplichtingen met een hoog afdekkingspercentage.'

Onder het nieuwe pensioenstelsel gaat men met leeftijdscohorten werken. De standaardimplementatie hiervan is dat het renteafdekkingspercentage laag is voor de jonge cohorten en hoog voor de oude cohorten. Is dit de meest voor de hand liggende keuze?

Van Stuijvenberg: 'De 'set-up', waarbij gewerkt gaat worden met verschillende leeftijdscohorten, is prima. Het is daarbij evident en wenselijk om de jongere cohorten meer risico te laten lopen dan de oudere. Ik denk dat meer of minder renteafdekking hier niet het juiste stuurinstrument is. Je zou er ook voor kunnen kiezen de renteafdekking voor alle cohorten gelijk te stellen en het risico per cohort vooral te sturen middels de exposure naar de returnportefeuille. Voor exposure naar de returnportefeuille mag immers een excess rendement worden verwacht, terwijl voor het openzetten van renterisico het verwachte additionele rendement nihil is.'

Hoe moet worden omgegaan met de jaarlijkse aanpassingen van de UFR (2021 t/m 2024) met het zicht op het NPC?

Monster: 'Wij zijn al langer voorstander van afdekken op basis van de swapcurve. Als je nu in één keer overgaat naar afdekken op de swapcurve krijg je niet elk jaar een discussie over de vraag of je meer of minder moet gaan afdekken. Dit hoeft overigens niet te betekenen dat je meer gaat afdekken.'

Van Stuijvenberg: 'De nieuwe UFR-methodiek wordt in vier stappen ingevoerd. De UFR-curve gaat daarbij ieder jaar meer lijken op de marktcurve. De rentegevoeligheid van de verplichtingen tegen de UFR-curve zal elk jaar stijgen (ongeveer plus vijf procent), wat in principe vraagt om een additionele renteaftdekking. Ook voor partijen die een renteaftdekking hebben op basis van marktwaardering is dit relevant. Als men de volatiliteit van de dekkingsgraad constant wil houden, zal de renteaftdekking dus moeten worden verhoogd.'

Verdienen staatsleningen en met name de langere varianten nog wel een plek?

Verheul: 'Pensioenfondsbestuurders zijn hier op dit moment mee bezig. Ze vragen zich af of ze op termijn nog wel lange staatsobligaties moeten hebben of toch iets meer voor rendement willen gaan, waarvoor andere vastrentende waarden nodig zijn. Ik vraag me af wat dit betekent voor de overheidsfinanciën en of overheden daar last van zullen hebben. Ik denk dat ze daar niet erg over nadenken.'

Monster: 'Als de renteaftdekkingspercentages teruglopen, kan sowieso – even los van de looptijden – de vraag naar staatsobligaties wat verminderen. Je wilt wel een kern van staatsobligaties en cash hebben voor collateral, maar ook omdat je moet kunnen herbalanceren en bijsturen. Ik denk dat dat zo blijft, maar misschien wat minder voor de hele lange looptijden. Langlopende obligaties kunnen daarnaast nog steeds aantrekkelijk blijven, zeker met het oog op het opkoopprogramma van de ECB.'

> **Jan Willem van Stuijvenberg** studeerde in 1998 af aan de Universiteit van Tilburg. Afstudeerrichting: Geld, Krediet en Bankwezen. Daarna begon hij als Strategist bij ABP en volgde een postdoc-opleiding Econometrie voor vermogensbeheerders. Na ABP werkte van Stuijvenberg voor De Lage Landen en Philips Pensioenfonds. In 2002 werd hij gevraagd om voor PME een risicomodel te ontwikkelen. Van Stuijvenberg Financial Services werd opgericht en is nu een belangrijke speler op het gebied van Risk Management. Gerenommeerde partijen zoals Mercer, Achmea IM en Pensioenfonds Vervoer nemen zijn diensten af.

Het LDI-beheer in het NPC wordt complexer. De verschillende leeftijdscohorten krijgen ieder een andere renteaftdekking, waarbij zowel het aftdekkingspercentage als de kasstromen per cohort enorm verschillen.

Van Egmond: 'Ik denk dat de vraag naar ultralange obligaties en swaps niet helemaal gaat verdwijnen. Je zult daarvan altijd wat nodig hebben omdat sommige mensen in de populatie heel oud worden. Als iedereen stopt met het kopen van lange obligaties, gaat de rente omhoog en als de curves dan heel steil worden, wordt het vanuit een beleggingsperspectief zelfs voor jongeren aantrekkelijk ze te kopen. Lange staatsobligaties blijven altijd een rol spelen in de gebalanceerde portefeuille.'

Van Stuijvenberg: 'Staatsleningen verdienen zeker nog een plek, maar de focus verschuift richting korte en middellange looptijden. Onder het nieuwe contract is er minder af te dekken exposure op de langere looptijden, maar deze is niet geheel verdwenen. Uiteraard moet men zich ervan bewust blijven dat staatsobligaties een actieve bet zijn versus de neutrale LDI-implementatie door middel van swaps. Bij staatsobligaties – ook AAA – moet er een verwacht excess-rendement zijn ter compensatie van het staat versus swap spreadrisico.'

Wat is jullie visie op de ontwikkeling van de rente, zowel qua hoogte als qua vorm van de rentecurve?

Van Eggermond: 'Ik weet het gewoon niet, maar naar mijn mening is dat helemaal niet relevant. Mijn taak is in de verschillende scenario's risico's te mitigeren. Return moet ik niet per se halen door mijn LDI of mijn rentevisie. Die haal ik door in de returnportefeuille bepaalde dingen te doen. De renteaftdekking moet zodanig zijn, dat in ieder geval de onderkant voldoende is afgedekt.'



Foto: Archief Jan Willem van Stuijvenberg



> **Marion Verheul** werkt sinds 1994 in het vakgebied Institutioneel Vermogensbeheer en sinds 1997 met specifiek pensioenfondsen als focus. Na haar studie Economisch-Sociale Geschiedenis aan de Universiteit Utrecht en de University of Florida begon zij haar loopbaan in 1994 als Aandelenanalist bij FDA. In 1997 maakte zij de overstap naar PVF Vermogensbeheer (later AGI en weer later F&C). Sinds 2003 is zij zelfstandig Investment Consultant, meestal in de rol van adviseur van beleggingscommissies. Daarnaast begeleidt zij searches naar fiduciair managers en is zij actief als bestuurslid.

Moerman: 'Het is inderdaad heel lastig om de rente enigszins betrouwbaar te voorspellen. Niemand van ons had tien jaar geleden kunnen verwachten dat we nu zelfs negatieve rentes zouden hebben. Dat neemt niet weg dat je wel naar de renteontwikkeling moet kijken. Mijn verwachting is dat er de eerstkomende jaren aan de korte kant niets gebeurt, maar op den duur denk ik wel dat de rente weer omhooggaat. Te beginnen met het lange eind van de curve.'

Van Stuijvenberg: 'Geen idee hoe de rente zich gaat ontwikkelen. Daar waag ik mij liever niet aan. Op basis van de forward rates, die liggen besloten in de huidige swapcurve, komt het korte eind omhoog en gaat het lange eind naar beneden. Forwards zijn in een zeer liquide markt als deze naar mijn mening de beste voorspeller. Tevens is gebleken dat forwards hier een heel slechte voorspeller zijn. Mijn conclusie is dan ook dat het niet te voorspellen is.'

Van Egmond: 'Aan de ene kant heb je meer uitgifte van schuld dan ooit en aan de andere kant de centrale bank die meer opkoopt dan ooit. Hoe die twee krachten zich in de toekomst gaan verhouden, staat te bezien. Het is wel zo dat de kosten van niet afdekken steeds hoger worden als de curve heel steil wordt. Daar moet je wel degelijk rekening mee houden.'

Monster: 'De rente loopt misschien heel licht op, maar normaal gesproken is niet te verwachten dat er aan het rentefront veel gebeurt. Ik denk wel dat het belangrijk is om meer met verschillende scenario's te werken. Het risico op een rentedaling is immers nog steeds aanwezig, maar de kans op een scenario van op termijn een stijgende inflatie en rente is toegenomen.'

Hoedjes: 'De search for yield kan aan de lange kant tevens een drukkend effect hebben. Ook wij denken echter dat er op korte tot middellange termijn niet heel veel gaat gebeuren.' «

CONCLUSIE

LDI- en balansbeheer kunnen zowel bij één partij als afzonderlijk worden ondergebracht. Als je voor één partij kiest, moet je wel duidelijke afspraken maken over zaken als liquiditeitsbeheer en collateral management. Valutaafdekking vindt het beste door één partij plaats. Enigszins actief beheer met betrekking tot de verhouding tussen bonds en swaps kan toegevoegde waarde hebben. SSA-obligaties blijken in de praktijk beter mee te bewegen met de verplichtingen dan staatsobligaties. Er zijn in toenemende mate mogelijkheden om te vergroenen binnen de LDI-portefeuille, maar we zitten pas in de beginfase. Vanuit een strategisch oogpunt is er niets mis mee om bedrijfsobligaties, Nederlandse hypotheekleningen of staatsgegarandeerde leningen

in de matchingportefeuille op te nemen. Je moet voldoende cash in je portefeuille hebben om bij snelle rentestijgingen liquiditeit te hebben. Vanwege negatieve rentes is het belangrijk om de cash zo efficiënt mogelijk te bewaren. Het LDI-beheer in het NPC wordt complexer. De verschillende leeftijdscohorten krijgen ieder een andere renteafdekking, waarbij zowel het afdekkingspercentage als de kasstromen per cohort enorm verschillen. Bij staatsleningen verschuift de focus richting korte en middellange looptijden. De vraag naar ultralange obligaties en swaps zal overigens niet helemaal verdwijnen. De ontwikkeling van de rente is nauwelijks te voorspellen, maar normaal gesproken is niet te verwachten dat er aan het rentefront in de eerstkomende jaren veel gebeurt.



Foto: Archief Thijs Jochems

COLUMN

DOOR THIJS JOCHEMS, ADVISEUR EN PRIVATE INVESTOR

Evolutie of revolutie? De stabiliserende macht van het kapitaal

Studies wijzen uit dat een vastbesloten minderheid van 25% van de bevolking een regime kan laten vallen. Door de groeiende volatiliteit in de politieke arena komen ook westerse democratieën steeds dichterbij dat kantelpunt. Hoog tijd om de kloof in de samenleving te dichten. Kunnen institutionele beleggers met de macht van het kapitaal bijdragen aan een stabielere samenleving?

Wereldwijd zien we structurele ontwikkelingen die onomkeerbaar en/of langdurig van aard zijn. Niet zelden leidt dit tot een mismatch tussen de keuzes die politici maken en wat voor de burger relevant is. Daar komt bij dat de politiek vaak laat reageert en men problemen pas op de agenda zet wanneer die voor de kiezer voelbaar worden. Met de opkomst van de sociale media kunnen we daar nog ingrediënten als kortetermijndenken en opportunisme aan toevoegen. De politieke arena wordt steeds volatieler.

Op internationaal niveau zien we wel een grotere mate van overeenstemming tussen burger en politiek. Elk jaar publiceert het World Economic Forum in januari een overzicht van wat de leidende politici in de wereld als de grootste risico's zien. In de jaren voor COVID-19 stonden de toenemende ongelijkheid in de wereld, armoede en werkloosheid in de top vijf. Technologische vernieuwingen versnellen de voortgaande scheefgroei van inkomensverdeling. Niet voor niets kwam in 2018 voor het eerst het basisinkomen op de agenda van de jaarlijkse bijeenkomst in Davos.

Deze kwesties leven ook bij de burger. Al meer dan tien jaar publiceert Ipsos elke maand de resultaten van zijn 'What Worries the World'-survey. In online interviews worden twintigduizend mensen in 27 landen gepolst over wat zij de belangrijkste sociale en politieke kwesties vinden. Na COVID-19 waren dat in december 2020: werkloosheid, sociale ongelijkheid en armoede. Tevens vond 62% dat het met hun land de verkeerde kant op gaat!

Zonder ingrijpen komt er geen herverdeling en zal de ongelijkheid verder toenemen. Dit is ook zichtbaar in de al zo'n 25 jaar dalende arbeidsinkomensquote in de westerse landen. De patstelling van de politiek is dat herverdeling om extra middelen vraagt, ergo hogere belastingen. En dan

laait de aloude stammenstrijd op tussen de vrijemarkt-denkers (hogere belastingen leiden uiteindelijk tot nog meer armoede) versus degenen die stellen dat dit toch echt de enige manier is.

Er is echter ook een andere route mogelijk.

Institutionele beleggers als pensioenfondsen kijken naar meer dan alleen het financiële rendement. Voor hun deelnemers is het leven in een stabiele, rechtvaardige en schonere wereld een even belangrijke voorwaarde voor een goed pensioen als de pecunia. Juist dáárom is er ESG-beleid. De researchinspanningen voor ESG laten evenwel zien dat de aandacht vooral uitgaat naar klimaatverandering, terwijl sociale ongelijkheid toch aanzienlijk hoger scoorde in de eerdergenoemde survey van Ipsos.

Kijk naar innovaties en het bedrijfsleven in het algemeen. Onbegrijpelijk dat op dit moment voornamelijk enkele techbedrijven en hun aandeelhouders mogen profiteren van de innovatieopbrengsten. Het betreft innovaties die vaak deels door overheden zijn gefinancierd. Voor veel bedrijfstakken geldt bovendien dat het overgrote deel van de resultaten afhankelijk is van externe factoren. Geen reden voor exorbitante salarissen van het management. Normaliseer financiële incentives en de kans wordt aanzienlijk groter dat bedrijven en hun aandeelhouders bij gaan dragen aan het corrigeren van de ongelijke verdeling in de samenleving.

Met de toenemende onrust in de westerse democratieën wordt de roep luider om beleid waar een stabiliserende werking van uitgaat. De macht van het kapitaal geeft institutionele beleggers een krachtige stem om invloed uit te oefenen ten gunste van een effectief social governance-beleid. Het is hoog tijd dat die stem zich meer laat horen. «

HET NIEUWE PENSIOEN- CONTRACT: EERLIJK ZULLEN WE ALLES VERDELEN

Door Rik Albrecht en Marcel Kruse

Een grote uitdaging van het Nieuwe Pensioencontract (NPC) is de evenwichtige verdeling van het rendement over de deelnemers. Pensioenfondsen hebben de keuze uit twee toedelingsmethoden. Dit artikel zet de methoden naast elkaar.

In het NPC heeft iedere deelnemer zijn individuele pensioenvermogen, maar dit wordt belegd in een collectieve portefeuille. Het is een collectieve vorm van life cycle-beleggen, waarbij het gerealiseerde rendement van de collectieve beleggingsportefeuille over de verschillende deelnemers wordt verdeeld op basis van door het bestuur van tevoren vastgestelde toedelingsregels.

Kern van het nieuwe pensioencontract is dat deelnemers niet langer een vastgestelde pensioenuitkering wordt toegezegd. In plaats daarvan wordt een premie toegezegd, die aan ieders

individuele pensioenvermogen wordt toegevoegd en collectief wordt belegd. De uiteindelijke hoogte van de pensioenuitkering is onzeker. Om toekomstige pensioenen te stabiliseren, wordt een beschermingsrendement toegezegd, dat meer een rol speelt bij ouderen dan bij jongeren. Hierdoor wordt de uitkering aan ouderen minder gevoelig gemaakt voor renteveranderingen. Uitgangspunt is tevens dat bij de toedelingsregels geen herverdeling van risico's mag plaatsvinden.

Helaas is een evenwichtige toedeling makkelijker gezegd dan gedaan. Op de top-down toedelingsmethode, zoals die in de hoofdlijnennotitie van 22 juni 2020 staat beschreven, is namelijk wel wat af te dingen. Het kan namelijk leiden tot herverdeling van renterisico tussen jong en oud. Daarom is aan het consultatiedocument van 18 december 2020 een bottom-up toedelingsmethode toegevoegd.

Pensioenfondsbestuurders zullen een keuze moeten maken tussen beide toedelingsmethodieken. Bij het bepalen van het beleggingsbeleid is dit een van de belangrijkste beslissingen die pensioenbestuurders moeten maken. Het is de bedoeling dat deelnemers een passend rendement krijgen en dat alle belangen evenwichtig worden afgewogen. Wat zijn die twee methoden? Welke is het meest passend?

Het voorkomen van herverdeling van risico's is een van de grootste uitdagingen bij het toedelen van beschermingsrendement.

METHODE 1: TOCH HERVERDELING VAN RISICO'S

In de eerste methode, de top-down methode is het beschermingsrendement afhankelijk van mutaties van de nominale rentetermijnstructuur van DNB. Als een (oudere) deelnemer recht heeft op 100% beschermingsrendement, dan ontvangt die precies het rendement dat DNB heeft bepaald. Dat is eenvoudig uit te leggen. Heel transparant.

Probleem is alleen dat het in de praktijk niet mogelijk is de nominale rentetermijnstructuur van DNB risicovrij te verdienen. Een swap is immers geen belegging, maar slechts een uitwisseling van rentes. Het pensioenfonds ontvangt de lange rente, maar moet de korte rente betalen. Om die korte variabele rente te verdienen, zal het pensioenfonds het geld moeten beleggen in een portefeuille van cash en kortlopende



Rik Albrecht

obligaties, waardoor spreadrisico ontstaat. Bovendien is het in de praktijk onbegonnen werk om een matchingportefeuille in te richten die exact aansluit bij het toegezegde beschermingsrendement van de verschillende deelnemers. Hierdoor ontstaat er ruis tussen het rendement dat op basis van de nominale rentetermijnstructuur van DNB moet worden uitgekeerd en het gerealiseerde rendement van de matchingportefeuille.

Het grote gevaar is dat deze ruis via de achterdeur van het overrendement alsnog wordt herverdeeld over alle deelnemers, precies dat wat in het nieuwe stelsel moest worden voorkomen. Jongeren krijgen onverwacht en ongewenst met allerlei mismatchrisico's te maken, die ontstaan als gevolg van een toegezegd beschermingsrendement voor ouderen waar zij niets mee te maken hebben.

Omdat in de top-down methode wordt gewerkt met een matchingportefeuille is de administratie ervan tamelijk eenvoudig en kunnen de kosten laag worden gehouden. Dat is een grote plus.

METHODE 2: EVENWICHTIG MAAR GEVOLGDE

Bij de tweede methode, ook wel de bottom-up methode genoemd, richt het pensioenfonds aparte renteportefeuilles in met verschillende looptijden waar de leeftijdscohorten in participeren. Dit komt overeen met de LDI-portefeuilles, waar veel pensioenfonds nu al mee werken. Deze renteportefeuilles kunnen bestaan uit staatsobligaties, bedrijfsobligaties, hypotheek, swaps et cetera. Achteraf wordt berekend wat het gerealiseerde rendement van deze renteportefeuilles is en de verschillende participanten krijgen dat rendement bijgeschreven. Dat rendement zal grotendeels uit rente bestaan, maar ook kredietrisico en andere mismatchrisico's kunnen daaraan bijdragen.

Het grote voordeel van de bottom-up methode is dat herverdeling van risico's wordt voorkomen. Nadeel is dat de invulling van de renteportefeuille per pensioenfonds zal verschillen. De

methode is ook weinig transparant. Deelnemers weten niet precies hoeveel en welke risico's zij lopen. Rendementen zijn lastig te verifiëren. Daarnaast is deze methode gecompliceerd, lastig te administreren en duurder.

DE WINNAAR IS?

Welke methode heeft de voorkeur? De eerste methode is in beginsel eenvoudig uit te leggen, want de methode is transparant en verifieerbaar. Het is fijn oudere deelnemers harde toezeggingen te kunnen doen. Voordeel is ook dat het beschermingsrendement voor alle pensioenfondsen hetzelfde is, want deze wordt door DNB vastgesteld. Administreren is relatief eenvoudig. Problematisch is wel dat deze top-down methode aanleiding kan zijn tot de herverdeling van risico's. Het verwijt van misleiding ligt dan al snel op de loer. Zeker jongeren kunnen reden hebben tot klagen als het beschermingsrendement voor ouderen deels wordt afgetrokken van hun overrendement.

De tweede methode is evenwichtiger, maar minder transparant. Immers, deelnemers ontvangen geen heldere toezegging en participeren in een aantal ondoorzichtige renteportefeuilles waarvan de inhoud, werking en risico's voor hen onduidelijk zijn. Herverdeling van risico's is niet aan de orde.

Voor beide methoden geldt dat een pensioenfonds heel helder moet communiceren wat de bescherming precies behelst en wat niet. Bij de eerste methode zal moeten worden verteld dat ruis in de rente-afdekking via het overrendement bij jongeren terecht komt. Bij methode twee is het beschermingsrendement minder concreet, waardoor ouderen een minder stabiele pensioenuitkering krijgen dan voorgespiegeld.

Bestuurders moeten zelf de afweging maken welke methode het beste past. Wel moet het bestuur zich bewust zijn van de consequenties van de keuze. Bij deze keuze zal zeker ook worden gekeken naar het kostenverschil. Bij methode twee komt meer administratie kijken. De



Foto: Archief Marcel Kruse

Marcel Kruse

eerste methode is simpel, waardoor het eenvoudig is de kosten laag te houden. Mocht er om die reden voor deze methode worden gekozen, dan moet het bestuur zoveel mogelijk beperken dat risico's worden herverdeeld door de matchingportefeuille zo goed mogelijk af te stemmen op het toegezegde beschermingsrendement. «

SAMENVATTING

- In het NPC is deelnemers een evenwichtige rendementsverdeling toegezegd, maar deze toezegging is in de praktijk lastig te realiseren.
- Pensioenfondsen hebben de keuze uit twee toedelingsmethoden.
- De eerste methode, top-down, is eenvoudig uit te voeren, maar kan leiden tot herverdelingsrisico's. Methode twee, die bottom-up is, blijkt evenwichtig maar complex.
- Pensioenfondsen moeten zelf afwegen welke methode het beste past. Het kostenaspect zal daarbij een grote rol spelen.

Dit artikel werd geschreven voor Rik Albrecht, Professioneel Pensioenfondsbestuurder Vermogensbeheer, en Marcel Kruse, Director Pension & Investment Risk bij Milliman.

Goede governance cruciaal bij invoering Pensioenakkoord

DOOR JOLANDA DE GROOT

De invoering van het Pensioenakkoord raakt het vermogensbeheer van pensioenfondsen en de relatie tussen fondsbesturen, beleggingscommissies, fiduciair managers, consultants en vermogensbeheerders. De invloed van governance komt centraal te staan bij de komende (kern)beslissingen van pensioenfondsen. Financial Investigator sprak hierover met bestuursadviseur Mik Breek.

Waarom is governance bij pensioenfondsen zo belangrijk bij de invoering van het Pensioenakkoord?

'Onder het Pensioenakkoord vindt een herverdeling van risico's en vermogen plaats. Deelnemers bouwen via een verplichte premieregeling aan hun eigen pensioenpotje, dat bij pensionering wordt omgezet in een pensioenuitkering. De hoogte van het pensioen wordt grotendeels afhankelijk van het behaalde rendement. Omdat het risico van een goed pensioen bij de deelnemers komt te liggen, dient de governance rond besluitvorming over de keuze en de uitvoering van de nieuwe pensioenregeling strak georganiseerd te zijn.

Voor pensioenfondsen betekent dit dat bij de beoordeling van de uitvoerbaarheid van de gekozen regeling (de nieuwe premieovereenkomst of de verbeterde premieregeling) een goede balans in de taakvervulling van de fondsorganen moet bestaan. Het bestuur moet de haalbaarheid van de nieuwe pensioenregeling toetsen en daarbij de bestaande rechten en de risicohouding van de verschillende categorieën deelnemers bij de pensioenopbouw en -uitkering in acht nemen.

Het Verantwoordingsorgaan (VO) oefent vooraf invloed uit op de keuzes die het bestuur bij de uitvoering van de nieuwe regeling moet maken en beoordeelt achteraf of het bestuur zich goed van zijn taak heeft gekweten. Ten slotte controleert de raad van toezicht of het bestuur het proces naar de opdrachtaanvaarding zorgvuldig heeft doorlopen en daarbij de belangen van de deelnemers, slapers en pensioengerechtigden voldoende heeft betrokken.'

Wat verandert er in de relatie tussen de sociale partners en de pensioenfondsbesturen?

'De sociale partners maken de keuze voor de pensioenregeling en bepalen de pensioendoelstelling. Dat was al zo. Nieuw is dat de verantwoordelijkheid voor de hoogte en toereikendheid van de premie verschuift van de pensioenfondsen naar de sociale partners. Ook bepalen de sociale partners of opgebouwde rechten moeten worden ondergebracht in de nieuwe regeling

('invaren') en of de opbouw van een solidariteitsreserve verplicht wordt (in de nieuwe premieovereenkomst). Pensioenfondsen bepalen de risicohouding van de deelnemers, gepensioneerden en het beleggingsbeleid per leeftijdscohort.

Verder moeten de sociale partners vooraf hun inbreng geven door kaders te stellen voor respectievelijk pensioendoelstelling, verdeling van risico's (zoals langlevens en rente), rendement en de inrichting van de solidariteitsreserve. De sociale partners oefenen daarmee (indirect) invloed uit op de uitvoering van de nieuwe regeling. Dit verandert het krachtenveld tussen de sociale partners en de pensioenfondsen, waarbij ongewenste taakvermenging kan optreden. Het is daarom van groot belang dat sociale partners en pensioenfondsbesturen duidelijke afspraken maken over hun verschillende rollen en bevoegdheden in de fases van oriëntatie, besluitvorming en implementatie met betrekking tot de keuze en uitvoering van de nieuwe regeling en dat zij belanghebbenden daarover compleet en tijdig informeren.

Afspraken over de uitvoering van de nieuwe pensioenregeling zijn van invloed op het beleggingsbeleid van het fonds. Het is zinvol als vermogensbeheerders en fiduciair managers tijdig worden betrokken bij de besluitvorming en implementatie van de nieuwe regeling. Zij kunnen hun bestaande dienstverlening aanpassen aan de gekozen modaliteiten en pensioenfondsen ondersteunen bij de ontwikkeling van producten die aansluiten op de risicohouding en het beleggingsbeleid in de verschillende leeftijdscohorten.'

Denkt u dat met de huidige governance van pensioenfondsen de belangen van deelnemers bij de invoering van het Pensioenakkoord voldoende zijn beschermd?

'In de paritaire pensioenfondsbesturen zitten vertegenwoordigers van de sociale partners die de evenwichtige belangenafweging bij de afspraken over de nieuwe regeling in de gaten moeten houden. Gelet op de verwevenheid van de

arbeidsvoorwaarde pensioen en het thema pensioenuitvoering ligt het risico van belangenverstremming hier op de loer. Belangen van de sociale partners en pensioenfondsen (en hun deelnemers) lopen immers niet altijd parallel, bijvoorbeeld in geval van handhaving van een vaste premie bij een lage rente of financiering van verliescompensatie voor nadelen bij invaren.

Pariteit vergroot het risico dat besturen deelbelangen uit het arbeidsvoorwaardenoverleg laten prevaleren boven dat van het fonds of bepaalde categorieën deelnemers. Daarbij komt dat veruit de meeste deelnemers van pensioenfondsen niet zijn aangesloten bij een vakorganisatie en dus niet vertegenwoordigd zijn in de pensioenfondsbesturen. Daarom wordt geregeld gepleit voor een onafhankelijk bestuur dat los van de sociale partners de keuze voor de nieuwe pensioenregeling op zijn merites beoordeelt en de belangen van de verschillende categorieën deelnemers, slapers en pensioengerechtigden bij de uitvoering daarvan behartigt. De uitwerking van het Pensioenakkoord in het Wetsontwerp toekomst pensioenen besteedt ten onrechte weinig aandacht aan de governance. De invoering van de premieovereenkomst en de wijzigingen in de verhouding tussen de sociale partners en de pensioenfondsen vormen echter alle aanleiding voor een grondige herziening van de governance.'

Welke rol spelen Verantwoordingsorganen bij de keuze van de nieuwe pensioenregeling en het invaren van opgebouwde pensioenrechten?

'Gelet op de verwachte wijzigingen in risicohouding en beleidsuitgangspunten is het zinvol als pensioenfondsbesturen al in de oriëntatiefase een dialoog aangaan met VO's over de voorkeur voor het type regeling en de verdeling van risico's en rendementen tussen deelnemers en pensioengerechtigden. Pensioenfondsbesturen kunnen de opvattingen van hun VO meenemen in de onderhandelingen met de sociale partners. Dit komt het draagvlak voor een nieuwe regeling en de advisering door het VO in de besluitvormingsfase ten goede.

Het VO brengt advies uit over de uitvoeringsovereenkomst waarin de afspraken over de uitvoering van de nieuwe regeling (en de solidariteitsreserve) zijn neergelegd. Bij de keuze voor de nieuwe premieovereenkomst krijgt het VO een adviesrecht op het besluit tot invaren van de opgebouwde pensioenrechten. Naast deze adviesbevoegdheden beoordeelt het VO jaarlijks het handelen van het bestuur in de aanloop naar de nieuwe pensioenregeling.

Er is wel enige zorg over de effectiviteit van de medezeggenschap. VO's zijn vaak nog onvoldoende onderlegd om de complexe materie van de verschillende premieregelingen en herverdelingsvraagstukken te doorgronden. Dit vereist scholing van de VO-leden, alsook tijdige informatievoorziening vanuit en goede communicatie met het bestuur. Een pensioenfonds zonder paritair bestuur kent overigens een Belanghebbendenorgaan waaraan een verdergaand

goedkeuringsrecht is toegekend op dezelfde onderwerpen als waarvoor aan het VO een adviesrecht is toegekend.'

Wat zijn de taken van de raad van toezicht en in hoeverre verschillen die van de toezichtstaken van de extern toezichthouder DNB?

'Ook met de raad van toezicht dient het bestuur een dialoog aan te gaan over de gevolgen van de uitvoering van de nieuwe pensioenregeling voor de beleidsuitgangspunten en risicohouding van het fonds. De raad van toezicht kan dus invloed uitoefenen op de keuzes die door het bestuur moeten worden gemaakt. Daarnaast moet de raad van toezicht controleren hoe het pensioenfondsbestuur in het samenspel met de sociale partners zijn fiduciaire rol heeft ingevuld, of het daarbij een zorgvuldig proces heeft doorlopen en of het bij de uiteenlopende beslissingen over de invulling van de nieuwe pensioenregeling een evenwichtige belangenafweging heeft gemaakt.

Belangenafwegingen spelen bijvoorbeeld bij het vaststellen van de risicohouding en de renteafdekking per leeftijdscategorie, en bij de vraag wat de positieve dan wel negatieve effecten daarvan zijn voor deelnemers en pensioengerechtigden voor de kans op overrendement of opbouw van de solidariteitsreserve. De rol van DNB is gericht op beoordeling van de robuustheid van de gemaakte afspraken over de pensioenuitvoering en bescherming van opgebouwde pensioenrechten bij overgang naar de nieuwe pensioenregeling.' «



Foto: Archief Milk-Breek

MIK BREEK

Acht jonge professionals over het Nieuwe Pensioencontract

DOOR WIM GROENEVELD

Met het Nieuwe Pensioencontract (NPC) gaat er nogal wat veranderen. Hoe kijken acht jonge professionals, die werkzaam zijn in de redelijk vergrijsde pensioensector, aan tegen de veranderingen in het pensioenstelsel? Financial Investigator vroeg naar hun meningen over het NPC.

De lage rente biedt de nodige uitdagingen voor het kapitaaldeckingsstelsel. Een gevolg is dat de rendementen op 'veilige beleggingen' zoals staatsobligaties laag zijn. 'Dat wil niet zeggen dat het aantrekkelijk zou zijn om over te stappen op een omslagstelsel, want zo'n stelsel is kwetsbaar voor de vergrijzing in Nederland', aldus Floris van Loo, ALM-adviseur bij PGGM. Op zich vindt hij dat met de combinatie van kapitaaldekking bij pensioenfondsen en omslag via de AOW het risico van beide stelsels goed is gespreid, maar hij is ervan overtuigd dat het NPC meer mogelijkheden biedt om een beleid te voeren dat werkt voor alle deelnemers in deze uitdagende omgeving. 'Jonge deelnemers kunnen met dit contract meer risico nemen om voldoende rendement te halen. Tegelijkertijd willen we voor ouderen de bestaande pensioenen beschermen. Het nieuwe contract biedt de mogelijkheid om de groepen te scheiden en beide doelen na te streven, terwijl onder het oude contract deze doelen meer conflicteerden.'

In het nieuwe stelsel wordt duidelijk dat er voor iedereen een eigen pot met geld is. Krista Nauta, Bestuurder bij ABP en Pensioenfonds Horeca & catering, noemt dit positief, omdat zo zeker voor jongere deelnemers duidelijk wordt dat er voor hen later ook een echt pensioen is en de pot niet leeg is tegen de tijd dat zij met pensioen gaan. 'In het nieuwe stelsel kunnen de deelnemers ondanks de huidige lage rente sneller profiteren van de goede rendementen die pensioenfondsen halen. Hoewel de rendementsverwachting voor de toekomst wel iets lager is, is het met een verwacht rendement van circa 4% nog steeds interessant om bij een pensioenfonds voor je pensioen te blijven sparen. Dat levert heel wat meer op dan je eigen spaarrekening.'

Pensioensector moet wendbaarder worden

Ook in het nieuwe pensioenstelsel blijft het pensioen van de deelnemers voornamelijk afhankelijk van de ingelegde premies en het beleggingsrendement, benadrukt Suzanne van de Bor, Senior Investment Manager en Aspirant Bestuurder bij De Nationale APF. Bij een lage rente is het

Foto: Archief Ruben van der Aa



RUBEN VAN DER AA, ASPIRANT BESTUURDER BIJ PENSIOENFONDS PME:

Er is vanuit jongeren met regelmaat onbegrip als het over pensioen gaat. Langs de zijlijn roepen dat alternatieven voor verplicht pensioen beter zijn, is onzin. Er zijn maar weinig mensen die beschikken over voldoende discipline en kennis om een betere pensioenvoorziening te organiseren. Daarom is het goed dat ook jongeren actief vertegenwoordigd zijn bij de verdere uitwerking en implementatie.



Foto: Archief Aegon AM

GOSSE ALSERDA, INVESTMENT STRATEGIST BIJ AEGON ASSET MANAGEMENT:

Pensioen gaat sneller reageren op economische omstandigheden. Dit is wellicht beter uitlegbaar aan deelnemers dan dat er bijvoorbeeld na goede rendementen eerst een buffer moet worden gevuld en de pensioenen nog steeds niet stijgen.

verwachte beleggingsrendement lager. Dat zal niet veranderen onder het NPC. 'Wel kan er in het nieuwe pensioenstelsel onder meer rekening worden gehouden met verschillende leeftijdscohorten. Hierdoor kunnen jongeren minder renterisico afdekken en meer aandelenrisico nemen dan de oudere deelnemers en andersom, maar hiermee is het NPC nog geen volledige oplossing voor de problemen door de huidige lage rente.'

Jochem Dijkmeester, Voorzitter van Pensioenfonds PGB, spreekt van een stap in de goede richting, juist door het minder gevoelig worden voor de rente. 'We accepteren in het huidige stelsel bijna geen risico en daarom tikt de 'risicovrije' rente hard aan. We gaan naar een stelsel met minder zekerheid en meer risico. Daarin speelt de rente een minder grote rol.'

Blijft het bij deze stelselwijziging? Na loon is pensioen de belangrijkste arbeidsvoorwaarde, maar je kunt niet verwachten dat een aanpassing van het pensioencontract alle problemen gaat wegnemen. De langdurige lage rente heeft het huidige contract op scherp gezet. 'Maar zaken als klimaat, de op de lange termijn lagere rendementen en ons economisch handelen en denken zullen nog veel meer veranderingen in de pensioenwereld teweegbrengen', voorspelt Ruben van der Aa, Aspirant Bestuurder bij Pensioenfonds PME. Hij meent dat de pensioensector wendbaarder moet worden om relevant te blijven en hij moet er niet aan denken dat er voor toekomstige veranderingen nog eens tien jaar wordt uitgetrokken.

Pech- en gelukgeneraties

In het nieuwe contract blijven de deelnemers nog steeds risico's delen. Dat is volgens Nauta positief, want zo wordt het ontstaan van pech- en gelukgeneraties voorkomen. 'Het is duidelijk dat pensioen niet 100% zeker is, maar naarmate je ouder wordt, wordt het pensioenbedrag dat je gaat ontvangen wel steeds zekerder. Waar je als deelnemer wel rekening mee moet houden, is dat het pensioenbedrag jaarlijks iets wordt aangepast, want het gaat meer meebewegen met de economie. Dat wordt wel zo ingericht dat de schommelingen beperkt blijven.' Naar verwachting zullen pensioenfondsen het bedrag hierbij vaker verhogen dan verlagen.

In het nieuwe pensioencontract zullen veel pensioenrisico's verschuiven naar de deelnemers. 'Om 'pech'- en 'geluk'-generaties te voorkomen, zal een solidariteitsreserve worden geïntroduceerd', zegt Pim Zomerdijk, Investment Consultant bij Sprenkels & Verschuren. Het is echter nog maar de vraag of, en in hoeverre, de solidariteitsreserves in het begin gevuld zullen zijn. Zomerdijk: 'De pensioen-uitkeringen zullen in de meeste gevallen meer variëren dan nu het geval is. Deelnemers hebben hier enige mate van invloed op door in onderzoeken naar de risicohouding uitspraken te doen ten aanzien van minimale vervangingsratio's en maximale afwijkingen.'

Risico's worden specifiekier toebedeeld, zo benadrukt Monique van der Poel, die onder andere Bestuurder is bij Pensioenfonds PME. Daarnaast is zij onderzoeker aan het Expertisecentrum Pensioenrecht van de Vrije Universiteit en toezichthouder op diverse pensioenfondsen. Het is volgens haar niet zo dat het opeens risicovoller gaat worden, gemeten over de gehele beleggingshorizon. 'De hoogte van pensioenen was altijd al onzeker en blijft onzeker. Zeker blijft wel dat pensioen uitgekeerd wordt

door een pensioenfonds en dat de pot niet op kan raken voor jongere deelnemers.' Zij prijst ons robuuste pensioenstelsel, dat wordt beschermd door strakke financiële spelregels. 'Door in het nieuwe contract een betere aansluiting te vinden tussen de risicodraagkracht van groepen deelnemers in verschillende fasen van hun leven (lifecycle-beleid) kunnen de risico's wel passender worden toebedeeld.' Daardoor kunnen risico's bijvoorbeeld beter worden 'dichtgezet' als de pensioenleeftijd in beeld komt.

'Wat er onder de motorkap gebeurt bij het beleggen, is echter minder interessant voor de (gewezen) deelnemers', stelt Van der Poel. 'Het pensioenfonds zal goed moeten kijken naar de risicohouding van zijn deelnemers en moet transparant zijn over de risico's'. Maar voor de meeste deelnemers is het vooral belangrijk te weten hoeveel pensioen wordt uitgekeerd, of dat genoeg is om dezelfde levensstandaard voort te kunnen zetten vanaf de pensioendatum, of de deelnemer persoonlijke keuzes kan maken en wat het effect daarvan is op het pensioen. Van der Poel: 'Is dat het geval, dan voelt de deelnemer zich 'in control'. Dat geeft rust en vertrouwen.'

Voor Van der Aa is de afname van het vertrouwen in pensioen nog altijd het belangrijkste risico, ook bij de introductie van het NPC. Dit kan in de eerste plaats worden verbeterd door pensioen concreter en eenvoudiger te maken voor deelnemers. Een ander risico is dat de fondsen te risicoavers worden. 'Wanneer de risicohouding van verschillende leeftijdsgroepen apart wordt getoetst, kan dit tot een conservatievere risicohouding leiden. Mensen zijn over het algemeen risicoavers als het om geldzaken gaat. Dit komt het uiteindelijke pensioenresultaat mogelijk niet ten goede.'

Aanpassen van de organisatie

De introductie van het NPC blijft niet zonder gevolgen voor de organisatie van pensioenfondsen. Ze zullen die organisatie anders moeten gaan inrichten. Voor pensioenfondsen zal de complexiteit toenemen, verwacht Van de Bor. 'Er zal rekening moeten worden gehouden met meer persoonlijke keuzevrijheden van deelnemers en er zullen veel vraagstukken beantwoord moeten worden die vervolgens zorgvuldige implementatie vereisen.' Hierbij moeten de belangen van alle deelnemers evenwichtig worden afgewogen. 'De keuzemogelijkheden, het beantwoorden van de complexe vraagstukken en de implementatie vragen veel kennis en expertise. Dit kan betekenen dat pensioenfondsen hun governance hierop moeten aanpassen.'

Iedereen die voor een pensioenfonds of pensioenuitvoerder werkt, gaat iets merken van het nieuwe contract, beaamt Van Loo. 'Wij hebben de afgelopen jaren al veel geïnvesteerd in de IT-infrastructuur voor de pensioenadministratie en wat dat betreft is onze uitgangspositie goed, maar het gehele proces van transitie neemt jaren in beslag en raakt meer delen van de organisatie. De kern van wat pensioenfondsen doen, blijft echter hetzelfde. Dat is het innen van premies, beleggen van de pensioenvermogens en het uitkeren van de pensioenen.'

Op hoofdlijnen blijven dezelfde werkzaamheden dus nodig om het pensioengeld verstandig te beleggen, maar er moet ook goed worden gecommuniceerd met de deelnemers. 'Er zal echter wat meer aandacht moeten worden besteed aan de risicohouding van deelnemers in de verschillende cohorten en daarnaast worden andere risicomatstaven relevant', zegt Gosse Alserda, Investment Strategist bij Aegon Asset Management. 'We kennen dit al grotendeels van bestaande beschikbare premieregelingen.'

Foto: Archief De Nationale APF



SUZANNE VAN DE BOR, SENIOR INVESTMENT MANAGER EN ASPIRANT BESTUURDER BIJ DE NATIONALE APF:

Een van de belangrijkste veranderingen is de afschaffing van de doorsneesystematiek (gelijke pensioenpremie en pensioenopbouw voor iedere deelnemer, ongeacht de leeftijd). Onder het NPC bouwen de jongere deelnemers meer pensioenrechten op voor iedere euro die ze inleggen dan de oudere deelnemers.



JOCHEM DIJCKMEESTER, VOORZITTER VAN PENSIOENFONDS PGB:

Zowel de beleggingsrisico's als de langlevensrisico's komen directer bij de deelnemer te liggen. Dat betekent dat de pensioenen meer gaan meebewegen met de economie en de levensverwachting. Ontvang je al een uitkering, dan voel je dat meteen in je portemonnee. Dat besef moet helder zijn voor deelnemers, zodat ze niet voor verrassingen komen te staan. Het gesprek met deelnemers over het nieuwe stelsel is dus heel belangrijk.

Ook Dijkmeester benadrukt het belang van goede communicatie. 'Natuurlijk is het een heel belangrijke verandering dat je als deelnemer een eigen aandeel in het collectieve pensioenkapitaal of een eigen pensioenkapitaal krijgt. En dat dit kapitaal meer gaat meebewegen met de economie. Waar ik nu vooral aandacht voor zou willen vragen, is hoe we het verhaal over het nieuwe pensioen helder gaan vertellen. Mensen willen weten wat ze later krijgen. Hoe leer je ze omgaan met meer onzekerheid? Hoe help je ze keuzes te maken bij het beleggen? En hoe brengen we het gevoel over dat de overgang op een eerlijke manier plaatsvindt? Dat vind ik echt de uitdaging.'

Pensioenfondsen kunnen in het nieuwe pensioenstelsel voor hun belanghebbenden een belangrijke en positieve rol blijven spelen bij het realiseren van goede pensioenen, nu en in de toekomst. Ze krijgen in bepaalde opzichten ook meer ruimte

voor het vervullen van die rol. Van der Poel: 'Pensioenen worden persoonlijker, niet alleen door de inrichting van het contract, maar ook doordat er enerzijds meer keuzevrijheid komt voor de deelnemers en anderzijds meer vrijheid voor de fondsen om te communiceren en te helpen op een manier die hún deelnemers en gepensioneerden fijn vinden. Wel moeten we daarbij rekening houden dat transparanter en méér communiceren niet altijd leidt tot meer begrip en meer vertrouwen.' Wat hier de juiste balans is, moet nog goed onderzocht worden onder deelnemers, voegt zij hieraan toe.

'Deelnemers zijn voor ons het allerbelangrijkste', aldus Nauta. 'We willen deelnemers begrijpen, ze helpen en het makkelijk voor ze maken. Zeker nu we onderweg zijn naar het nieuwe contract is dit extra belangrijk. Dat betekent veel samenwerken met deelnemers en meer maatwerk in de wijze waarop we ze bedienen.'

FLORIS VAN LOO, ALM-ADVISEUR BIJ PGGM:

Het oude contract leek een reëel zeker pensioen te bieden aan alle deelnemers. In de praktijk blijkt dat die zekerheid al sinds de crisis niet kan worden waargemaakt. Vooruitkijkend speelt het probleem dat zekerheid door de lage reële rente onbetaalbaar is geworden.



Foto: Archief Krista Nauta



KRISTA NAUTA, BESTUURDER ABP EN PENSIOENFONDS HORECA & CATERING:

Pensioen wordt persoonlijker, eenvoudiger en eerlijker. Persoonlijker omdat de premie in je eigen pensioenpot terechtkomt. Eenvoudiger omdat die pot logisch meebeweegt met de resultaten van het pensioenfonds. Eerlijker omdat er geen gedoe meer is over de rekenrente, tekorten niet meer worden doorgeschoven en je dus niet 'opdraait' voor een tekort dat is ontstaan door anderen.

De rol van deelnemers

De door Financial Investigator bevroegde jonge professionals verwachten allemaal dat deelnemers een belangrijkere rol zullen gaan spelen in de beleggingscyclus. Zomerdijk zegt daarover: 'Hoewel in het NPC nog steeds sprake is van één collectief beleggingsbeleid, wordt het collectieve rendement toebedeeld aan leeftijdscohorten op basis van vooraf vastgestelde verdeelregels. De risicoprofielen die volgen uit de verdeelregels moeten in lijn zijn met de uitkomsten van het risicopreferentieonderzoek. Dit onderzoek dient een pensioenfonds minimaal eens per vijf jaar uit te voeren onder zijn deelnemers en vormt de basis voor de leeftijdscohortafhankelijke risicohouding.'

Alserda vult aan: 'De risicohouding van elk leeftijdscohort wordt zodoende een belangrijk startpunt voor de vaststelling van het beleggingsbeleid.' Daarnaast gaat het een belangrijke rol spelen om uit te leggen waarom de rendementen worden toebedeeld zoals ze worden toebedeeld (dus voor het ene leeftijdscohort meer dan voor het andere).

Zomerdijk wijst erop dat uit de deelnemersonderzoeken ook naar voren zal moeten komen hoe deelnemers aankijken tegen bijvoorbeeld ESG en klimaatverandering. 'Jongeren zijn relatief meer vertegenwoordigd in de toekomstige returnportefeuilles. ESG en klimaat zouden hierbinnen logischerwijs een grotere rol kunnen gaan spelen, aangezien jongeren een langere beleggingshorizon hebben en dus in grotere mate zijn blootgesteld aan deze (toekomst)risico's.' Daardoor zal de aandacht van jongeren hiervoor groter zijn.

MONIQUE VAN DER POEL, NIET-UITVOEREND BESTUURDER BIJ PENSIOENFONDS PME EN TOEZICHTHOUDER OP DIVERSE PENSIOENFONDSEN:

Pensioenfondsen krijgen zelf een belangrijke rol om anders te gaan communiceren in het nieuwe pensioenstelsel over pensioen en risico's. Wat daarbij helpt, is dat het nieuwe pensioenstelsel beter omgaat met loss aversion. Mensen hebben een hekel aan verlies. Verlies van pensioen weegt voor mensen veel zwaarder dan potentiële beleggingswinst.

Foto: Archief PME



PIM ZOMERDIJK, INVESTMENT CONSULTANT BIJ SPRENKELS & VERSCHUREN:

In de eerste plaats is de grootste transitie vanzelfsprekend die van een uitkeringsregeling naar een premieregeling met leeftijdsonafhankelijke premie. Daarmee wordt ook de invloed van de rente, de drijfveer achter dekkingsgraden zoals we die nu kennen, beperkt tot een onderdeel van het beleggingsrendement. De focus van de matchingportefeuille zal gaan verschuiven van dekkingsgraadstabilisatie naar matchen op de korte termijn. Dit heeft niet alleen impact op de mate van rente-afdekking, maar ook op de curve-positie en de te gebruiken instrumenten.



‘Wij beleggen het geld van en voor onze deelnemers. Hun mening doet ertoe’, reageert Nauta. ‘Daarom doen we veel deelnemersonderzoeken. Bijvoorbeeld naar de wijze waarop we om moeten gaan met duurzaamheid. Met onze beleggingen dragen we bij aan de energietransitie, het zuiniger omgaan met natuurlijke hulpbronnen en de digitalisering van de samenleving, dit alles met oog voor de menselijke kant. Daarnaast doen we onderzoek naar de risicobereidheid, zodat we met ons beleggingsbeleid aansluiten op het risico dat onze deelnemers kunnen en willen dragen en om zodoende te zorgen voor een pensioen dat hoog genoeg is.’

Volgens Van der Aa kan invloed vanuit deelnemers op bijvoorbeeld het stembeleid of duurzaamheid worden ingezet om als pensioenfondsen specifieke accenten te leggen. Uit onderzoek onder deelnemers blijkt dat voor velen van hen duurzaam beleggen belangrijk is. Het mooiste is immers een goed pensioen te combineren met een duurzamere wereld, zodat ook de jongste generatie nog met pensioen kan gaan in een mooie leefbare wereld. Wat Van der Aa opvalt, is dat er weinig relatie is tussen de eigendommen van een pensioenfonds (de beleggingen) en de deelnemers. ‘Beleggingen blijven primair een vehikel om financieel rendement mee te behalen. Het zou interessant zijn om te kijken of een pensioenfonds zijn beleggingen ten dele op een niet-financiële manier ten goede kan laten komen aan deelnemers.’ «

SAMENVATTING

- **Jonge deelnemers kunnen onder het NPC meer risico nemen en meer rendement behalen.**
- **Het pensioen van oudere deelnemers wordt voldoende beschermd.**
- **Iedereen krijgt een eigen pot met geld.**
- **Rente speelt onder het NPC een minder grote rol.**
- **Deelnemers blijven risico's delen, zodat er geen pech- of gelukgeneraties ontstaan.**
- **Risicoaversie en gebrek aan vertrouwen in het systeem zijn de grootste uitdagingen onder het NPC.**
- **Goede communicatie met de deelnemers wordt belangrijker.**
- **De risicohouding van elk leeftijdscohort wordt een belangrijk startpunt voor de vaststelling van het beleggingsbeleid.**
- **Onder invloed van de jonge deelnemers zullen ESG en Klimaatverandering belangrijker worden.**

VOORZITTER:

Marthe Tuinstra, PGB Pensioendiensten

DEELNEMERS:

Dirk van de Geer, Psf. Hoogovens

Jules Koekkoek, a.s.r. Vermogensbeheer

René van de Merwe, Wealth Management Partners

Simon Perry, Alcentra, een boutique van BNY Mellon

Koen Ronda, IBS Capital Management

Markus Schaen, MN

Erik Schmahl, Rabobank Group

Foto: Cor Salverius Fotografie



VOOR EEN HOGER RENDEMENT IS MEER RISICO DURVEN NEMEN NOODZAKELIJK

Door Wim Groeneveld

Bijna een jaar geleden verklaarde de World Health Organization de uitbraak van COVID-19 tot een pandemie, met als gevolg dat de financiële markten in beroering raakten en overheden ongekend monetair en budgettair moesten ingrijpen. Door de lockdowns kwamen de rendementen van fixed income in belangrijke landen onder het niveau van vóór de crisis te liggen. Wat zijn nu de perspectieven voor vastrentende waarden en met welke uitdagingen hebben beleggers te maken? Gedurende deze Ronde Tafel werden de visies gedeeld.



Wat zijn de vooruitzichten voor fixed income?

René van de Merwe: 'In vergelijking met de afgelopen jaren zijn die niet positief. In sommige markten zijn de yields historisch gezien zelfs op het laagste punt aanbeland, wat lage directe rendementen zal opleveren. De kans bestaat ook dat de inflatie zal toenemen, wat in feite een tail risk is. Daarbovenop moeten we in Europa rekening houden met idiosyncratische risico's die weer oplaaien, bijvoorbeeld als gevolg van de Brexit, maar ook met de interne stabiliteit van de eurozone.'

Erik Schmahl: 'Ik vraag me af of we er zo zeker van kunnen zijn dat de centrale banken de rente zo laag kunnen houden als nu het geval is. Er zal een moment komen dat de rente omhoog schiet naar het niveau van twee jaar geleden. Ik ben er zeker van dat dit mogelijk is, met name als de economische

situatie weer normaal wordt. Ik geloof niet zozeer in een Japanscenario.'

Dirk van de Geer: 'De vooruitzichten zijn vrij somber. Er verandert weinig aan de spreads en de yields. Fundamenteel bekeken, is er geen goede reden te bedenken om te investeren in negatief renderende schulden. We doen dat eigenlijk alleen omdat we daartoe verplicht zijn en om ons balansrisico te beheren. Maar goed, ergens moet een bodem liggen voor yields.'

Koen Ronda: 'Ik vind het verstandig om onderscheid te maken tussen listed en private debt, omdat de ECB al veel geld heeft vrijgemaakt om listed debt-obligaties op te kopen. Ook kan er in bepaalde sectoren sprake zijn van inflatoire druk, zonder dat de rentes zullen bewegen, en dat heeft alles te maken met

> **Marthe Tuinstra** is sinds september 2015 werkzaam als Portfolio Manager Alternative Fixed Income binnen het External Mandates Team van PGB Pensioendiensten (voorheen Timeos). Daarvoor bekleedde zij commerciële functies bij AXA Investment Managers (van september 2012 tot en met augustus 2015) en Goldman Sachs Asset Management (van november 2007 tot en met augustus 2012). Tuinstra heeft een Bachelor of Economics en een Master of Financial Economics behaald aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam.





> Dirk van de Geer is sinds 2012 Senior Investment Manager bij Stichting Pensioenfonds Hoogovens. In die hoedanigheid is hij verantwoordelijk voor de strategie en invulling van de creditportefeuille van het pensioenfonds. Deze is geïnvesteerd in high yield bonds, leveraged loans, direct lending aan middle market companies en CLO debt. Hiervoor was hij Portfoliomanager bij Finles Capital Management, een hedge fund boutique in Nederland.

het nog steeds behoorlijk agressieve monetaire beleid. We zijn optimistisch over private debt. Banken trekken zich steeds meer terug in private market-leningen, vooral wanneer sprake is van complexiteit van bedrijfsleningen. Ik geloof dat de situatie heel anders is voor private debt dan voor listed debt, alleen al omdat het monetaire beleid Main Street minder bereikt. Wat betreft fixed income is er dus sprake van twee verschillende gezichten.'

Wat zijn de belangrijkste uitdagingen voor fixed income-beleggers in de komende jaren?

Markus Schaen: 'Voor vastrentende beleggers is de grootste uitdaging om gedisciplineerd te blijven. De search for yield gaat door. Sommige beleggers lijken ronduit wanhopig op zoek naar rendement. Discipline is nodig om te voorkomen dat er meer risico wordt genomen dan voor hen acceptabel en veilig is. En ook om te voorkomen dat ze in te complexe producten stappen zonder de noodzakelijke kennis te hebben.'

Jules Koekkoek: 'Ik ben het volledig eens met Schaen wat betreft de search for yield en het belang van gedisciplineerd blijven. Je ziet een ontkoppeling tussen spreads en fundamentals, waarbij spreads krappert worden en yields dalen.'

Simon Perry: 'Als een hoger rendement nodig is om aan hun liabilities te voldoen, dan zullen beleggers moeten kiezen waar ze risico nemen.'

Schmahl: 'Liquiditeit is best een issue. Aan het begin van 2020 keken veel beleggers naar veilige assets om in te beleggen en schrokken ze terug voor categorieën zoals high yield. Misschien met een goede reden, maar toen de pandemie om zich heen greep in maart was het ook onveilig als je was belegd in investment grade euro corporate debt met een duration van één

tot vijf jaar. Een daarop gerichte ETF ging 9% in koers onderuit. Veiligheid is een erg relatief begrip geworden.'

We zitten nu al lange tijd in een situatie met lage rentes. Verliest fixed income zijn bufferfunctie?

Van de Merwe: 'Fixed income verliest zeker aan waarde als buffer, maar vastrentende waarden zullen altijd een zinvolle component van een beleggingsportefeuille blijven, onder meer vanwege de beperkte(re) drawdown-risico's. Ze kunnen daarmee als uitstekende funder fungeren van capital calls op de private markten, juist in tijden dat andere categorieën grote drawdowns kennen.'

Van de Geer: 'Wat is nog de rol van vastrentende waarden in je portefeuille? Voor pensioenfonds is het duidelijk: die moeten hun balansrisico managen. Maar wat zijn de fundamentele beweegredenen om te beleggen in negatief renderende vastrentende waarden indien hiervan geen sprake is? Na verloop van tijd verlies je geld en dan kun je niet meer echt spreken van een bufferfunctie.'

Ronda: 'Het is afhankelijk van hoe je klantenkring eruit ziet. Als cliënten minder goed in staat zijn met volatiliteit om te gaan en ertoe neigen in hoog volatiele tijden keuzes te maken die suboptimaal zijn, dan is dat in zekere zin een argument om hen nog steeds te laten investeren in vastrentende waarden met een lage rente. Veel particuliere beleggers worden bovendien nog steeds zenuwachtig als er hoge volatiliteit optreedt. Dus ik denk dat fixed income nog altijd een beschermende functie heeft in periodes van neergang, maar volmaakt risicobeheer zal er niet meer zijn.'

Koekkoek: 'Wij investeren grotendeels voor een verzekeringsmaatschappij. De Solvency II-regelgeving vereist dat we voldoen aan onze liabilities. Fixed income speelt daarbij een zeer belangrijke rol. Daarnaast is fixed income relatief stabiel qua cashflows en drawdown risks in vergelijking met risicovollere beleggingen. Vastrentende waarden, met name staatsobligaties, zijn een belangrijke bron van liquiditeit, die

Voor vastrentende beleggers is de grootste uitdaging om gedisciplineerd te blijven.

institutionele beleggers nodig kunnen hebben, hetzij voor derivaten, hetzij voor betalingen aan polishouders of leden van een pensioenfonds, hetzij om andere redenen.'

Hoe kunnen beleggers in vastrentende waarden zich beschermen tegen het risico van een stijgende inflatie en tegelijkertijd dealen met een laagblijvende nominale rente?

Schmahl: 'Je zou natuurlijk index-linked bonds kunnen kopen. Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) hebben het goed gedaan in 2020. Over het geheel genomen zullen die een bescherming geven als je Europa en de Verenigde Staten in ogenschouw neemt. Als je er rekening mee houdt dat de inflatie op de lange termijn gaat toenemen, en zoals de TIPS-markt nu is geprijsd, dan is er in de VS en Europa opwaarts potentieel voor deze effecten. Ze kunnen een goede hedge zijn en gunstig bijdragen aan de performance van je portefeuille.'

Van de Merwe: 'Er zijn duidelijk veel opties op het gebied van effecten met variabele rente. In private debt zien we veel variabele rentes, maar uiteindelijk blijft de hoofdsom van de leningen gevoelig voor inflatie. Variabele rente is dus niet zaligmakend.'

Ronda: 'Misschien is fixed income niet de asset class die de beste hedge vormt tegen inflatie. Je kan bijvoorbeeld ook kiezen voor vastgoed of andere asset classes die een aan de inflatie gekoppeld prijsmechanisme hebben ingebouwd. Kijk ook naar alternatieven buiten vastrentende waarden om je totale portefeuille te beschermen tegen mogelijke inflatie.'

Welke subcategorieën binnen fixed income zijn het meest aantrekkelijk? En gaat dat goed samen met jullie doelstellingen?

Perry: 'Private debt is een interessante manier om positieve inkomsten te genereren binnen een vastrentende portefeuille, met als bijkomend voordeel dat het een asset class met een floating rate is, zodat beleggers er ook voordeel bij hebben als de rente stijgt. Hogere rendementen gaan ten koste van de

Ik geloof dat de situatie voor private debt heel anders is dan voor listed debt, alleen al omdat het monetaire beleid Main Street minder bereikt.

liquiditeit in het geval van private debt, maar ook als je te maken hebt met een complexere asset class zoals CLO debt of gestructureerde credit.'

Van de Geer: 'Het hangt er natuurlijk van af of je het over onze matchingportfolio hebt of over onze return assets. In onze matchingportfolio is de opportunity set kleiner geworden. Er zijn ook meer beperkingen. Maar we zijn nog steeds positief op Nederlandse hypotheek, dus dat is door de jaren heen een vrij grote allocatie geweest in ons matching book. Bij onze return assets zijn we al jaren geleden in private debt gestapt, in het bijzonder in direct lending. Dat terrein kunnen we nog steeds erg waarderen. In 2020 hebben wij voor het eerst belegd in CLO debt vanwege de aantrekkelijke risico-rendementsverhouding. Het is een gebied dat door veel beleggers over het hoofd wordt gezien of juist schrik aanjaagt, omdat ze CLOs linken aan instrumenten die de basis vormden van de financiële crisis.'

Ronda: 'Ik vraag me af hoe jij de CLO-risico's ziet. Hoe weet je zo zeker dat risico's die er in het verleden waren met de collateralization bij deze instrumenten er niet meer zijn? Hoe weet je zeker dat ze structureel anders worden opgezet dan voorheen? Ik vind het nog steeds een uitdagende asset class.'

Van de Geer: 'Uiteraard zijn we er diep in gedoken en hebben we gekeken hoe CLO debt historisch gezien heeft gepresteerd en wat de risico-rendementsverhouding is. Die is bijzonder goed, zo blijkt. Vóór de financiële crisis was de structuur van deze beleggingsvorm al solide en ná de crisis is het er structureel alleen maar beter op geworden voor beleggers in de debt tranches. CLO debt wordt ten onrechte vergeleken met subprime hypotheek en daarom door veel beleggers gemeden.

> **Jules Koekkoek** is Senior Portfolio Manager in het Structured Investments Team bij a.s.r. Vermogensbeheer. Hiervoor werkte hij in een vergelijkbare rol bij Actiam sinds 2016. Koekkoek is zijn loopbaan in de financiële sector begonnen bij de Pension Advisory Group van Goldman Sachs in 2006 en heeft vervolgens diverse rollen vervuld in fixed income bij Lehman, UBS en Citi. Hij behaalde een MSc in Technische Bestuurskunde aan de TU Delft en een MSc (cum laude) in Economie aan de Erasmus Universiteit.



Foto: Archief a.s.r. Vermogensbeheer



> René van de Merwe is verantwoordelijk voor de managerselectie en monitoring binnen het Private Markets Team van Wealth Management Partners. Binnen dit team worden multi-manager funds beheerd en hiervoor worden private equity, private property en private debt managers geselecteerd. Van de Merwe is sinds 2011 actief in de financiële sector en werkte eerder bij MN in het managerselectie- en monitoringteam voor vastrentende waarden. Hij studeerde Finance & Investments aan de Erasmus Universiteit, is CFA Charterholder en rondde ook de CAIA-opleiding succesvol af.

De volatiliteit is wel hoger, maar dat hoeft geen probleem te zijn voor beleggers met een lange horizon.'

Welk instrument past het best bij vastrentende portefeuilles met het oog op de hervorming van het Nederlandse pensioenstelsel?

Schaen: 'Ik zou willen dat ik daar een antwoord op had. Ik lees artikelen en hoor wat andere mensen erover zeggen. Momenteel wil het nog weleens lijken alsof je luistert naar een paar economen die het niet eens lijken te zijn over wat het beste is en wat gaat werken. De jury is duidelijk nog in beraad. De econoom in me hoopt dat we in de toekomst minder hoeven te beleggen in negatief renderende instrumenten.'

Van de Geer: 'Misschien wordt de uitkomst niet wat het beste instrument zal zijn, maar wel dat we als pensioenfonds minder in negatief vastrentend hoeven te beleggen dan we nu doen. Ik hoop natuurlijk dat dit het resultaat van de hervormingen zal zijn. Het is nog niet glashelder wat precies de uitkomsten zijn, maar ik reken erop dat er meer ruimte komt voor spreadproducten.'

Wat zijn momenteel de belangrijke verschillen tussen publieke en private creditmarkten?

Perry: 'Private ondernemingen zijn over het algemeen kleiner dan ondernemingen die op de publieke creditmarkten lenen, al zijn er enkele uitzonderingen. Maar het echte verschil zit hem in de leverage. Private ondernemingen die in handen zijn van private equity funds hebben over het algemeen een grotere leverage dan hun tegenhangers op de publieke markten. Belangrijk is of ze een bedrijfsmodel hebben die de hogere mate aan leverage aankan. Je moet zeer gefocust zijn op de kracht van de onderneming, de veerkracht van de zakelijke propositie

Momenteel worden beleggers goed gecompenseerd voor de risico's van private debt.

en de achtergronddetails van de onderneming. Dat vraagt om een grondige analyse. Beleggen hierin zou kunnen worden gezien als risicovoller, maar onze ervaring is dat extra risico's goed worden beloond met hogere rendementen, die een eventuele toename van de verliezen in verband met wanbetalingen op de publieke markten ruimschoots compenseren.'

Ronda: 'Centrale banken hebben de afgelopen jaren heel veel geld in de economie gepompt. In dezelfde periode zijn de banken, in ieder geval in euro's, steeds minder gaan uitlenen aan bedrijven. Dat bood kansen aan private debt managers. Wij kijken op dit moment naar distressed debt en vanuit dat perspectief is het heel belangrijk te beoordelen welke bedrijven hulp nodig hebben, welke aan de rand van een faillissement staan, en welke alleen een moeilijke tijd doormaken. We zien dat het monetaire beleid heel wat bedrijven op Wall Street overeind houdt, maar bedrijven op Main Street hebben het zwaarder. We hebben een M&A-team dat veel contact heeft met ondernemers. Deze ondernemers beamen dat ze in de huidige markten moeilijker nieuwe schuldfinanciering bij de banken krijgen. Ook hier zie je dat Main Street momenteel nauwelijks profiteert van het monetaire beleid.'

Schmahl: 'Bij ons is het voor veel klanten nog steeds moeilijk om toegang te krijgen tot de private markten. Waarom zouden onze klanten niet in de gelegenheid moeten worden gesteld daarin te investeren? Grote banken, zoals die waarvoor ik werk, zijn echter terughoudend om dit soort producten als propositie aan klanten aan te bieden. We weten dat veel klanten het zullen waarderen, maar dat er altijd een aantal klanten zijn die zullen zeggen dat ze dergelijke beleggingsinstrumenten niet kunnen begrijpen of niet erg blij zijn met de liquiditeitssituatie. Daar stukt het dan. Dat is best jammer.'

Perry: 'In het merendeel van de private ondernemingen waarin wij investeren, hebben private equity-firma's een sterke positie. Dit is vaak goed voor de managementstructuur van die bedrijven, omdat ze een sterke governance opleggen aan de bedrijven die ze bezitten. Aan de andere kant streeft private equity vaak naar een maximale leverage in de kapitaalstructuur.'

Zijn niet-beursgenoteerde bedrijven risicovoller dan beursgenoteerde bedrijven?

Perry: 'Niet-beursgenoteerde bedrijven zijn risicovoller dan beursgenoteerde bedrijven, voornamelijk vanwege de kans op een toename van de leverage, waardoor het bedrijf minder bestand is tegenslagen te doorstaan. Maar dat betekent niet dat elk niet-beursgenoteerd bedrijf in de problemen komt op het moment dat er een terugval is. Er zijn een heleboel factoren waar je je aandacht op moet richten. Cruciaal is inzicht in het management van het bedrijf, de bedrijfsstrategie en de sector waarin wordt geopereerd. Deze zaken zijn kwantificeerbaar. Met ervaring kun je daar een goed oordeel over vellen. En ik herhaal het nog maar een keer: momenteel worden beleggers goed gecompenseerd voor de risico's van private debt.'

Hoe komt het dat private equity over het algemeen een geaccepteerde asset class is binnen een asset mix, maar dat dit niet geldt voor private debt?

Van de Geer: 'Ik constateer dat er in Nederland veel wordt gepraat en geschreven over private debt, maar de daad wordt veelal nog niet bij het woord gevoegd. Het lijkt erop dat het moeilijk is voor instellingen om private debt, en dan specifiek direct lending, in hun vermogensmix op te nemen. Dit verbaast mij eigenlijk een beetje, want uiteindelijk komt het grootste deel van wat er in de praktijk gebeurt neer op het geven van krediet aan bedrijven die eigendom zijn van private equity. Ik vind het ook moeilijk te doorgronden waarom het zo ingewikkeld is om private debt in een beleggingsportefeuille op te nemen, terwijl je al belegt bent in private equity. Het zou te maken kunnen hebben met het toegenomen belang van ALM. Er zijn weinig data voorhanden en er zijn geen benchmarks. Die factoren zitten de opname van private debt in de asset mix waarschijnlijk behoorlijk in de weg.'

Perry: 'Private equity levert hoge rendementen op en speelt al geruime tijd een rol in de portefeuilles van beleggers, maar als een klein bestanddeel met een alternatieve investeringsbestemming. Private debt is qua alternatieve allocatie minder populair door de

Vastrentende waarden zullen altijd een zinvolle component van een beleggingsportefeuille blijven, onder meer vanwege de beperkte(re) drawdown-risico's.

lagere rendementen. De erkenning dat private debt een secured asset class is die een grotere kapitaalbescherming biedt dan private equity, heeft beleggers echter aangemoedigd om private debt binnen hun vastrentende allocatie te houden in plaats van onder te brengen binnen hun alternatieve allocatie. Aangezien de rendementen van de meer traditionele vastrentende activa zijn afgenomen, is de animo toegenomen om private debt in dit deel van de beleggingsportefeuille op te nemen.'

Schaen: 'Het kost nogal wat doorlooptijd voordat een nieuw product aan de vermogensmix is toegevoegd. Zo moet kennis over de asset class worden opgedaan, dient een beleggingsstrategie te worden ontwikkeld, moeten klanten overtuigd en managers geselecteerd worden en dient de eigen organisatie ingericht te worden. Daarnaast willen wij niet te veel nieuwe asset classes tegelijk toevoegen. Binnen fixed income waren bij ons hypotheek de laatste nieuwe asset class die we konden toevoegen. We keken tegelijkertijd naar private debt, maar besloten het bij één toevoeging per keer te houden. Nu is infrastructure debt aan de beurt en private debt wordt de volgende. En als je de doorlooptijd relateert aan de lengte van de beleggingen en de gemoeide bedragen, dan valt het allemaal extreem mee. Onze infrastructuurleningen hebben net als onze hypotheek een maximale looptijd van 30 jaar en door het illiquide karakter hebben we ze zeer waarschijnlijk tot het einde in onze boeken. We beleggen voor enkele miljarden in hypotheek en voor infrastructuurleningen beginnen we met een allocatie van 2,5 miljard euro.'

Ronda: 'Ik stel vast dat klanten soms moeilijk doorgronden hoe private debt het doet qua risico-rendementsverhouding. Bij private equity snappen ze het wel: niet de meest veilige

> **Simon Perry** is Head of Business Development voor EMEA en Azië bij Alcentra, een boutique van BNY Mellon. Hij is sinds 2009 in dienst. Eerder was Perry betrokken bij de ontwikkeling van de Europese CLO-markt en had hij de leiding over de Europese CLO business bij UBS. Hij vervulde eenzelfde rol bij CIBC en Natixis. Hiervoor werkte hij in het Cross Asset Class Derivatives Marketing Team van CSFP, toentertijd de Derivatenspecialist van Credit Suisse. Perry is afgestudeerd in Mechanical Engineering aan Bath University.





Foto: Archief IBS Capital Management

> **Koen Ronda** is Senior Portfolio Manager bij IBS Capital Management. Hij is verantwoordelijk voor de private markets investments van IBS Fund Management, onderdeel van IBS Capital Allies. Op het Fund Management Platform wordt cliënten via IBS fund of funds exposure gegeven tot meerdere institutionele hoogwaardige investeringen en managers binnen private equity, private debt en infrastructure assets. Voorheen was Ronda bij IBS Portfolio Manager bij het beursgenoteerde team. Ook is hij voorzitter van het CFA-VBA Active Investing Committee.

belegging, maar wel hoge rendementen. Dus daar investeren ze dan graag een percentage van hun assets in. Bovendien zijn er verschillende soorten van private debt, die allemaal een andere positie innemen op de risico-rendementscurve. Het gebrek aan inzicht in de asset class maakt mensen soms terughoudend.'

Van de Merwe: 'De terughoudendheid heeft ook te maken met verschillende risicoprofielen van cliënten. Individuen en instellingen die bereid zijn tot het nemen van meer risico en illiquiditeit voor lief nemen, investeren graag in private equity en private property, maar zijn wat terughoudender met private debt vanwege het lagere rendementsperspectief. Defensievere investeerders die gematigde illiquiditeit kunnen dragen, prefereren juist wel private debt.'

Alternatieve vastrentende waarden vormen niet één asset class. Ze vormen verschillende subcategorieën, verschillende premies die je kunt verdienen en er bestaan verschillende soorten instrumenten. Hoe bepalen jullie of een alternatieve categorie geschikt is voor asset allocatie?

Koekkoek: 'Wij beschouwen alternatieve vastrentende waarden iets breder dan alleen private debt of direct lending aan middelgrote bedrijven. Projectfinancieringen, met name

van duurzame infrastructurele projecten, zien we ook als alternative fixed income. En zo zijn er meer voorbeelden te noemen. Doorslaggevende factoren zijn of we een liquiditeits- en/of complexiteitspremie kunnen realiseren, het juiste rendement kunnen behalen en onze ESG-doelstellingen kunnen bereiken.'

Van de Merwe: 'Bij ons geldt dat er echt sprake van illiquiditeit moet zijn en dat daarvoor een premie vergoed wordt. Daarnaast moet het mogelijk zijn de resultaten te controleren door meerderheidsposities in de schuldtranches in te nemen. Die combinatie vinden we in middle market private debt bij een aantal managers die zich hebben bewezen.'

Schaen: 'Naast de vraag of we voor de verschillende risico's ook voldoende gecompenseerd worden, kijken wij ook sterk naar de omvang van de markten en naar investeringsmogelijkheden. Kunnen we terecht voor een grote allocatie? Want we willen geen versnipperde vermogensmix en houden daarom het aantal verschillende producten beperkt. Voor ons is ook de plek in de kapitaalstructuur belangrijk. We gaan doorgaans voor de meer veilige posities in de kapitaalstructuur. Verder zoeken we diversificatie met betrekking tot de exposure naar nieuwe producten. Biedt het product ons exposure naar onderdelen van de economie waaraan de totale portefeuille nog maar beperkt is blootgesteld? Zo hebben we door hypotheek exposure naar consumenten gekregen en naar kleinere, niet publieke ondernemingen in het geval van private debt.'

Van de Geer: 'Een van de elementen die ook voor ons belangrijk is, is dat we er als pensioenfonds uiteindelijk van uitgaan dat we het in de basis zo eenvoudig mogelijk willen houden. Wij kennen de verschillende subcategorieën, maar investeren enkel in die categorieën die in onze ogen de meest aantrekkelijke risico-rendementsverhouding hebben en aansluiten bij de bestaande portefeuille. Dit laatste zorgt ervoor dat de complexiteit beperkt blijft. Daarnaast gaat het om substantie in relatie tot complexiteit. Wij investeren enkel in een bepaalde subcategorie indien dit op totaalniveau ook een substantiële bijdrage levert en daarmee de toegenomen complexiteit verantwoordt. Dit betekent dat je een bepaalde minimale



Foto: Cor Salverius Fotografie

allocatie vereist van enkele procentpunten. Zo ligt direct lending bij ons op dit moment rond de 4% op totaalniveau.'

Met wat voor uitdagingen worden jullie geconfronteerd bij het opnemen van private debt op jullie platforms?

Schaen: 'Public debt en private debt zijn twee totaal verschillende werelden. Voor private debt en andere vormen van alternative fixed income zijn andere skills nodig. Dit geldt niet alleen voor de managers en investment teams die in deze markten actief zijn, maar ook voor de mensen die de juiste managers moeten vinden en de beleggingen vervolgens gaan monitoren. Het geldt ook voor de verdere organisatie daarachter, zoals de mid- en backoffice en de administratieve processen en systemen. Daarnaast is de belegging vaak juridisch complexer, zeker als je niet via een fonds wilt beleggen, maar via een separaat mandaat. Een standaard Investment Management Agreement volstaat meestal niet. Voor onze infrastructuurleningen hebben we entiteiten moeten opzetten.'

Schmahl: 'Het is niet zo dat onze klanten die liquiditeit echt nodig hebben. Als je klanten uitlegt dat er verschillende manieren zijn om uit te stappen, dan kunnen ze er meestal mee instemmen. Maar over het geheel genomen betekent het voor ons dat het vrij moeilijk is al die portefeuilles afzonderlijk te beheren, dus wat je wilt doen, is dezelfde portefeuille voor meer groepen klanten beschikbaar krijgen. En daarom heb je veel liquiditeit nodig.'

Van de Merwe: 'Belangrijk is te investeren in mensen die diepgaande kennis hebben van zowel de beleggingscategorie als van de specifieke eigenschappen van de private markten. Door de lange tijdshorizon van de investeringen is het bij de selectie van managers extra belangrijk dat juridische voorwaarden genoeg ingrijpbaarheden bieden aan de investeerder. Daarnaast is het essentieel om de operationele capaciteiten te hebben om het proces rondom capital calls en distributies efficiënt in te richten.'

Perry: 'Bij closed-ended funds is liquiditeit een issue. Het duurt nogal even voordat je daaruit je geld kunt terugtrekken. Voor een

pensioenfondsbelegger, of een grote institutionele belegger, is het beheer van de liquiditeit in de gehele portefeuille daarom van belang. Maak een onderscheid tussen wat je doet in closed-ended funds en wat je doet in liquide funds en beheer de liquiditeit uit je eigen portefeuille. Differentieer.'

Voor welke risico's moeten beleggers bij beleggen in private debt het meest op hun hoede zijn?

Van de Merwe: 'Dat debt-risico's toenemen zonder dat dit aan de oppervlakte zichtbaar wordt, bijvoorbeeld doordat bestaande convenanten losser worden geformuleerd of dat financiële kengetallen, zoals EBITDA's, te positief worden voorgesteld. Ik denk dat het voor het selecteren van een manager een goede strategie is om naast het gebruikelijke onderzoek naar de gehele portefeuille van de manager in te zoomen op een klein aantal casestudies en daarbij de genoemde risico's te onderzoeken. Daarnaast zijn er in Europa nog behoorlijk wat onervaren managers die nog niet klaar zijn voor het navigeren door een economische recessie.'

Perry: 'Aangezien private debt een illiquide asset class is, is het belangrijk om in de eerste plaats de juiste investeringsmogelijkheden te selecteren. Private debt is erg moeilijk te verhandelen als er iets misgaat. De markt is erg concurrerend geworden. Veel managers concurreren om deals. Er is een pikorde en er is een hiërarchie. De managers aan de top van de pikorde zijn in staat de beste deals te selecteren en degenen die onderaan zitten, worden gedwongen het beste van wat er overblijft te accepteren. Ik denk dat het belangrijkste wat bijdraagt aan de kwaliteit van een portefeuille is om te werken met een manager die in staat is te kiezen uit het grootst mogelijke universum van beleggingsmogelijkheden.'

Zijn er kostenefficiënte manieren om in deze markt te investeren?

Van de Geer: 'Private debt is een aanzienlijk duurdere asset class dan andere asset classes. Dat heeft te maken met het feit dat het veel arbeidsintensiever is. Kostenefficiëntie kun je

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



Foto: Archief MN



> Erik Schmahl werkt als Senior Investment Strategist bij Rabobank. Hij is in 1990 begonnen bij FDA als beleggingsanalist voor de toenmalige NMB, participeerde in 1995 in het Investment Committee van ING Bank, werd in 1997 Beleggingsstrateeg bij Schretlen, waar hij zich vanaf 2003 richtte op credit en rates. Sinds 2009 werkt hij bij de Beleggingscompetence van Rabobank, met als specialisatie vastrentende waarden.

bereiken door te onderhandelen over de voorwaarden. Je kunt met managers van mindere kwaliteit in zee gaan, maar of je dat nou echt moet willen, is de vraag. Ik ben ervan overtuigd dat je nettorendement daar niet beter van wordt.'

Ronda: 'Het is niet wijs om eendimensionaal naar kosten te kijken. Kijk ook naar de netto performances. Beoordeel dan of de manager het waard is om zaken mee te doen en de kosten bij te maken.'

Schaen: 'Kosten zijn cruciaal voor pensioenfondsen. Gezien de grote vraag naar private debt is de onderhandelingspositie van een individueel fonds niet zo sterk tegenover de managers. Die kunnen vaak kiezen uit vele beleggers. Misschien is het wat als pensioenfondsen hun krachten bundelen om efficiënter en goedkoper de private markt in te gaan.'

Kunnen fixed income-beleggers de bedrijven die ze financieren positief beïnvloeden op het gebied van ESG?

Schmahl: 'Je kunt misschien niet stemmen zoals bij aandelenbeleggers vaak het geval is, maar je kunt wel engagement tonen en in gesprek gaan. Dat is echt een weg voor debt investors om verder in te slaan. Het is zinvol om elke CFO

Public debt en private debt zijn twee totaal verschillende werelden. Voor private debt en andere vormen van alternative fixed income zijn andere skills nodig.

ervan te doordringen ESG-aspecten serieus te nemen, omdat dit voor hem duidelijk betere yields oplevert. Dat zie je ook terug bij social en green bonds.'

Koekkoek: 'Het blijft niet beperkt tot invloed uitoefenen op bedrijven en overheden die actief zijn op de publieke markten. Private markten bieden ook volop mogelijkheden om ESG-doelstellingen daadwerkelijk te realiseren. Je kunt je daarbij eventueel toespitsen op specifieke SDGs. Bijvoorbeeld via projectfinanciering. In de hoek van hernieuwbare energie worden zo in het kader van de energietransitie miljarden opgehaald om offshore windmolenparken te bouwen. Ik durf zelfs te beweren dat de private markten eigenlijk veel geschikter zijn om ESG-doelstellingen te behalen dan om dit middels financiering op de publieke markten te doen.' «

CONCLUSIE

Voor vastrentende beleggers is het een grote uitdaging om gedisciplineerd te blijven in deze tijd. De search for yield gaat ook in fixed income onverminderd door. Sommige institutionele beleggers kijken daarom naar complexere producten die meer rendement opleveren, maar daarvoor is wel veel expertise nodig. Daarnaast is het zaak de juiste managers te vinden. Maar voor een hoger rendement is ook meer risico nemen noodzakelijk. Dus het is kiezen of delen. Private debt en CLO debt kunnen interessante categorieën

zijn om positieve inkomsten mee te genereren binnen een vastrentende portefeuille. De hogere rendementen die daarmee behaald worden, gaan echter ten koste van de liquiditeit. Hoe dan ook is de vastrentende markt sterk aan het evolueren. De asset allocatie qua fixed income beweegt mee. Van de hervorming van het Nederlandse pensioenstelsel hopen pensioenfondsen in elk geval dat ze in de toekomst minder hoeven te beleggen in negatief renderende instrumenten.



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

COLUMN

Beleggingsrestricties pensioenfondsen: balanceren tussen toezichtrecht en civiel recht?

In de praktijk rijst regelmatig de vraag of een Nederlands pensioenfonds derivatentransacties en effectenfinancieringstransacties mag aangaan en wat de consequenties zijn van het aangaan van een niet-toegestane transactie.

Pensioenfondsen beleggen de aan hen toevertrouwde middelen en houden zich in dat verband ook bezig met het aangaan van derivatentransacties, al dan niet gecureerd door het verstrekken van onderpand. Verder benutten pensioenfondsen veelvuldig hun beleggingsportefeuilles om effectenfinancieringstransacties te verrichten. Effectenfinancieringstransacties zijn onder meer (reverse) repo-transacties in effecten, sell/buy backs, buy/sell backs, verstrekte en opgenomen effectenleningen (securities lending en securities borrowing transactions). Voor alle genoemde typen financiële contracten geldt dat ze in de praktijk worden beheerst door standaardvoorwaarden in de vorm van raamovereenkomsten. OTC-derivaten worden meestal aangegaan op basis van de ISDA Master Agreement. Repotransacties, sell/buy backs en buy/sell backs in effecten worden in de regel aangegaan op basis van de Global Master Repurchase Agreement (GMRA). Securities lending en securities borrowing-transacties plegen te worden aangegaan op basis van de Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA).

Een pensioenfonds moet een beleggingsbeleid voeren dat in overeenstemming is met de prudent person-regel en waarbij de waarden worden belegd in het belang van aanspraak- en pensioengerechtigden. De waarden moeten op zodanige wijze worden belegd dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel zijn gewaarborgd. Verder moeten de beleggingen hoofdzakelijk op gereguleerde markten plaatsvinden. Beleggingen in waarden die niet tot de handel op een gereguleerde financiële markt zijn toegelaten, dienen tot een prudent niveau te worden beperkt. Beleggingen in derivaten zijn toegestaan voor zover deze bijdragen aan een vermindering van het risicoprofiel of een doeltreffend portefeuillebeheer vergemakkelijken. Daarbij moet een bovenmatig risico met betrekking tot een en dezelfde wederpartij en tot andere derivatenverrichtingen worden vermeden. De waarden

waarin wordt belegd, moeten naar behoren zijn gediversificeerd. Een pensioenfonds mag in beginsel geen geldleningen opnemen en kan daardoor slechts op beperkte schaal repotransacties aangaan als verkoper. Een pensioenfonds mag ook niet namens derde partijen optreden als garant en is daardoor beperkt in de mogelijkheid om credit default swaps aan te gaan als protection seller.

Een door een pensioenfonds aangegane derivatentransactie of effectenfinancieringstransactie kan doeloverschrijdend zijn omdat de statuten van het pensioenfonds een dergelijke transactie met zoveel woorden verbieden of omdat een dergelijke transactie niet in het belang is van het pensioenfonds. De transactie is daarmee vernietigbaar door het pensioenfonds of zijn faillissementscurator als de wederpartij wist of zonder eigen onderzoek moest weten dat de transactie doeloverschrijdend was. De pensioenwetgeving stelt eveneens grenzen aan de bevoegdheid van pensioenfondsen tot het aangaan van derivatentransacties en effectenfinancieringstransacties. Ik verwijs naar de zojuist genoemde beperkingen ten aanzien van het gebruik van derivaten, het leenverbod en het garantieverbod. De pensioenwetgeving verbindt echter geen civielrechtelijke sancties aan het overtreden van deze regels. Onzeker is of het aangaan van dergelijke transacties in strijd met de pensioenwetgeving leidt tot nietigheid of vernietigbaarheid op grond van art. 3:40 BW. Dit artikel bedreigt verboden rechtshandelingen met nietigheid of vernietigbaarheid, maar is niet van toepassing op wetsbepalingen die niet de strekking hebben de geldigheid van daarmee strijdige rechtshandelingen aan te tasten. Of de beleggingsrestricties voor pensioenfondsen die strekking hebben, is onduidelijk. Strijd met de pensioenwetgeving kan echter in ieder geval resulteren in doeloverschrijding en daarmee in vernietigbaarheid, omdat het aangaan van verboden transacties niet in het belang van het pensioenfonds kan zijn. Het blijft dus opletten! «

BACKCASTING: MEER IMPACT BIJ MAATSCHAPPELIJK VERANTWOORD BELEGGEN

Door Adam Barszczowski

Pensioenfondsen worden door toezichthouders en de maatschappij streng beoordeeld op hun MVB-beleid. Een strategische planning met Backcasting-kenmerken blijkt de impact van pensioenfondsen op samenleving en milieu in positieve zin te beïnvloeden.

Van pensioenfondsen wordt meer verwacht op het vlak van Maatschappelijk Verantwoord Beleggen (MVB). Dit vraagt om nieuwe vaardigheden en aandacht. Pensioenfondsen verschillen van elkaar in hun aandacht voor MVB. Bepaalde pensioenfondsen zijn trendvolgers en voldoen voornamelijk aan de geldende wettelijke regels. Hun basisbeleid op MVB-gebied beperkt zich tot bepaalde beleggingsinstrumenten, bijvoorbeeld uitsluitingen. Andere pensioenfondsen gebruiken meer impactvolle beleggingsinstrumenten en hanteren een complexer MVB-beleid. Tot slot

zijn er pensioenfondsen die elk jaar een vooruitstrevend MVB-beleid hebben. Zij gebruiken en implementeren instrumenten zoals best-in-class en impactbeleggen.

Ik heb onderzoek gedaan naar de invloed van verschillende strategische planningskenmerken op het MVB-beleid van Nederlandse pensioenfondsen. De literatuur onderscheidt drie gedefinieerde strategische planningskenmerken: Backcasting, Forecasting en Foresight. Het gehanteerde MVB-beleid van pensioenfondsen blijkt samen te hangen met deze strategische planningskenmerken.

Backcasting is een methode waarmee een wenselijk toekomstscenario wordt gecreëerd. De beleidsmaker kijkt naar de huidige impactgrootte van het pensioenfonds vanuit dit wenselijk toekomstscenario. De focus ligt op hoe deze gewenste toekomst kan worden bereikt. De beleidsmakers stellen een vervolgplan op en ontwikkelen middelen die naar die gewenste toekomst leiden.

Backcasting is een beproefde methode. Overheidsinstanties, NGO's, ondernemingen en intergouvernementele instanties gebruiken Backcasting bij maatschappelijke en duurzaamheidsvraagstukken. In plaats van te voorspellen, richt Backcasting zich op het bereiken van een gewenste toekomstige uitkomst. Backcasting wordt regelmatig ingezet als een geïntegreerde benadering

van duurzaamheidsvraagstukken. Stakeholders zijn bij dit proces van groot belang vanwege hun (context)kennis en wensen. Het betrekken van stakeholders zorgt voor draagvlak bij de te nemen vervolgstappen om de gewenste uitkomst te bereiken.

Een voorbeeld van Backcasting is het in Nederland gestarte Duurzaam Technologie Ontwikkelingsprogramma. Dit programma was gericht op het ontwikkelen van nieuw eiwitrijk voedsel (NPF) als alternatief voor vlees. De sleutel van de uitgewerkte toekomstvisie was dat nieuwe eiwitrijke voedingsmiddelen voldoen aan de eis van 20% minder impact op het milieu dan varkensvlees. Het NPF-Backcasting-experiment heeft geresulteerd in een normatieve toekomstvisie en in betrokkenheid en commitment van een breed scala aan belanghebbenden. Dit heeft bijvoorbeeld geleid tot het ontwikkelen van het vleesalternatief van Valess, dat door FrieslandCampina op de markt wordt gebracht. In de jaren na die markt-introductie is de markt voor vleesvervangers meer dan verdubbeld. Pensioenfondsen hebben in dit initiatief niet geparticipeerd, maar konden wel via impact-investeringen hun bijdragen leveren.

Forecasting daarentegen geeft houvast voor de toekomst door trends vanuit het verleden door te trekken. Het helpt belanghebbenden beslissingen en acties dienovereenkomstig



Adam Barszczowski

te plannen. Het beleid wordt daarbij enigszins passief aangepast op basis van het voorspelde toekomstscenario. Deze methode werkt goed als de problemen eenvoudig en niet multifactorieel van aard zijn. Slechts enkele variabelen worden hierbij gebruikt voor het bepalen van strategie.

In tegenstelling tot Forecasting, hebben beleidsmakers bij Backcasting meer mogelijkheden om een eigen visie te ontwikkelen. Dit stimuleert een actieve deelname aan het creëren en bereiken van de gewenste toekomst.

Foresight richt zich op kennistoename van de mogelijke toekomst door continu onderzoek te doen naar verschillende mogelijkheden. Pensioenfondsen willen begrijpen waarom en hoe ontwikkelingen zullen of kunnen plaatsvinden en welke factoren en actoren daarbij een belangrijke rol spelen. Hierdoor nemen beleidsopties en ontwikkelingskansen toe. Foresight kan goed worden ingezet bij een onzekere huidige context. Er worden dan levensvatbare strategieën en kansen geïdentificeerd door op verschillende gebieden naar de verre toekomst te kijken. Het benutten van de geïdentificeerde kansen leidt naar verwachting tot financiële en maatschappelijke voordelen.

Om de invloed van de gehanteerde strategische planningskenmerken op de impact van het MVB-beleid te onderzoeken, heb ik interviews afgenomen. Drie groepen respondenten zijn hierbij geïnterviewd: bestuurders van pensioenfondsen, externe MVB-adviseurs en fiduciair managers. Het werden in totaal twaalf interviews. Zes patronen van strategische planningsbenadering zijn onderscheiden die een rol spelen in het MVB-beleid. Pensioenfondsen hanteren verschillende investeringsinstrumenten om hun beleidsdoelen te realiseren, afhankelijk van de reikwijdte van hun MVB-beleid.

De analyse van de interviews heeft geleid tot de volgende conclusies:

- De ingezette MVB-instrumenten variëren op basis van de kenmerken in de gehanteerde strategische planning.

Pensioenfondsen die een ambitieuzer MVB-beleid willen, wordt geadviseerd Backcasting te hanteren in hun strategische planning.

Impactvolle instrumenten, waaronder impactinvesteringen en best-in-class, worden gebruikt bij een strategische planning met Backcasting-kenmerken. Beleidsmakers van deze pensioenfondsen houden bijvoorbeeld rekening met maatschappelijke problemen die moeten worden opgelost. Daarnaast creëren of ondersteunen ze in het bereiken van een wenselijke duurzame toekomst. Tot slot wordt ook de achterban actief betrokken en inventariseren ze maatschappelijk relevante onderwerpen van eigen deelnemers.

- Pensioenfondsen die (beleggings)kansen zoeken, doen dit vanuit de overtuiging dat dit leidt tot betere beleggingsresultaten. Het blijkt dat deze pensioenfondsen ook meer vooruitstrevende instrumenten gebruiken, bijvoorbeeld best-in-class-investeringen.
- Wanneer de strategische planning kenmerken vertoont van trends volgen en zich daaraan aanpassen, worden geen progressieve instrumenten gebruikt. Het MVB-beleid van deze pensioenfondsen heeft een minder grote reikwijdte en ze hanteren eenvoudige MVB-instrumenten.
- Tot slot leidt de overtuiging van beperkte eigen mogelijkheden tot een lager gebruik van complexe beleggingsinstrumenten. Strategische planningsbenaderingen hebben invloed op het MVB-beleid. Een Forecasting-benadering leidt veelal tot de overtuiging van beperkte mogelijkheden in het realiseren van een grote maatschappelijke impact. Een voorbeeld is de

overtuiging dat met een kleine omvang van vermogen weinig of geen impact kan worden gerealiseerd. Deze pensioenfondsen houden zo een lage maatschappelijke impact.

Om de maatschappelijke impact te verhogen, geeft mijn onderzoek aan dat meer gerichte opleiding(en) voor beleidsbepalers op het gebied van MVB-mogelijkheden belangrijk is. MVB is bovendien een onderwerp dat pas recentelijk zichtbare aandacht heeft gekregen. Kennistoename leidt tot de overtuiging dat er mogelijkheden zijn om impact te bewerkstelligen met het eigen MVB-beleid. Kansen om een grotere impact te bewerkstelligen, worden door deze overtuiging eerder gesignaleerd en benut. Verder stimuleert een gerichte MVB-opleiding het out-of-the-box-denken. Deelnemers van pensioenfondsen kunnen een belangrijke rol spelen bij maatschappelijke vraagstukken. Het betrekken van deelnemers draagt bij aan nieuwe aanvullende inzichten en creëert meer draagvlak voor MVB. Eveneens kan het een kader vormen voor maatschappelijk verantwoord beleid. Het advies is deelnemers breed te betrekken bij het testen van hun overtuigingen en wensen. Daardoor ontstaat meer legitimiteit voor de gemaakte beleidskeuzes.

Pensioenfondsen die een ambitieuzer MVB-beleid willen, wordt geadviseerd Backcasting te hanteren in hun strategische planning. Hierdoor ontdekken ze ook welke strategische benaderingskeuzes (beter) passen bij de eigen overtuigingen. Allereerst wordt hierbij bepaald welke maatschappelijke problemen ze het liefst willen oplossen. Een wenselijk toekomstscenario wordt gecreëerd. Daaropvolgend wordt naar mogelijkheden gezocht voor het oplossen van de relevante maatschappelijke vraagstukken. Op deze wijze kan een pensioenfonds met een hoge maatschappelijke impact bijdragen aan de (gewenste) toekomst. «

Dit artikel werd geschreven door Adam Barszczowski, Bestuurder bij het Pensioenfonds voor Fysiotherapeuten.

DE IMPACT VAN KLIMAAT-RISICO'S OP PENSIOENFONDSEN

Door Arjen Pasma en Eugenie Hol

Klimaatrisico raakt pensioenfondsen op tal van terreinen en pensioenfondsbestuurders zullen hierover verantwoording moeten afleggen. Het klimaatrisico verdient daarom een plek in de strategievorming, de eigenrisicobeoordeling en het beleggingsbeleid.

Klimaatrisico is een hot topic, ook voor pensioenfondsen. In het recente Global Risk Report van het World Economic Forum wordt klimaatrisico aangeduid als een key risk voor de komende jaren met een flinke impact op de financiële markten, de reële economie en het draagvlak van de maatschappij voor goederen en diensten die slecht zijn voor het milieu en de ontwikkeling van het klimaat in het bijzonder. Daarmee is klimaatrisico niet alleen een risico dat de beleggingsportefeuille van een pensioenfonds raakt. Een pensioenfonds moet ook rekening houden met de impact van klimaat op de sector of de onderneming waarvoor het pensioenfonds werkt en met het maatschappelijke draagvlak voor de keuzes die een pensioenfonds maakt.

Vanuit DNB komt er nadrukkelijk meer aandacht voor ESG-risico's, waaronder het klimaatrisico. Dit wordt een vast thema tijdens toetsingsgesprekken. DNB zal de beleggingsportefeuilles van pensioenfondsen gaan doorlichten op risico's op het gebied van klimaat en biodiversiteit. Ook zullen pensioenfondsen te maken krijgen met meer standaarden en regelgeving met betrekking tot hoe ze omgaan met klimaatrisico in hun bedrijfsvoering, de risico-rendementsafwegingen in de beleggingsportefeuilles en de keuzes die fondsen maken in het nastreven van SDGs. Daarnaast zien we dat de deelnemers klimaatrisico in toenemende mate als een belangrijke afweging beschouwen in de keuzes die pensioenfondsen maken.

Dit artikel geeft een overzicht van de relevante ontwikkelingen op klimaatrisicogebied en pleit ervoor hier adequaat en tijdig aandacht aan te geven binnen de strategie en de risicobeheersing van de pensioenfondsen. Eerst wordt toegelicht wat klimaatrisico's zijn en welke klimaatrisicoregelgeving op pensioenfondsen afkomt en voorts worden handreikingen gegeven voor de inbedding van het klimaatrisico in de strategie van het eigen pensioenfonds.

KLIMAATVERANDERING IN CONTEXT GEPLAATST

Klimaatrisico dient eerst gedefinieerd te worden. Een veel gemaakt en bruikbaar onderscheid is dat tussen fysiek risico en transitierisico. Daarnaast benoemen we juridisch en reputationeel risico. Fysiek klimaatrisico is het risico op verliezen

als gevolg van de directe fysieke impact van klimaatverandering. Denk hierbij aan de schade aan de beleggingsportefeuille als gevolg van stormen, hittegolven, bosbranden en overstromingen. Dit type schade is niet nieuw, maar zal naar verwachting door klimaatverandering wel vaker optreden en meer impact hebben.

Met transitierisico bedoelen we de risico's die veroorzaakt worden door de overgang naar een fossielarme economie. Bedrijven zullen bedrijfsvoering en producten moeten verduurzamen. Dit kan uit vrije wil, afdwongen door de overheid en consumenten, of door voortschrijdende technologie. Transitierisico wordt met name gevoeld bij een abrupte en ingrijpende afgedwongen transitie naar een duurzame economie.

Onder juridisch risico verstaan we het risico op aan het klimaat gerelateerde aansprakelijkheidsschade aan bedrijven in de beleggingsportefeuille, bijvoorbeeld doordat deze milieuschade hebben veroorzaakt, niet voldoen aan transparantieverplichtingen of zich onvoldoende hebben ingespannen om te verduurzamen en hiervoor worden aangeklaagd door belanghebbenden. Ook wanneer geen sprake is van financiële schade, bestaat onverminderd het risico op reputatieschade.

KLIMAATVERANDERING IN RELEVANTE WET- EN REGELGEVING

Verduurzaming door financiële instellingen is steeds minder een keuze en wordt steeds meer een verplichting. Omdat de lat door de



Arjen Pasma

wetgever en de toezichhouder hoog wordt gelegd en in beweging is, dienen bedrijven en financiële instellingen ook steeds hun eigen doelen te herijken.

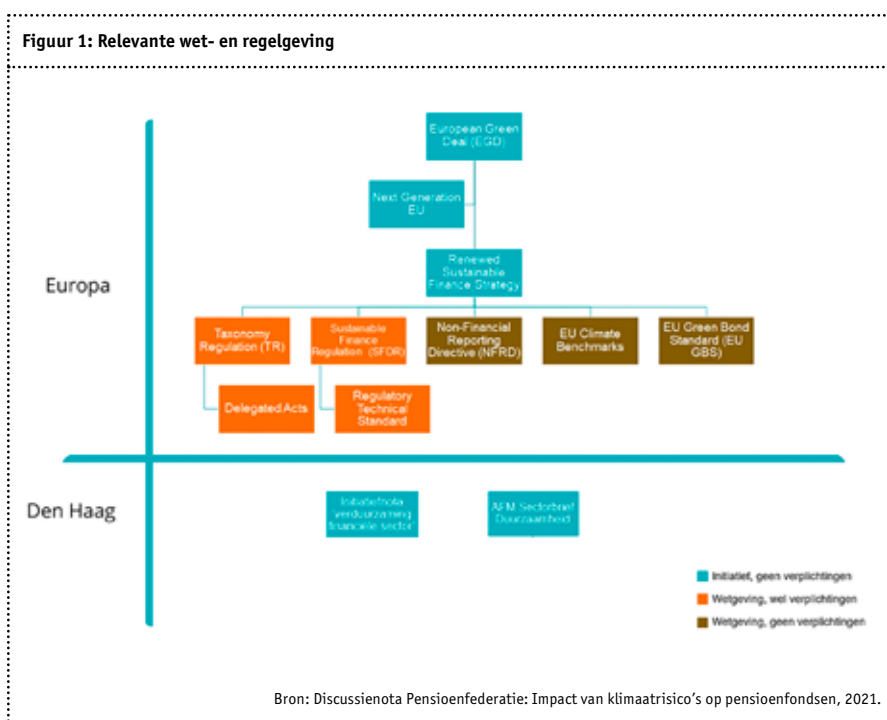
De Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) en de Taxonomy Regulation (TR) hebben de meest directe impact op pensioenfondsen en hun vermogensbeheerders. Om te beginnen bepaalt de SFDR dat er verschillende nieuwe rapportageverplichtingen gaan gelden voor financiële instellingen. Volgens deze verordening moeten financiële instellingen uiterlijk vanaf juni 2021 rapporteren over hoe duurzaamheidsrisico's en negatieve impact van beleggingen een plek krijgen in de beleggingsbesluitvorming. Deze bepalingen hebben vooral impact op de vermogensbeheerders en niet (direct) op Nederlandse pensioenfondsen. Alle financiële instellingen, inclusief pensioenfondsen en hun vermogensbeheerders, moeten vanaf maart 2021 informatie geven over financiële producten met een specifieke duurzaamheidsfocus. Deze informatie dient op de website, in precontractuele documenten en/of in officiële verslagen van financiële instellingen te worden gerapporteerd.

De TR is er daarentegen op gericht dat eenduidig vast te stellen is of een economische activiteit als 'groen' mag worden beschouwd of niet. De TR vereist dat financiële instellingen rapporteren welk percentage van hun vermogen in lijn is met de EU-taxonomie. In feite betekent dit dat pensioenfondsen en hun uitvoerders moeten rapporteren welk percentage van de beleggingen groen is. De eerste verplichtingen, over de eerste twee van de in totaal zes klimaatdoelstellingen, gelden vanaf december 2021. Voor de overige vier klimaatdoelen gelden de verplichtingen vanaf december 2022.

Verder zijn op basis van de IORP II-richtlijn wijzigingen in de bestaande regelgeving aangebracht. Zo moet bij het opstellen van de eigenrisicobeoordeling rekening worden gehouden met klimaatrisico's en moeten deelnemers worden geïnformeerd of en hoe rekening wordt gehouden met ESG-factoren.

EEN STRATEGISCHE BLIK OP KLIMAATRISICO

Het denken over klimaatontwikkelingen en



de daarmee samenhangende risico's vult de traditionele beleggingsoptiek bij pensioenfondsen in twee opzichten aan. In de eerste plaats levert het de onderkenning op dat het traditionele kader slechts ten dele rekening houdt met klimaatrisico's. In de tweede plaats is er het vraagstuk in hoeverre pensioenfondsen zich inzetten om de wereld te verbeteren dan wel om hun eigen reputatie te behouden of te verbeteren.

Ten aanzien van het eerste perspectief zal het pensioenfonds klimaatgerelateerde ontwikkelingen en bijbehorende risico's moeten integreren in zijn ALM-beleid, beleggingsbeleid en risicomanagement. Pensioenfondsen zullen moeten beoordelen in hoeverre hun risicotolerantie en gebruikelijke risicomaten geschikt zijn om met klimaatrisico om te kunnen gaan. Dit geldt voor zowel pensioenfondsen die actief de wereld willen verbeteren als voor pensioenfondsen die dit niet of minder als hun opdracht zien.

Het tweede perspectief, dus óf en, zo ja, hoe pensioenfondsen een bijdrage willen leveren aan het tegengaan van klimaatverandering, is aan het pensioenfonds om in te vullen. Het tegengaan van klimaatverandering is weliswaar in het eigen belang van pensioenfondsen, maar daarmee is het nog niet hun verantwoordelijkheid. Dat neemt niet weg

dat diverse pensioenfondsen een maatschappelijke verantwoordelijkheid voelen en met hun beleggingskeuzes een 'force for good' willen zijn. Zeker daar waar financiële en maatschappelijke rendementen samengaan, is het gewenst dat beleggers proberen hun positieve impact te vergroten.

Bij het tweede perspectief dient het pensioenfonds te bepalen welke doelen (SDGs en thema's) het fonds wil nastreven en hoe het dit wil monitoren. In het beleggingsbeleid kunnen deze doelen



Foto: Archief PWT

Eugenie Hol

worden vormgegeven door te alloceren naar zogeheten 'beleggingen in oplossingen'-portefeuilles, waarin alleen de winnaars van de klimaattransitie worden opgenomen, en kunnen benchmarks zoals het EU Climate Benchmark-label worden toegepast. In de mandatering van de uitvoerder kunnen klimaat-impact gerichte beleggingsrestricties meegegeven worden. Denk aan de begrenzing van de CO₂-uitstoot en een minimale allocatie naar green bonds, of het meegeven van actieve ruimte om te kunnen inspelen op het klimaatrisico. Het pensioenfonds en/of de uitvoerder kan hierbij een actieve rol spelen middels engagement.

IDENTIFICATIE VAN KLIMAATRISICO IN DE PORTEFEUILLE

Beheersing van het klimaatrisico is een enorme uitdaging. De eerste vraag die beantwoord zal moeten worden, is hoe groot het klimaatrisico in de beleggingsportefeuilles van het pensioenfonds is. Dit vraagt om een visie op hoe het klimaat zich ontwikkelt in samenhang met politieke en economische ontwikkelingen.

Op het gebied van risico-identificatie zijn twee scholen te onderscheiden: de kwalitatieve en de kwantitatieve school. De kwalitatieve benadering is vooral beschrijvend van aard, werkt met een gelimiteerd aantal scenario's en maakt aannames op basis van kwalitatieve onderbouwing van de impact op de beleggingen. Deze onderbouwing gebeurt veelal op basis van een wat grovere onderverdeling van de beleggingsportefeuilles in portefeuilles die profiteren of juist hard geraakt worden in het betreffende scenario. Vervolgens kan er een continu proces ingericht worden waarin de realiteit op het gebied van klimaat en klimaatbeleid gevolgd wordt en op basis daarvan afgeleid wordt aan welke wereld en daarmee beleggingsportefeuille een zwaarder gewicht wordt toegekend.

De kwantitatieve benadering, veelal in de vorm van een stresstest met betrekking tot het klimaat, krijgt momenteel tractie, met diverse aanbieders die modellen aanbieden en toezichthouders, waaronder DNB, EIOPA en de Bank of England, die eigen macro-economische modellen ontwikkelen. In de kwantitatieve benadering worden klimaat-

scenario's vertaald naar relevante financiële scenario's voor pensioenfondsen en worden kwantitatieve methodes toegepast om deze scenario's door te vertalen naar impact op de beleggingen. In Van Dijk¹ en in de EIOPA-klimaat-stresstest voor verzekeraars² worden deze modellen nader beschreven en worden aanbevelingen gedaan.

BEHEERSING VAN KLIMAATRISICO

Pensioenfondsen hebben in beginsel twee instrumenten tot hun beschikking om risico's te beheersen: beleggingsallocatie (waarin wel en niet te beleggen) en actief aandeelhouderschap (met name betrokkenheid en stemmen). Daarbij moeten we aantekenen dat portefeuille-omzettingen meestal makkelijker zijn en de risico's in de balans sneller omlaag kunnen brengen, maar veelal minder maatschappelijke impact hebben dan het verduurzamen van bedrijven in de portefeuille.

Actief aandeelhouderschap ligt het meest voor de hand bij geconcentreerde en meer actief beheerde beleggingsportefeuilles. Klimaatrisicomanagement op het niveau van individuele beleggingen is daarmee een verantwoordelijkheid, maar biedt ook kansen.

Heb je als pensioenfonds de actieve ruimte om beleggingen te selecteren, dan kun je afwijken van algemene benchmarks of indices door de klimaatrisico's te analyseren en te monitoren. Hierbij dient de afweging gemaakt te worden in welke mate klimaatrisico reeds is ingeprijsd of dat het een risico is waar geen beloning door de markt tegenover staat. Eveneens dient het pensioenfonds waakzaam te zijn voor zogeheten green bubbles, sterk verduurzaamde bedrijven of green bonds die als gevolg van de populariteit van duurzaam beleggen overgewaardeerd zijn.

Veel pensioenfondsen hebben passieve beleggingen via indexbeleggingen. Maar ook bij passieve mandaten zijn er mogelijkheden om actieve keuzes te maken. De actieve keuzes die het pensioenfonds kan maken, zijn gericht op de vraag welke SDGs moeten worden nagestreefd, het stemgedrag, het in- en uitsluitingsbeleid en welke benchmarks moeten worden gekozen voor de verschillende asset classes. Nadat

deze keuzes zijn gemaakt, kan in de uitvoering een passieve strategie worden gekozen, bijvoorbeeld indexbeleggen.

KOM NU IN ACTIE!

Klimaatrisico raakt pensioenfondsen op tal van terreinen en pensioenfondsbestuurders zullen in toenemende mate verantwoording moeten afleggen over de keuzes die hierin gemaakt worden. Naar toezichthouders toe, maar vooral ook richting de deelnemers. Gebieden waar pensioenfondsbestuurders klimaatrisico in ieder geval een plek moeten geven zijn: strategievorming, eigenrisico-beoordeling en de beleggingsstrategie. De nieuwe wetgeving die begin 2021 live gaat, maakt samen met de verhoogde aandacht voor klimaatrisico van deelnemers en toezichthouders dat dit in meer dan één opzicht een hot topic is voor pensioenfondsen. «

SAMENVATTING

- **Klimaatverandering is een key-risk voor pensioenfondsen.**
- **Geef klimaatrisico een plek binnen strategie, beleggingsbeleid en eigenrisicobeoordeling.**
- **Maak een expliciete keuze: wil het pensioenfonds zich inzetten voor een betere wereld?**
- **Beoordeel het klimaatrisico in verband met de fysieke impact en de overgang naar een fossielarme economie.**
- **Beheers klimaatrisico via de asset allocatie en met actief aandeelhouderschap.**

1 Van Dijk, Assessing climate risk for investment portfolios: An overview for Dutch pension funds, October 5th 2020 (weblink).

2 EIOPA, Second discussion paper on methodological principles of insurance stress testing, June 2nd 2020 (weblink).

Dit artikel werd geschreven door Arjen Pasma, Chief Risk Officer, PGGM, en Eugenie Hol, Manager Integraal Risicomanagement, Pensioenfonds Metaal en Techniek. Het artikel is gebaseerd op de discussienota van de themawerkgroep Klimaatrisico's van de Commissie Risicomanagement van de Pensioenfederatie.



DOOR HAN DIEPERINK, GESCHREVEN OP PERSOONLIJKE TITEL

COLUMN

Carrièrerisico drukt het rendement

In de discussie over het nieuwe pensioencontract proberen betrokkenen zich opnieuw in te dekken, waardoor pensioenen onnodig duur worden. Niemand wil een derde van zijn tijd werken voor zijn pensioen.

Verplichtingen worden ambities onder het nieuwe pensioencontract. Ambitie komt van 'ambitio', een vervoeging in het Latijn van 'ambire', wat 'rondom gaan' of 'rondlopen' betekent, een samenvoeging van 'amb' (rondom) en 'ire' (gaan), met het doel om stemmen te verzamelen. In de klassieke betekenis staat ambitie gelijk aan eerezucht, het dingen naar een ambt. Wat dat betreft is het woord 'ambitie' ongelukkig gekozen, want in de discussie over het pensioencontract lijkt het meer te gaan over de carrières van de direct betrokkenen dan over het streven naar een goed pensioen.

In de financiële wereld wordt dit carrièrerisico vaak onderschat. Bij veel processen zijn mensen betrokken die alleen maar kunnen verliezen als het fout gaat en niet worden beloond als het goed gaat. Een oververtegenwoordiging van compliance officers, juristen en riskmanagers helpt dan niet. Elke laag eist een extra veiligheidsmarge ten opzichte van de wettelijke eisen. Alles wat alleen maar ruikt naar risico moet worden ingekaderd. Als al die risico's zijn ingedekt, blijft er meestal weinig rendement meer over.

Carrièrerisico in de pensioenwereld betekent ook dat afwijken ten opzichte van de groep niet wordt beloond. In de kudde is het veilig. Toezichthouders proberen fondsen de goede kant op te duwen, maar elke suggestie wordt meteen als een harde eis geïnterpreteerd. Niemand wil het immers aan de stok krijgen met de toezichthouder, want dat is helemaal niet goed voor je carrière. Het nieuwe pensioencontract geeft de mogelijkheid om meer risico te nemen, en dat komt neer op minder beleggen in obligaties.

Gelet op de beleggingshorizon van een gemiddelde pensioengerechtigde gaat het dus helemaal niet om meer risico, maar juist om minder risico. Wie de komende tien jaar belegt in een 10-jaarse Nederlandse of Duitse staatslening raakt namelijk gegarandeerd een groot deel van zijn of haar koopkracht kwijt. Het komt er dan al snel op neer dat meer dan de helft van de week gewerkt moet worden voor het pensioen. Niemand gaat dit accepteren, aangezien het betekent dat de uitkering gegarandeerd lager is dan de inleg. Dat is niet echt de garantie die mensen zoeken. Ook op pensioendatum is de beleggingshorizon nog altijd zo'n twintig jaar: lang genoeg om risicovol (lees: weinig in obligaties) te beleggen.

Veranderen is niet gemakkelijk, maar het valt op dat discussies over het nieuwe pensioencontract vooral gaan over de noodzaak om renterisico's af te blijven dekken. Dat komt toch neer op het kopen van obligaties op de laagste rentestand ooit. Je zou verwachten dat het idee van een matchingportefeuille in het nieuwe pensioencontract van tafel kan, maar er wordt van alles aan gedaan om dit ook een plek te geven. Niet omdat dit beter is voor de deelnemer, maar omdat het afschaffen daarvan betekent dat een deel van het personeel mogelijk boventallig wordt. Dat is pas carrièrerisico. Geen ALM-studies meer, geen matchingportefeuille en weg renteafdekking. Er moet rendement worden gemaakt en dat leidt nu eenmaal tot meer risico nemen. Beleggen is eng en daarom is het zoveel mogelijk buiten Nederland uitbested. Toch is er geen ontkomen aan: er moeten meer beleggers aan het roer. Dat is goed voor de deelnemers en daarmee uiteindelijk ook goed voor de carrières van alle betrokkenen. «

Duurzaam kapitalisme is geen fata morgana

DOOR WIM GROENEVELD

Voor sommigen is het kapitalisme een bron van al het kwaad waar we vanaf moeten. Anderen beschouwen duurzaamheid als een onzinnige hobby die veel te veel geld kost. Willem Schramade, Founder van Sustainable Finance Factory en Fellow aan het Erasmus Platform for Sustainable Value Creation, laat in zijn boek 'Duurzaam Kapitalisme' zien dat beide helemaal niet hoeven te botsen. De juiste inzet van kapitaal kan helpen om de samenleving duurzaam te maken. Financial Investigator ging met hem in gesprek.

Waarom is duurzaam kapitalisme noodzakelijk?

'Duurzaam kapitalisme is nodig voor een goed leven nu en in de toekomst, ook als onze kinderen in 2080 met pensioen gaan. We plegen nu onhoudbare rooibouw op natuur en samenleving. Het moet duurzamer, willen we een functionerende economie overhouden. Tegelijk kunnen we niet zonder kapitalisme, want innovatie, eigendom en geld blijven nodig om maatschappelijke doelen te bereiken, net als goed georganiseerde overheden en betrokken burgers. Wie ons welzijn wil behouden, kan dus maar beter gaan nadenken over manieren om het kapitalisme te hervormen. Die ambitie ligt ook binnen bereik: het systeem heeft zich al vaker aangepast.'

Hoe moet een duurzame vorm van kapitalisme eruit komen te zien?

'Duurzaam kapitalisme koestert de sterke punten van het kapitalisme, zoals innovatie, autonomie en de efficiëntie van prijssignalen, maar dan met een prijssignaal dat dichterbij de echte waarde ligt, zonder het verbluffende en verspillende consumentisme, met veel minder sturing op financieel

rendement op de korte termijn en meer zicht en sturing op sociale en ecologische waarde.

Duurzaam kapitalisme is een systeem dat gericht is op brede waardecreatie, op alle soorten kapitaal. Dat betekent onder meer de beprijzing van externaliteiten zoals CO₂, stikstof en aantasting van biodiversiteit, maar daarnaast het aanpassen van het ondernemingsrecht en het belastingrecht ten behoeve van sociale doelstellingen, bijvoorbeeld door het wegnemen van perverse prikkels zoals belastingaftrek van rente. Bovendien zijn nationale rekeningen die naast het BNP ook sociale en ecologische zaken meten van belang. Zo krijg je prijzen die dichterbij de echte prijzen liggen en een sterker verband tussen financieel en maatschappelijk rendement.'

Rebecca Henderson, hoogleraar aan Harvard University, zei in een eerder interview met Financial Investigator dat het kapitalisme een fantastische uitvinding is, maar dat het niet werkt en aan een urgente restauratie toe is. Waarin verschilt uw kijk met die van Henderson?

'Die conclusie delen beide boeken, maar de insteek verschilt. Hendersons boek gaat vooral over management en welke delen van het systeem moeten veranderen, terwijl Duurzaam Kapitalisme veel meer financieel georiënteerd is en (mede

Foto: Archief Willem Schramade



WILLEM SCHRAMADE

Figuur 1: Raamwerk voor brede waardecreatie



Duurzaam kapitalisme, 2020.

daardoor) dieper graaft in de mechanismen die verandering tegenhouden. Welke prikkels en informatiestromen zijn nodig voor verandering? Wat betekent dat voor de verdienmodellen en informatiesystemen van bedrijven? Hoe kunnen bedrijven daarop anticiperen en een concurrentievoordeel opbouwen op activiteiten die nu nog onrendabel lijken? Ook wordt zo duidelijker op welke manieren de financiële sector zich kan verbeteren. Die heeft nu nauwelijks zicht op brede waardecreatie, doordat niet-financiële informatiestromen onderontwikkeld zijn en de afstand tot de klant te groot is. Daardoor worden veel beslissingen genomen die financieel verstandig lijken, maar dat op lange termijn niet zijn.'

Duurzaam beleggen is een belangrijke component om een duurzaam kapitalisme te realiseren. U constateert dat er nog een lange weg voor ons ligt qua duurzaam beleggen. Wat zijn de blinde vlekken van beleggers?

'Duurzaam beleggen heeft mooie intenties, maar is lang niet zo succesvol als het pretendeert te zijn. Het is doorgaans te cosmetisch en te incrementeel. Echt duurzaam beleggen is gericht op transities. Dat is iets heel anders dan beleggingen selecteren op basis van ESG ratings. De grote blinde vlek van beleggers is hun zicht op waarde. Ze weten niet wat de maatschappelijke waarde van hun beleggingen is. Die wordt niet gemeten, omdat er te weinig noodzaak toe is.

In de institutionele beleggingspraktijk wordt puur relatief gekeken naar wat het rendement en het risico ten opzichte van een index zijn. Als je aan bestuurders van een pensioenfonds vraagt waarom ze nog olieaandelen bezitten, dan zullen ze zeggen dat ze niet anders kunnen als ze volgens hun modellen niet te veel rendement willen mislopen in vergelijking met de index. Nog los van de vraag of dat zo is, is de angst voor die index opvallend. Dat is de dictatuur van de index. En die vindt zijn oorsprong in de efficiënte marktenhypothese (EMH). Die is zo dominant geworden, dat systemen, structuren, denken en gedrag in vermogensbeheer ervan doordrenkt zijn. Beleggen is vooral een econometrisch spel geworden, waarin bedrijven als verhandelbare zaken worden beschouwd in plaats van als echte organisaties die bestaan bij de gratie van menselijke relaties. Op transities heeft men geen zicht.'

'Het beleggingsproces vindt bovendien plaats in lange investeringsketens. Tussen de eindklant en de fondsmanager staan al snel zo'n tien mensen die een oordeel over het fonds moeten vellen. Dat klinkt grondig, maar het is in feite heel armoedig: in het proces gaat namelijk veel informatie over het fonds verloren, want het wordt platgeslagen tot een stel ratio's.'



Wat zou er aan de institutionele beleggingspraktijk moeten veranderen? En waarom is dat zo belangrijk?

'Beleggen moet weer investeren worden. Er moet weer een serieuze inschatting worden gemaakt van de waarde van een investering, wat voor de opkomst van quant en indexfondsen overigens heel normaal was. Het enige nieuwe is dat je niet alleen op financiële waarde analyseert, maar op brede waarde. Dat betekent dat je de ecologische en sociale waarde expliciet in beeld brengt, evenals hun verbanden met financiële waarde. Welke positieve en negatieve externaliteiten veroorzaakt het bedrijf? Hoe groot is de kans op

internalisatie van die externaliteiten? En hoe goed is de onderneming daarop voorbereid? Hoe helpt of schaadt de onderneming de belangen van stakeholders? Welke fricties zitten daarin? Wat betekenen die voor de concurrentiepositie en waardedrijvers van de onderneming?

Dat is ambachtelijk werk waar per investering behoorlijk wat tijd in gaat zitten. Voor een analyse van Randstad gebruik je weliswaar hetzelfde basismodel als voor een analyse van Unilever, maar je moet er heel andere markten en gegevens voor analyseren. Dit lijkt op de diagnostische aanpak van een arts: die neemt ook niet alleen temperatuur en bloeddruk op, maar kijkt naar de context om tot een conclusie te komen. Natuurlijk, dat is een arbeidsintensieve en dus dure aanpak. Maar daar staat veel waardevols tegenover. Je kunt tot een oordeel komen over de brede waarde die de betreffende bedrijven creëren. Je kunt hen aanspreken op hun prestaties, van waardevolle feedback voorzien en om aanvullende rapportages vragen, of hen aansporen hun activiteiten aan te passen. In geconcentreerde portefeuilles is deze aanpak prima te doen.

Pensioenfondsen hoeven hun investeringen niet over duizenden vermogenstitels te verspreiden. Dat kan prima met enkele honderden – en die kun je dan veel beter leren kennen. Vele daarvan kun je gerichte feedback voor verbetering geven. Bij een deel kun je als zodanig betrokken aandeelhouder optreden dat je hun missie kunt beschermen, ook tegen vijandelijke overnames. Waarom niet? Het Zweedse pensioenfonds Alecta laat zien dat het kan.

Het is belangrijk dat deze omslag gemaakt wordt, want anders blijven we massaal kapitaal alloceren op basis van terugkijkende factoren. En dan blijven we systematisch te weinig alloceren aan de kleinere en sociaal wenselijkere investeringen die nodig zijn om binnen sociale en planetaire grenzen te blijven.' «



DIVERSITY AMPLIFIES CLIMATE INTEGRATION

By Nina Hodzic and Sophie L'Hélias

Bringing together diverse perspectives from companies, investors, regulators and other stakeholders is critical when seeking to incorporate climate risks into business strategy and to accelerate climate integration and transition.

Changes in the global climate are having profound impacts. Boards of directors are searching for ways to account for these changes as they help guide their organizations and investors are increasingly concerned about how these changes might impact their portfolios. Climate change remains on top of investors' sustainability agendas when engaging with boards of the companies they invest in.¹ A key component of this competency, which is likely to be a significant question of corporate governance in the coming years, is climate risk management.

A global survey, conducted by a team of researchers at the Ira M. Millstein Center for Global Markets and Corporate

Ownership at Columbia Law School and experts at LeaderXXchange, seeks to understand how — if at all — institutional investors and board directors incorporate climate-related issues into their investment decision-making process and their oversight responsibilities respectively.² It is the first global survey of its kind targeting both investors and directors to probe their responses on climate risk management, using two tracks aggregated in a single survey. There were more than 130 respondents: consisting of approximately 40% directors and 60% investors from Europe (including the United Kingdom) and North America.

MATERIALITY, TRAINING AND CLIMATE CHANGE DISCLOSURE

Responses suggest that both investors and directors believe climate change issues are material, with more than 60% of directors and 70% of investors indicating that climate risk is already impacting their business today. The main reasons for incorporating climate risks into strategy and investment decision making are that doing so: (i) helps identify business and investment opportunities, (ii) helps manage risk, and (iii) is the right thing to do.

A majority of both investors and directors developed expertise on climate change by following current events and news reports in the media, reviewing publications by scientists and

think tanks, and reading company CSR or annual reports. However, investors, more so than directors, also turned to sell-side reports and reports from ESG rating agencies as their preferred source of information. A large majority of respondents found reporting on climate to be equally important as reporting on financial information (see Figure 1).

The recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) are gaining traction among investors: more than 50% of investor respondents in both North America and Europe are already asking companies to follow them.

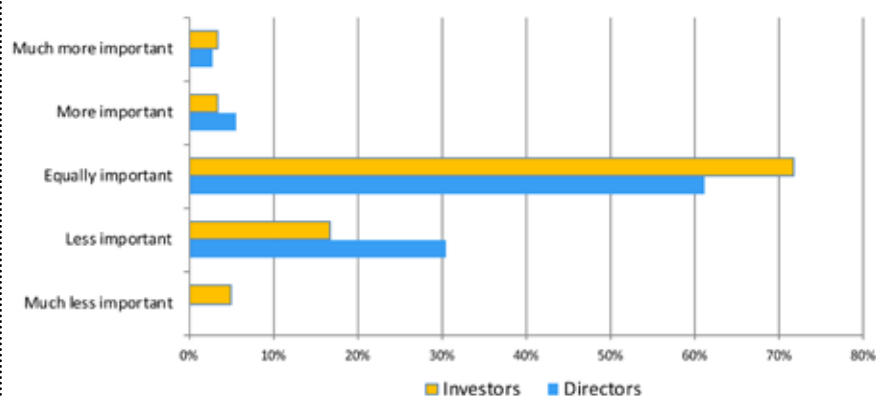


Nina Hodzic



Sophie L'Hélias

Figure 1: Survey question to investors and directors: How important do you consider reporting by companies on climate risk compared to reporting on financial information?



Source: Global Investor-Director Survey on Climate Risk Management, LeaderXXchange and Columbia Law School (2020).

CLIMATE RISK MANAGEMENT, BOARD OVERSIGHT AND STEWARDSHIP

Climate appears to be an important topic for boards as well, with more than 40% of director respondents indicating climate-related topics are discussed annually by the Board, while 30% of directors indicated they are discussed quarterly. Our survey results support prior research findings that the board receives climate-related information primarily from the head of CSR/Sustainability, to a lesser extent from the General Counsel/Corporate Secretary, and more rarely from Investor Relations. Approximately a quarter of directors indicated that no one reports to the board on climate-related topics.

According to director respondents, investor engagement on climate-related issues takes place primarily at the CEO level and the Investor Relations level. This finding is also in line with prior findings showing that engagement does not take place on the CFO level. Investor respondents said that engagement with companies on climate topics is increasingly done not only by ESG or investor engagement specialists, but also by mainstream portfolio managers and analysts. Almost 65% of investor respondents indicated they engage directly with board directors.

VARIATION BY AGE, GENDER AND REGION

Our survey results suggest that interest in climate-related issues is tied to age: the younger the respondent, the greater the interest in climate-related issues.³ The results also support findings of other academic research studies that suggest that women are more engaged on climate-related issues than men.⁴ However, the gender gap narrows as respondents get younger, particularly under the age of 35.

The findings also suggest the interest in climate-related issues is dependent on region. Investors in Europe seem to have a higher interest in climate-related issues and higher expectations in terms of disclosure in this area.

CONCLUSION

This global survey of directors and investors supports prior research findings that there are several demographic and regional differences in directors' and investors' expectations around climate-related issues and disclosure. We believe that these findings deepen our understanding of how directors and investors take climate-related issues into account in their boardroom and investment decision making, respectively, and how their views may differ across demographic and regional groups.

We hope to be able to augment this survey in the months and years ahead, to consider how investor and director views are evolving, particularly with the onset of the worldwide COVID-19 pandemic, which has spawned a lively debate about whether to accelerate or rein in the reconsideration of stakeholder governance. «

- 1 Paulina Pielichata, Climate Change, Human Capital Top Investors' Agendas, Pensions & Investments (2020). <https://www.pionline.com/esg/climate-change-human-capital-top-investors-agendas>.
- 2 Global Investor-Director Survey on Climate Risk Management, LeaderXXchange and Columbia Law School (2020). https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3722958
- 3 These findings are consistent with previous findings of the CFA Institute, <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/esg-survey-report-2017.ashx>. The same study also found that male investors are more likely than female investors to think that ESG issues are not material.
- 4 Gender Differences in Public Understanding of Climate Change, Yale Program on Climate Change Communication (2018).
- 5 The article is adapted from a previous publication co-authored with Columbia Law School. The views expressed in this paper are those of the authors and do not necessarily reflect the views of Allianz Global Investors.

SUMMARY

- Climate is a key topic which needs to be on the agenda of both investors and directors.
- Silos need to be broken for investment and business community to work together to address urgent environmental challenges and create long-term value for shareholders and other stakeholders.
- Diversity of skills, gender and age could accelerate the integration of climate-related issues by investors and Boards of Directors.

This article was written by Nina Hodzic, Advisory Board Member, LeaderXXchange and Director ESG Integration and Solutions, Allianz Global Investors, and Sophie L'Hélias, Founder and President, LeaderXXchange.⁵

DELIVERING CLIMATE RESILIENCE THROUGH FINANCIAL DISCLOSURES

By Jacqueline Duiker and Paul Smith

Current disclosure frameworks provide a solid basis for financial institutions to assess climate risks. However, the climate resilience goals recently outlined at the Climate Adaptation Summit 2021 require these frameworks to also integrate real world resilience.

Even in the best-case scenario, if we do manage to limit global temperature rise by 2100 to +1.5°C, we can expect an 8% loss in global GDP (Carbon Brief, 2018). Climate adaptation is not a choice: our ability to adapt to both acute and chronic hazards will define how resilient our societies are to present and future climatic change. There may even be clear benefits: The Global Commission on Adaptation estimates investing \$1.8tn in climate adaptation in the decade up to 2030 could yield up to \$7.1tn in public and private benefits (GCA, 2019).

HOW IS THE FINANCE SECTOR RESPONDING TO CLIMATE RISKS?

Financial institutions are increasingly encouraged to assess and disclose the climate risks they face, to quantify the impacts of climate change on portfolios, and to improve climate risk management. The recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) provide the most mainstream of these reporting guidelines and other reporting frameworks, namely SASB, CDSB, CDP, GRI and IIRC, have committed to working together to develop comprehensive corporate reporting, including climate risk (CDSB, 2020).

While the TCFD includes both transition and physical risks into its framework, the focus of many financial institutions has so far been on transition risks. Leading financial institutions are even moving beyond risk management and are proactively setting targets to align their portfolios with the Paris Agreement.

DOES DISCLOSURE LEAD TO REAL-WORLD RESILIENCE?

These frameworks are not explicitly designed to build resilience in the wider economy and society, other than as a 'potential co-benefit' of portfolio risk management. Few investors are actively embedding adaptation in their investment decision-making processes. For example,

only 22% of pension funds in the Netherlands currently engage with investees about climate-related physical impacts (VBDO, 2019; p.19). Even then, the focus is on direct risks at the asset level, as opposed to socio-economic adaptation impacts of the asset.

Even more than with transition risks, addressing climate-related physical risks is hugely complex. Effective adaptation will require financial institutions to also manage these risks and impacts by engaging with public institutions, civil society and other economic actors, in order to reduce the negative and increase the positive real-world impact of their business at both global and local levels.

COULD DISCLOSURE AT SCALE ENCOURAGE GREATER ENGAGEMENT ON ADAPTATION?

The Network for Greening the Financial System (NGFS), a coalition of central banks and supervisors founded in 2017, stresses that climate risk disclosure can build financial sector resilience and lead to better risk management, while enabling market players to better identify opportunities 'thereby contributing to the growth of the green finance ecosystem' (NGFS, 2020, p.32). This will only be possible if the currently low level of physical risk disclosure is scaled up by financial institutions, leading to:



Jacqueline Duiker

- More accurate and consistent data if a majority of financial institutions require ESG disclosure from their investees and clients. This may also encourage companies to confront climate risks and develop robust adaptation strategies (Goldstein et al., 2019).
- Greater innovation in methodology development and data analysis.
- More rapid identification of at-risk sectors and geographies. Moreover, risk pricing by banks and investors in collaboration with insurers can create new resilience-related opportunities by reorienting and scaling up finance for projects that take into account future climatic changes (CCRI, 2020).

While greater adoption of disclosure frameworks is essential for the finance sector, we cannot solely rely on this to accelerate adaptation in the real economy.

HOW CAN DISCLOSURE BE IMPROVED TO DRIVE REAL-WORLD RESILIENCE?

Society can only manage risks that are translated into government policies and verifiably measured and disclosed in the private sector. For the financial sector, the key is to translate those disclosures into risk management strategies that can achieve both portfolio resilience and climate resilience in the real-world. This



Photo: Archive UNEP FI

Paul Smith

will require disclosure frameworks that go beyond portfolio risk and include a range of indicators related to the real-world impact of investments. From a government perspective, it makes sense for financial disclosure requirements to be aligned with real-world resilience targets, enabling financial institutions to become part of the solution. The TCFD are exploring ways to align their recommendations more readily with net-zero emissions targets through, for example, Implied Temperature Rise (ITR) metrics. We believe there should also be scope for linking physical risk and impact metrics to adaptation finance (TCFD, 2020).

HOW CAN FINANCIAL INSTITUTIONS DRIVE GREATER ADAPTATION?

Financial institutions can use existing frameworks to encourage climate risk disclosures from investees and use the information in investment decision-making and for their own disclosures. Building real-world resilience, however, will require the financial sector to go further. The following recommendations provide avenues for greater progress:

1. Scale up disclosure

Given the portfolio focus of disclosures, transparency on climate risks at the macro-level will only be possible if a critical mass of financial institutions commits to disclosure. UNEP FI and a leading group of financial institutions have called for mandatory disclosure as current voluntary frameworks are not delivering adequate disclosures across financial markets (UNEP FI, 2021).

2. Standardise disclosure frameworks

To facilitate more widespread disclosure, regulatory authorities should adopt more standardised approaches, including clear guidelines and best practices. This process has been catalysed by some of the leading ESG reporting frameworks (CDSB, 2020), while UNEP FI has called on governance bodies to standardise climate-related reporting on physical risks, to ensure access to climate data, and to standardise climate scenario sets (UNEP FI, 2021).

Few investors are actively embedding adaptation in their investment decision-making processes.

3. Enhance the level of ambition of disclosure frameworks

For financial institutions to become part of the solution, they should measure, disclose, and manage their impact on climate change resilience. This will require financial disclosure frameworks to include a range of adaptation-linked indicators.

4. Move beyond disclosure

- Shareholder engagement on climate resilience: Financial institutions should place greater emphasis on the opportunities and investor benefits from client and investee solutions for real-world resilience. There is a wide range of adaptation needs for which banks and investors can develop strategies and engage portfolio companies, project developers, and governments (VBDO, 2019).
- Public sector engagement on climate resilience: Assets cannot be made resilient in isolation. Financial institutions must therefore make sure that financial flows for adaptation are in line with local community development and national adaptation strategies. It will become imperative to collaborate with the public sector to coordinate effective adaptation. «

This article was written by Jacqueline Duiker, Senior Manager, VBDO, and Paul Smith, Consultant Climate Change, United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI).

PENSIOEN IS MEER DAN JE MAANDELIJKSE POEN

Door Harry Hummels

Nikki Trip en ik deden onderzoek naar de mate waarin pensioenfondsen oog hebben voor het welzijn van hun deelnemers. De conclusie: er is behoorlijk wat werk aan de winkel. Het Welzijnsweb biedt uitkomst.

'Het grootste risico voor de mens is niet om dood te gaan, maar om lang te moeten leven in armoede. Op kattevoer.' Het zijn de woorden van Larry Kotlikoff, hoogleraar aan Boston University. In de documentaire 'Your Hundred Year Life' geeft hij aan op welke toekomst onze samenleving mondiaal aanstuurt. Wereldwijd zijn generaties werkenden slecht voorbereid op een leven als gepensioneerde, aldus Theo Kocken, de maker van deze documentaire en tevens CEO van de Cardano Group. Deze situatie wordt nog verergerd doordat jonge generaties door betere voeding en gezondheidszorg steeds ouder worden. Het onderzoek 'Pensioen is meer dan je maandelijks poen' maakt duidelijk dat zelfs met het beste pensioensysteem ter wereld, ook Nederlandse werknemers en gepensioneerden blootstaan aan deze risico's. De kwaliteit van hun toekomstige

leven staat op het spel. Voldoende inkomen is daarbij een noodzakelijke voorwaarde, maar niet afdoende voor een menswaardige oude dag. Minstens zo belangrijk zijn de kosten van levensonderhoud en de mogelijkheden van deelnemers om tijdig bij te sturen. Wat kunnen ze doen als het inkomen onder druk komt te staan?

DE VRAGEN IN DE TOEKOMST

De Pensioenwet schrijft pensioenfondsbestuurders voor de belangen van hun deelnemers te behartigen. In het verleden resulteerde het opgebouwde pensioenvermogen in individuele aanspraken op vaste maandelijks pensioenuitkeringen, maar het in juli 2020 gesloten pensioenakkoord brengt hier verandering in. In de toekomst is louter sprake van een pensioenverwachting. Of die verwachting uitkomt, is afhankelijk van de weersgesteldheid op de financiële markten. Deelnemers profiteren als de zon schijnt en storm gaat ten koste van de persoonlijke pensioenpot. De vraag is dan of bij (sterk) tegenvallende resultaten deelnemers voldoende pensioen hebben om hun levenswijze te continueren na hun pensionering. Zo niet, kunnen ze dan het ontstane gat dichten? Hebben deelnemers ruimte om extra te sparen, extra af te lossen op een hypotheek, of extra te bezuinigen op niet-noodzakelijke uitgaven? Het zijn vragen waar deelnemers van veel fondsen in de toekomst mogelijk antwoord op moeten geven. Pensioenfondsen moeten deelnemers tijdig wijzen op de risico's en hen informeren over de mogelijkheden die ze hebben om adequate

maatregelen te treffen. Die verantwoordelijkheid neemt nog toe doordat deelnemers nergens anders heen kunnen. Hun opgebouwde kapitaal zit vast. Zij kunnen slechts toezien hoe hun pensioenfonds omgaat met hun belangen en behoeften, met alle gevolgen voor het welzijn van de deelnemers van dien.

WELZIJN VAN DE DEELNEMERS

Over dat welzijn gaat de studie 'Pensioen is meer dan je maandelijks poen'. Financieel welzijn is geen nieuw fenomeen, maar het belang ervan neemt toe als gevolg van de recente stelselwijziging. Nu hebben pensioenfondsen niet tot taak te zorgen voor het subjectief ervaren welzijn van de deelnemers. Of iemand uitbundig en risicovol wil leven of niet, bepaalt het individu uiteindelijk zelf, zolang dit maar geen schade toebrengt aan anderen. Subjectief welzijn ligt dus bij de deelnemer en is van meer aspecten afhankelijk dan waar het pensioenfonds invloed op heeft. Wel heeft een fonds tot taak een omgeving te scheppen waarin deelnemers op tijd goede besluiten kunnen nemen over hun toekomstige financiële huishouding. Welzijn in deze studie gaat dus niet om het subjectieve welzijn van individuele deelnemers, maar om factoren die het welzijn van alle deelnemers raken, ongeacht hun individuele voorkeuren of behoeften. We spreken dan over het objectieve welzijn van deelnemers. Dat heeft betrekking op het vermogen van alle deelnemers om te voorzien in hun essentiële materiële en immateriële behoeften. Neem veiligheid en gezondheid. Die behoeften zijn voor



Harry Hummels

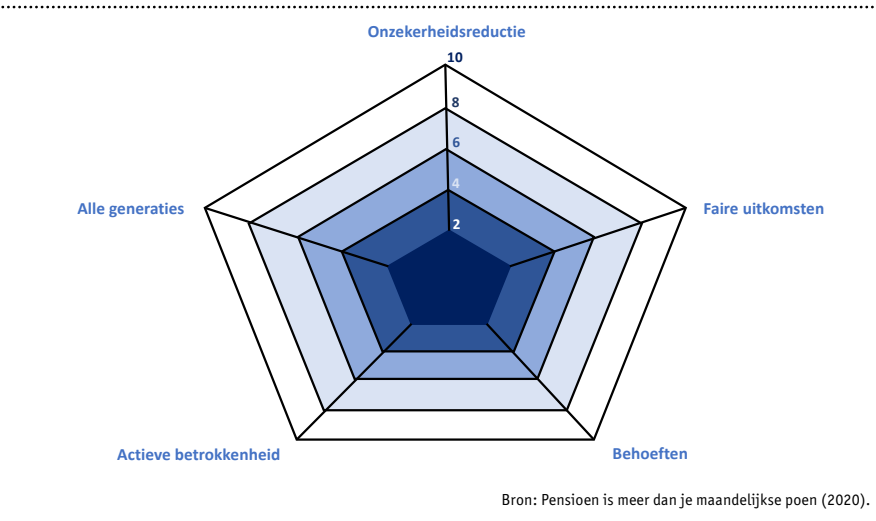
iedereen van belang, ongeacht de waarde die het individu eraan hecht. Een voorbeeld vormt de autogordel. Deze is van belang voor verkeersdeelnemers, zelfs al vinden zij het dragen ervan niet waardevol – bijvoorbeeld omdat ze overtuigd zijn van hun rijkwaliteiten. Wat geldt voor de gordel, geldt ook voor essentiële informatie over toekomstig inkomen en toekomstige kosten van levensonderhoud. Pensioenfondsen bieden deelnemers – met de nodige onzekerheid¹ – inzicht in hun persoonlijke pensioenpotjes. Over de uitgaven die zij met hun toekomstig inkomen kunnen en moeten doen, tasten ze echter in het duister.

STUREN OP VIJF DIMENSIES

Inzake het welzijn van deelnemers dienen pensioenfondsen te sturen op vijf dimensies. De eerste is vanzelfsprekend het toekomstige inkomen. De tweede betreft de behoeften die deelnemers daarmee kunnen bevredigen (zoals noodzakelijke goederen en diensten als eten, drinken, huisvesting, zorg, mobiliteit en communicatie). Vervolgens speelt de fairness een rol in de opbouw van het pensioen en de toedeling van de toekomstige rendementen. Onderzoek wijst uit dat het betrekken van deelnemers bij besluiten en ontwikkelingen van hun pensioenfonds invloed heeft op de ervaring van fairness. Tot slot speelt de bestendigheid van het pensioen en het pensioenfonds over de generaties heen een belangrijke rol. Deze dimensies gezamenlijk vormen het Welzijnsweb, zoals in Figuur 1 is weergegeven.

Pensioenfondsen kunnen hun eigen prestaties scoren. Een fonds dat goed scoort, schept daarmee een omgeving voor zijn deelnemers om subjectief welzijn te ervaren. Dat pensioenfonds luistert en helpt deelnemers om te gaan met onzekerheid, draagt zorg voor faire uitkomsten, denkt mee over inkomensvraagstukken, mogelijke toekomstige behoeften en de kosten daarvan en let er scherp op dat toekomstige generaties nog willen participeren. Het Welzijnsweb bevat geen uitnodiging tot het ranken van pensioenfondsen. Centraal staat het aangaan van het gesprek met deelnemers,

Figuur 1: Welzijnsweb Pensioenfondsen



andere pensioenfondsen en overige stakeholders. Wat kun je van elkaar leren?

BIED EEN REËEL HANDELINGSPERSPECTIEF

In gesprekken met deelnemers, bestuurders en medewerkers van pensioenfondsen, beleidsmakers, toezichthouders, sociale partners, wetenschappers en belangenorganisaties zijn wij nagegaan in hoeverre pensioenfondsen invulling geven aan het welzijn van deelnemers. Hoewel zeker het nodige gebeurt, is de conclusie helder: er is werk aan de winkel. De informatieverstrekking kan beter en breder, deelnemers kunnen meer worden betrokken en in de governance zijn verbeteringen gewenst. Essentieel is dat deelnemers een reëel handelingsperspectief wordt geboden. Daarnaast kunnen fondsen bijdragen aan het welzijn van deelnemers in de maatschappelijke dialoog over het pensioenstelsel. Zij zien de effecten van het stelsel op hun deelnemers. Ook kunnen ze zich uitspreken over flexibele vormen van pensionering, waaronder het deeltijdpensioen. Concluderend: pensioenfondsen zijn verantwoordelijk voor het welzijn van hun deelnemers. Ze dienen hun belangen en behoeften te behartigen en actief te horen wat zij zeggen. Een mooie taak. «

¹ Daarbij gebruiken ze bandbreedtes. De onzekerheden over de bandbreedtes zijn voor deelnemers niet inzichtelijk.

AANBEVELINGEN

Heel concreet kwamen de deelnemers aan het onderzoek met de volgende aanbevelingen:

- Wees proactief tegenover de deelnemers.
- Informeer deelnemers adequaat en volledig.
- Versterk het risicobesef van deelnemers.
- Bied inzicht in toekomstige kosten van levensonderhoud.
- Houd zicht op deelnemers die in de problemen komen.
- Ontwikkel dynamische inkomens- en uitgaventools.
- Versterk handelingsperspectieven van deelnemers.
- Spreek direct met deelnemers en betrek bestuurders daarbij.
- Werk samen met werkgevers.
- Versterk de weerbaarheid van deelnemers als human capital.
- Versterk de diversiteit in pensioenfondsbesturen.
- Verbeter de openheid over duurzaam beleggen.

Dit artikel werd geschreven door Harry Hummels, hoogleraar Ethics, Organisations and Society aan Maastricht University en hoogleraar Social Entrepreneurship aan Universiteit Utrecht.

OPLOSSINGEN VOOR HET PENSIOENVRAAGSTUK VAN ZELFSTANDIGEN

Door Mark Boumans

Het huidige pensioenstelsel is op dit moment onvoldoende toegerust om zelfstandigen voor een goed pensioen te laten sparen. Dit is een urgent probleem gezien de grote groep zelfstandigen in Nederland. Het juridisch pensioenkader moet daarom zo snel mogelijk worden aangepast om de pensioentoeegang van zelfstandigen te verbeteren.

Dit zijn de belangrijkste conclusies uit mijn proefschrift 'Pensioen van zelfstandigen', dat ik op 16 september jl. aan de Vrije Universiteit Amsterdam verdedigde. Het is cruciaal om te voorkomen dat een grote groep zelfstandigen na pensionering te weinig inkomen heeft om van te kunnen leven.

VRAAGSTUK

De groep zelfstandigen bestaat uit een heterogene groep werkenden die de laatste jaren alsmat is gegroeid. Inmiddels is deze groep verworven tot een op zichzelf staande doelgroep, die niet meer uit het Nederlandse arbeidsbestel kan worden weggedacht. Dit brengt diverse vraagstukken met zich mee, onder meer op het gebied van de arbeidskwalificatie, op sociaal-economisch en

fiscaal gebied, maar zeker ook op het gebied van pensioen.

Uit diverse onderzoeken blijkt namelijk dat een belangrijk deel van de zelfstandigen in Nederland te weinig spaart voor pensioen. Zij lopen hierdoor het risico op een ontoereikend pensioen, wat op termijn een maatschappelijk probleem kan opleveren. Zelfstandigen die wel voor de eigen oude dag sparen, doen dit vooral buiten het pensioenstelsel door zelf te beleggen of te sparen. Het Nederlandse pensioenstelsel werd afgelopen jaar voor de derde keer op rij verkozen tot het beste pensioenstelsel van de wereld. De meeste zelfstandigen laten dit stelsel op dit moment echter links liggen. Gezien het belang van een adequaat pensioen voor alle werkenden in Nederland heeft het prioriteit om de toegang van zelfstandigen tot pensioen te verbeteren.

HUIDIG STELSEL

Het huidige driepijlerstelsel biedt zelfstandigen de volgende mogelijkheden om een voorziening voor de oude dag te treffen. In de eerste pijler hebben zelfstandigen uiteraard aanspraak op een AOW-uitkering, maar deze is voor de meeste zelfstandigen onvoldoende om van te leven.

In de tweede pijler kunnen zelfstandigen onder de verplichtstelling van een bedrijfstakpensioenfonds (hierna: bpf)

worden opgenomen, een mogelijkheid die al sinds 1949 bestaat. In de praktijk kent alleen bpf Schilders en bpf Bouw een dergelijke verplichtstelling voor zelfstandigen. Tegen deze verplichtstelling bestaat vanuit een aantal zelfstandigenorganisaties bezwaar, omdat dit de vrije mededinging van ondernemers zou aantasten. Afgelopen december heeft gerechtshof Den Haag in hoger beroep echter geoordeeld dat deze verplichtstelling mededingingsrechtelijk is toegestaan. Daarnaast kunnen zelfstandigen als beroepsgenoten aan een verplichte beroepspensioenregeling deelnemen. Deze vorm van verplichte pensioendeelname staat in de praktijk alleen open voor zelfstandige beroepsbeoefenaren in de medische sector. Een andere optie die de tweede pijler biedt, is die van vrijwillige voortzetting. Zelfstandigen die eerder als werknemers aan een pensioenregeling in de tweede pijler hebben deelgenomen, kunnen deze regeling maximaal tien jaar vrijwillig voortzetten.

In de derde pijler kunnen zelfstandigen op individuele basis een lijfrentevoorziening treffen.

In de praktijk spaart slechts een paar procent van de zelfstandigen in de tweede pijler en zo'n 10% in de derde pijler voor pensioen. Zoals hierboven aangeven, sparen veruit de meeste zelfstandigen echter buiten het pensioenstelsel voor de oude dag.



Mark Boumans

VERBETERMAATREGELEN

In mijn proefschrift heb ik drie typen maatregelen voorgesteld die de pensioentoeegang en pensioendeelname van zelfstandigen kunnen verbeteren. Deze verbetermaatregelen verschillen onderling van elkaar qua doelstelling, effectiviteit en juridische implicaties.

• Eerste type maatregelen: stimulering

Het eerste type maatregelen dat ik heb onderzocht, betreft de stimuleringsmaatregelen. Deze hebben als gezamenlijk kenmerk dat zij het pensioengedrag van zelfstandigen stimuleren. Het is vervolgens aan de zelfstandige zelf om een pensioenvoorziening te treffen. Er kunnen verschillende instrumenten vanuit de gedragseconomie worden ingezet (zoals commitment-mechanismen) die beogen het pensioenspaargedrag te verbeteren. Als andere opties wijs ik onder meer op de koppeling van de zelfstandigenaftrek aan de pensioenopbouw en het wegnemen van de fiscale verschillen tussen de tweede en derde pijler.

• Tweede type maatregelen: versterking huidig wettelijk kader

Het tweede type maatregelen dat ik heb onderzocht, betreft de versterking van het huidige wettelijk aanvullend pensioen kader, bestaande uit de verbetering van de mogelijkheid tot vrijwillige voortzetting, het bieden van de mogelijkheid aan zelfstandigen om zich vrijwillig bij een pensioenuitvoerder in de tweede pijler aan te sluiten en het doorvoeren van maatregelen die de verplichte deelneming van zelfstandigen in een verplicht gestelde bpf verbeteren. Beide eerste maatregelen hebben een vrijwillig karakter en het is nog maar de vraag of deze verbetering van de pensioentoeegang daadwerkelijk zal leiden tot een verhoging van de pensioendeelname van zelfstandigen. Het doorvoeren van maatregelen die de toegang en deelneming van zelfstandigen in een verplicht gestelde bpf verbeteren, kan dan effectiever zijn. Zo kan de toegang tot het bpf via de opdrachtgever mogelijk worden gemaakt.

• Derde type maatregelen: pensioenplicht

Het derde type maatregelen is gebaseerd op de invoering van een wettelijke pensioenplicht, wat tot fundamentele koerswijziging van de eigen pensioenverantwoordelijkheid van zelfstandigen sinds de invoering van het pensioenstelsel leidt. Ik heb drie varianten onderzocht: een wettelijke pensioenplicht zonder keuzevrijheid, een wettelijke pensioenplicht met keuzevrijheid voor de pensioenregeling en de uitvoerder en een wettelijke pensioenplicht met de mogelijkheid van opting-out. Deze varianten bieden voor- en nadelen. De eerste twee varianten verhouden zich niet goed met de ondernemersvrijheid van zelfstandigen. Bij de variant waarin zelfstandigen voor opting-out kunnen kiezen, wordt deze ondernemersvrijheid niet aangetast. Voordeel van deze variant is dat pensioendeelname wordt gecombineerd met pensioenvrijheid, net zoals bij opting-in. Om te komen tot een pensioensysteem van automatic enrollment met opting-out voor zelfstandigen zal een nieuw wettelijk kader moeten worden ingevoerd.

PENSIOENAKKOORD

In het Pensioenakkoord van het kabinet en sociale partners zijn in 2019 twee afspraken gemaakt die betrekking hebben op zelfstandigen.

Ten eerste is afgesproken dat er een wettelijke verzekeringsplicht tegen het arbeidsongeschiktheidsrisico voor zelfstandigen moet komen. Vorig jaar heeft de Stichting van de Arbeid een advies hierover uitgebracht. In een reactie op dit advies hebben UUV en de Belastingdienst die bij de uitvoering worden betrokken, hun twijfels uitgesproken over de uitvoerbaarheid van de regeling. Het kabinet komt in het eerste kwartaal van dit jaar met een voortgangsrapportage over de uitwerking van het voorstel van de Stichting.

Ten tweede wil het kabinet de pensioendeelname van zelfstandigen stimuleren. Het kabinet en sociale partners ervaren het als een zorgelijke ontwikkeling dat zelfstandigen het risico lopen op een grote inkomsterugval bij pensioenering. In de consultatieversie van de Wet toekomst pensioenen die afgelopen december is gepubliceerd, wordt experimenteerwetgeving aangekondigd, die het mogelijk moet maken dat zelfstandigen vrijwillig bij een pensioenuitvoerder in de tweede pijler kunnen aansluiten. Doel van deze experimenteerwetgeving is te onderzoeken of deze maatregel het pensioenspaargedrag van zelfstandigen stimuleert. De experimenten mogen vier jaar duren, waarna de experimenten worden geëvalueerd. Wanneer de experimenten slagen, kan vrijwillige aansluiting als structurele maatregel worden ingevoerd. «

Link naar het proefschrift:

<https://research.vu.nl/en/publications/pensioen-van-zelfstandigen-een-juridische-analyse-van-de-reguleri>

SAMENVATTING

- De groep zelfstandigen maakt een belangrijk onderdeel uit van de arbeidsmarkt.
- De beperkte pensioendeelname van zelfstandigen is een zorgelijk probleem.
- Zelfstandigen bouwen maar beperkt pensioen op binnen het pensioenstelsel.
- Zij sparen vooral daarbuiten.
- De huidige mogelijkheden om aanvullend pensioen op te bouwen zijn beperkt.
- Er zijn verschillende mogelijkheden om dit te verbeteren: van stimuleren tot verplichten.

Dit artikel werd geschreven door Mark Boumans, Beleidsadviseur bij Montae & Partners. Daarnaast is hij verbonden aan het Expertisecentrum Pensioenrecht van de Vrije Universiteit Amsterdam.

ARE CBDCs A THREAT TO BITCOIN?

By James Butterfill

Central Bank Digital Currencies (CBDCs) have garnered considerable attention in the second half of 2020. We expect that there will be an increased hype and lot of confusion in 2021 as the details on how they are structured is revealed.

It wasn't long ago that some central banks had concluded that distributed ledger technology (DLT) was not at a mature enough stage for use in major central bank payment systems. Central banks around the world reawakened to the prospect of CBDCs in light of COVID-19, which has pushed society to become increasingly cashless. The increasing popularity of Bitcoin may have also have a part to play as it becomes entrenched in electronic commerce, with central banks at risk of losing the intensifying digital currency race.

The allure of greater efficiency through using a digital currency that can help significantly reduce settlement times and reduce accountancy costs has meant central banks are now stepping up a gear. According to the BIS (Bank for International Settlements),

more than 80% of central banks are actively researching CBDCs. From March 2016 onwards the Bank of Canada launched Project Jasper, the Monetary Authority of Singapore began project Ubin, the Hong Kong Monetary Authority launched project LionRock and the European Central Bank (ECB) and Bank of Japan launched the joint initiative Project Stella, focussing on cross-border payments. Around 40% have now progressed from conceptual research to experiments or proof of concept and around 10% have developed pilot projects, according to the BIS. China is likely to have the most advanced project for a major economy, known as the Digital Currency Electronic Payment (DC/EP), and is being piloted in four cities.

The ECB's recent CBDC project concluded its digital euro public consultation in January, but the details remain scant. It will decide to formally create a digital currency by mid-2021. There were a high number of responses to their consultation indicating great interest in the initiative, while the ECB President Lagarde said she expects there will be a digital euro. Interestingly, the ECB reiterated the four potential reasons for issuing a CBDC, namely demand for electronic payments, a decline in cash usage, potential dominance of a private digital currency such as Bitcoin and European adoption of a CBDC issued by another central bank.

Here are what we believe are some key considerations:

- CBDCs present an array of compelling merits, including the promise of near instantaneous payments and

settlements, the eradication of black-market transactions, reductions in the costs of cash management and efficiency gains in accounting.

- They also present certain risks. Of these, privacy is perhaps the most pressing. CBDCs could potentially be programmed to control the spending of citizens, enforce negative yields on deposits and bail-ins, as well as to monitor income and spending in a way that is far more intrusive than we are accustomed to.
- While the momentum established in 2020 has been significant, we should not expect fully functional CBDCs to emerge for some years – certainly not in the western world. There are a plethora of questions still to be answered, including whether central banks will adopt a direct core ledger with the central bank or use an existing wallet provider utilising Distributed Ledger Technology, how KYC (know your customer) and AML (anti-money laundering) checks will be carried out, and how to manage the risk of hollowing-out systemically important commercial banks.

CBDCs are likely to become very large and therefore a scalable wallet infrastructure will be required. This could become a big theme in 2021 as central banks look for credible wallet providers.

Finally, I feel it is important to stress that CBDCs are not a candidate to replace Bitcoin. The two are inherently different instruments, the latter being a distributed ledger, peer-



James Butterfill

to-peer system, with a predetermined monetary policy where the supply cannot be altered, which acts as an attractive non-sovereign store of value. CBDCs, on the other hand, look as though they will be designed to mirror their respective issuer's fiat currency.

RHETORIC AROUND GOVERNMENT BAN (UNLIKELY)

The US gold ban of the 1930s was quite unconstitutional and a deeply political move – it was an attempt to prevent bank runs with huge penalties for hoarding. Almost 100 years later, the political risks for gold remain: one entails dollar debasement pushing gold levels higher, and the other is gold being used as a governmental scapegoat for not fixing its paper-based money regime. We believe a similar argument could be made for Bitcoin.

We think Bitcoin does have risks of being banned, but that this is an unlikely outcome. It has been banned in China and India, and although this has reduced its usage, it hasn't stopped it. In 2018 China volumes of Bitcoin represented 16% of world volumes, it now represents 4%. Bitcoin is incredibly hard to completely eradicate due to its pseudonymous features – hence why we call it a non-sovereign store of value. However, it could be effectively banned for any investor purchasing a fund within a standard regulatory regime.

On balance, governments will more likely try to compete with Bitcoin by issuing their own Central Bank Digital Currencies as an outright ban only increases the risk of it becoming as widely used as black-market money. Furthermore, banning Bitcoin will likely have far greater political consequences than it did in the 1930s as government/central bank profligacy is much more widely known than it was back then. We believe the unprecedented volume of comments protesting FinCen's recent crypto regulation proposal, as well as the FCA's recent ban of retail participation in crypto derivatives, are both clear indicators that citizens are increasingly unwilling to stand by in silence while poorly informed or heavy-handed regulations harm their interests. Whilst the Chinese Communist

Figure 1: Digital asset ETP & mutual fund new assets



Party may act entirely in its own self-interest and without much fear of political repercussions, the same is not true of Western democratic governments.

DIGITAL ASSET OUTLOOK

2020 has been crucial for Bitcoin. We see it as the year of legitimisation for the broader public and investors, accelerated by the COVID-19 crisis and the consequent rapid escalation of Quantitative Easing. Our conversations with institutional clients have changed considerably over the course of last year. Whereas the interest in Bitcoin was first motivated by a desire for speculative investment opportunities, now seems to be driven by fear for the extreme loose monetary policy and negative interest rates, with clients looking for an anchor for their investments. As understanding of Bitcoin improves, clients have grasped that it has a limited supply and fulfils this role as an anchor for their assets while fiat is being debased.

Over the course of 2020, net new assets (stripping out the price appreciation effect) into digital asset investment products rose from US\$ 1.35bn at the start of the year to US\$ 8.0bn at the end, with only 24 days of outflows for a total of 250 trading days. Investors are buying and holding, a good indicator that it is slowly developing into a store of value. «

SUMMARY

- Central banks are concerned that they could lose the digital currency race to a private digital currency such as Bitcoin.
- CBDCs offer many attractive features that improve efficiency in settlements and payments while reducing costs.
- Privacy is a key concern, which is likely to slow down their development/adoption.
- CBDCs could become a systemic threat to incumbent banks.
- Bitcoin and CBDCs are very different, with the former being of fixed supply while the latter are backed by fiat currencies.

This article was written by James Butterfill, Investment Strategist, CoinShares.

Disclaimer
The information contained in this article is for general information only. Nothing in this article should be interpreted as constituting an offer of (or any solicitation in connection with) any investment products or services by any member of the CoinShares Group where it may be illegal to do so.

HIGHLIGHTS LEZERSONDERZOEK

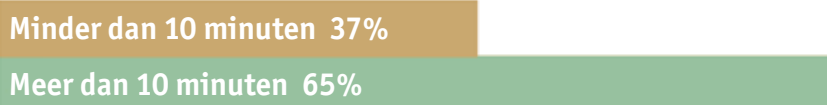
Door Jolanda de Groot

Maar liefst 263 reacties ontvingen we op onze vraag of u ons wilde laten weten wat u van Financial Investor vindt. Uit het lezersonderzoek blijkt dat u over het algemeen positief bent over het magazine en de website. We ontvingen veel goede suggesties waarmee we het magazine, de site en de nieuwsbrieven nog aantrekkelijker kunnen maken. Dit zijn de highlights van het onderzoek:

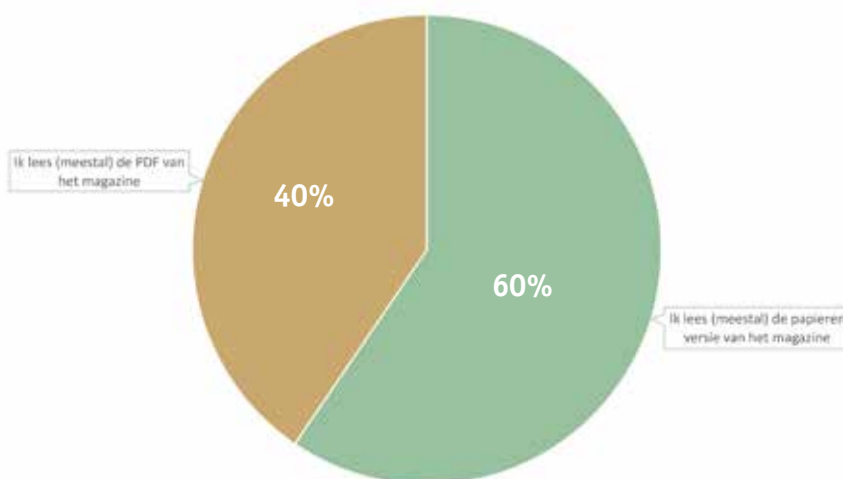
Figuur 1: Hoe vaak leest u Financial Investigator Magazine?



Figuur 2: Hoeveel minuten besteedt u aan het lezen van het magazine?



Figuur 3: Leest u de papieren of de digitale versie van het magazine?

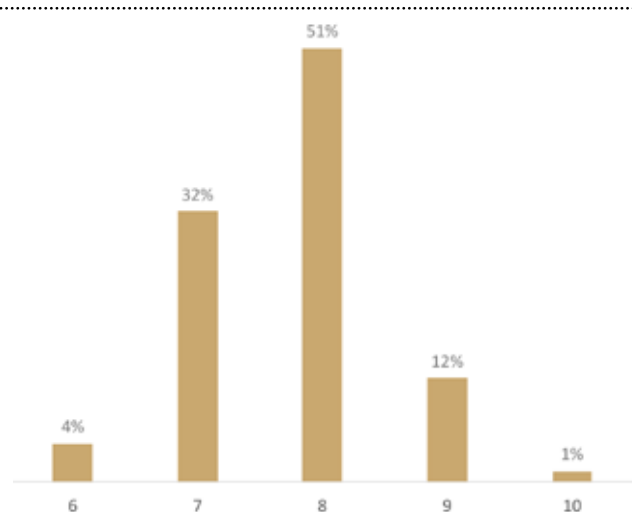


EEN GREEP UIT UW TIPS EN OPMERKINGEN:

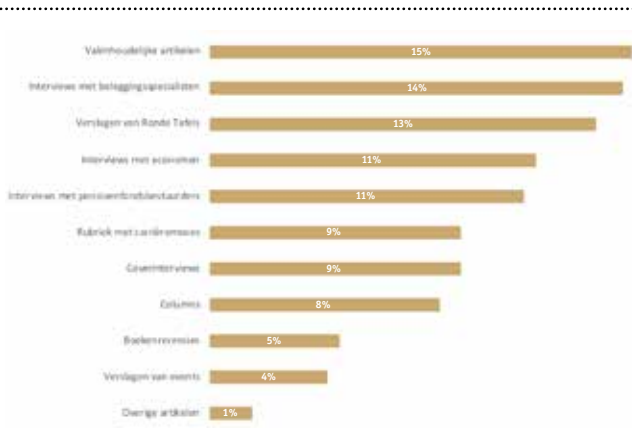
- Het magazine is prettig leesbaar en actueel.
- De vakinhoudelijke artikelen mogen af en toe wat meer de diepte in.
- Graag meer aandacht voor wet- en regelgeving.
- Graag wat minder pagina's en wat kortere artikelen.
- Ga zo door.
- Ik vind de huidige combinatie van praktijk, commercie en wetenschap heel goed.
- Meer objectieve visies en contraire views.
- Het magazine biedt een breed scala aan onderwerpen en perspectieven.
- Focus op innovatieactiviteiten.
- Leuk om naast de vele PDF's het magazine op papier te lezen.
- Bied de mogelijkheid om het tijdschrift direct op de website te lezen (in plaats van in PDF-vorm).

Voor elk ingevuld vragenformulier heeft Financial Investigator zoals aangekondigd € 25 overgemaakt aan KiKa, de stichting die zich inzet voor onderzoek naar kinderkanker.

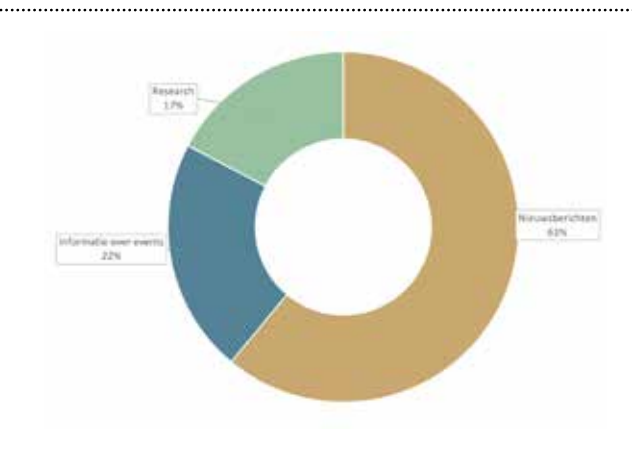
Figuur 4: Welk rapportcijfer geeft u het magazine?



Figuur 5: Welke artikelen in het magazine waardeert u het meest?



Figuur 6: Welk onderdeel van de website bezoekt u het vaakst?



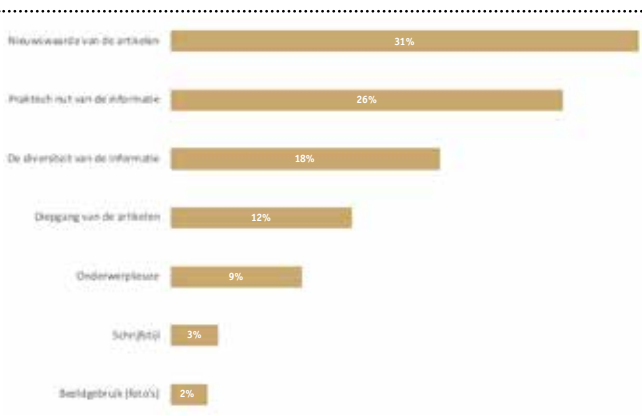
NOG WAT OPVALLENDE UITKOMSTEN:

- 60% leest meestal de papieren versie van het magazine, 40% leest de PDF.
- 64% waardeert het magazine met een 8 of hoger.
- Het gemiddelde rapportcijfer van het magazine is een 7,7.
- 54% waardeert de website met een 8 of hoger.
- Het gemiddelde rapportcijfer van de website is een 7,5.
- 51% bezoekt de website vaker dan 1x per maand.
- 26% waardeert de nieuwswaarde van de nieuwsbrieven, 26% waardeert het praktische nut.

Figuur 7: Hoe vaak leest u onze nieuwsbrieven of Market Updates?



Figuur 8: Wat waardeert u aan de nieuwsbrieven?



EEN SELECTIE VAN DE ONDERWERPEN WAAR U MEER OVER WILT LEZEN:

- Private Equity
- Macro-economische vooruitzichten
- Nieuwe Pensioencontract
- ESG
- Wet- en regelgeving
- Monetaire onderwerpen

LEZERSONDERZOEK RESULTEERT IN € 6.575 VOOR KIKa!

We danken u hartelijk voor uw medewerking aan het lezersonderzoek en daarmee voor uw steun aan KiKa.



Titel: Wankel Evenwicht
Auteurs: Daron Acemoglu en
 James A. Robinson
Uitgever: Nieuw Amsterdam
ISBN: 9789046824955



Titel: Thematisch beleggen in de
 wereld na het Coronavirus
Auteur: Han Dieperink
Uitgever: Athena Noctua
ISBN: 9789463980272

Wankel Evenwicht

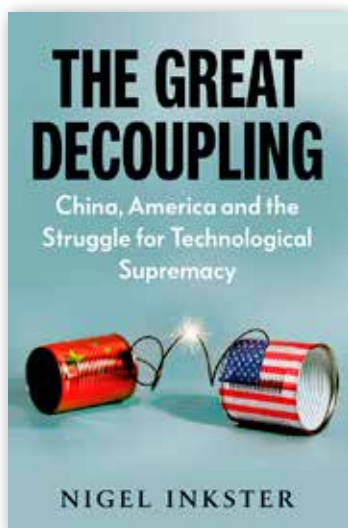
Door Hans Amesz

Wil vrijheid kunnen ontluiken en opbloeien, dan vereist dat zowel een sterke staat als een krachtige samenleving. Volgens Daron Acemoglu, hoogleraar Economie aan het MIT (Massachusetts Institute of Technology), en James A. Robinson, hoogleraar Politiek en Economie aan de University of Chicago, is een sterke staat nodig om geweld te beheersen, wetten te handhaven en publieke diensten te leveren die essentieel zijn voor een leven waarin mensen keuzes kunnen maken en verwezenlijken. Een krachtige, mondige samenleving is nodig om een sterke staat te controleren en aan ketenen te leggen. Zonder een waakzame maatschappij zijn grondwetten en garanties niet veel meer waard dan het perkament waarop ze zijn geschreven. De auteurs stellen dat alleen in zeldzame omstandigheden staten erin geslaagd zijn vrije samenlevingen te produceren. Wankel Evenwicht is een indrukwekkende zoektocht met als uitgangspunt de vraag wat vrijheid eigenlijk inhoudt, over de hele wereld en door de hele menselijke geschiedenis. Hun analytische uitgangspunt is de Leviathan van de zeventiende-eeuwse Engelse politicoloog Thomas Hobbes. Hij meende dat er een soort almachtige staat, de Leviathan, nodig is om zekerheid te bieden aan de burgers. Zo'n Hobbesiaanse staat wordt in Wankel Evenwicht de Despotische Leviathan genoemd, waarin te veel staat en te weinig samenleving is. In de Afwezige Leviathan is er te veel maatschappij en te weinig staat. Daartussen ligt een gang, de Geketende Leviathan, waar het bij wijze van spreken niet te warm of te koud is. Alleen hier brengen de staat en de maatschappij elkaar in evenwicht. Als de een krachtiger wordt, wordt de ander ook krachtiger. De auteurs trekken lessen. Bijvoorbeeld uit de ontwikkelingen in Zweden: sluit compromissen en vind manieren om een brede coalitie te bouwen om de geketende Leviathan en nieuw beleid steun te geven. In deze context is het belangrijk dat zowel rechts als links in de Verenigde Staten, en in veel andere westerse landen, het er vandaag over eens zijn dat de beschreven trends – toenemende ongelijkheid, banen die verdwijnen, de dominantie van Wall Street en economische concentratie – reële problemen zijn.

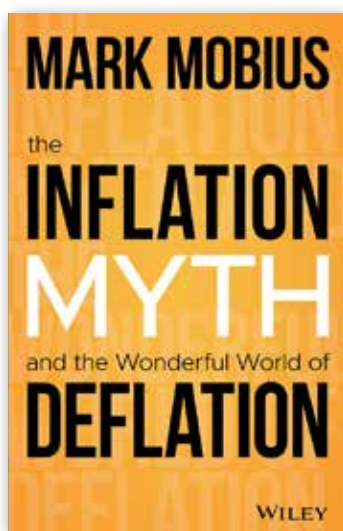
Thematisch beleggen in de wereld na het Coronavirus

Door Hans Amesz

Wat zijn de gevolgen van het COVID-19-virus voor beleggers, politiek en economie? Het precieze antwoord op die vraag is uiteraard niet te geven, maar Han Dieperink is er niettemin uitstekend in geslaagd de meest waarschijnlijke gevolgen helder en relatief beknopt op te schrijven. Na een interessante beschrijving van de invloed van virussen, bacteriën en parasieten behandelt de auteur onderwerpen als: dictatuur versus democratie, deglobalisering, disruptie en innovatie, een nieuw leven in de cloud, het afscheid van vakanties en het basisinkomen. De auteur stelt dat de structurele veranderingen in de wereld versnellen door de komst van het COVID-19-virus. Of het nu gaat om deglobalisering, de populariteit van duurzaamheid, de digitale revolutie of de opkomst van Azië. Het zijn allemaal beleggingsthema's die sinds het begin van de coronacrisis goed presteren. Tegenover deze winnaars staan ook veel verliezers. Volgens de auteur maken thematische beleggers geconcentreerde keuzes, waarbij het vaak eenvoudiger is de verliezers te identificeren dan de winnaars. Themabeleggers spelen in op structurele langetermijntrends, veroorzaakt door technologische veranderingen of door veranderingen in beleid. In de komende jaren zal een combinatie van verschillende technologische doorbraken voor een revolutie zorgen in hoe we dingen produceren en elkaar diensten verlenen. Een dergelijke omwenteling is relevant voor beleggers, maar ook voor de maatschappij, omdat technologie bij de oplossing van de grote crises van dit moment (op het gebied van klimaat, voedsel, water, milieu, energie, gezondheidszorg en inkomensverdeling) een grote rol speelt.



Titel: The Great Decoupling
Auteur: Nigel Inkster
Uitgever: Hurst
ISBN: 9781787383838



Titel: The Inflation Myth
Auteur: Mark Mobius
Uitgever: Wiley
ISBN: 9781119741428

The Great Decoupling

Door Joost van Mierlo

China is op weg om het machtigste land ter wereld te worden. Gezien de omvang van de bevolking en de economische groei van de afgelopen decennia is dat een onontkoombare ontwikkeling. Maar de toenemende inperking van toch al beperkte vrijheden maakt een clash met het Westen, lees de Verenigde Staten, steeds waarschijnlijker.

Nigel Inkster beschrijft de ontwikkelingen in China van vooral de afgelopen tien jaar nauwgezet. De hoop dat economische vrijheid op den duur tot meer politieke vrijheid kan leiden, is de kop ingedrukt. President Xi Jinping, sinds 2013 aan de macht, maakt steeds meer duidelijk dat er niet te tornen valt aan de wensen van de Communistische Partij. Intussen groeit de invloed van China. Met het netwerk van landen dat verbonden wordt via infrastructuurprojecten van het 'Belt and Road'-project krijgt China een groeiende greep op de economische ontwikkelingen wereldwijd. Volgens Inkster gaan de ambities verder. Het land is vastbesloten om een dominante rol te spelen op het terrein van Kunstmatige Intelligentie. Het telecombedrijf Huawei, met cruciale 5G-technologie, moet daarbij een belangrijke rol spelen.

Inkster is een voormalige directeur van de Britse veiligheidsdienst MI6. Dit boek geldt in zekere zin als een waarschuwing. Volgens Inkster is te lang gedacht dat China geen gevaar zou zijn voor de wereldvrede. Dat is onterecht.

Hij maakt een vergelijking tussen de situatie in 1914, waarin het Verenigd Koninkrijk en Duitsland elkaar bestreden om de economische hegemonie in Europa. Volgens velen waren hun belangen zo verstrengeld, dat het ondenkbaar was dat dit conflict zou uitmonden in een gewapend conflict. De werkelijkheid was natuurlijk anders, zoals we weten. Het feit dat Inkster de huidige situatie met 1914 vergelijkt, maakt duidelijk hoe urgent de crisis op dit moment is.

The Inflation Myth

Door Joost van Mierlo

Drie jaar geleden zou Mark Mobius met pensioen gaan. Ruim dertig jaar was hij actief geweest bij de Amerikaanse asset manager Franklin Templeton Investments, hoofdzakelijk op het gebied van beleggen in opkomende markten. Hij kon terugzien op een glanzende carrière en was toe aan welverdiende rust.

Daar kwam het niet van. Binnen een halfjaar begon Mobius zijn eigen vermogensbeheerbedrijf. En inmiddels heeft Mobius ook een boek gepubliceerd over een onderwerp waar hij de afgelopen jaren vaak mee werd geconfronteerd: inflatie, of zoals de titel van het boek luidt: The Inflation Myth. Maar de ondertitel van het boek is misschien nog wel belangrijker: The Wonderful World of Deflation. Mobius maakt duidelijk dat inflatie een ongrijpbaar fenomeen is. Mensen zullen niet snel toegeven dat ze geld uitgeven aan gokken of illegale drugs, schrijft Mobius. Waarom zou je dan geloven wat ze zeggen over hoe ze hun geld besteden? En juist dit soort inventarisaties liggen ten grondslag aan de inflatie-indices waarop centrale banken hun beleid baseren. Deflatie heeft ten onrechte een slechte naam gekregen. Mensen zouden hun bestedingen uitstellen als ze weten dat producten goedkoper of beter worden. Maar dat zou betekenen dat mensen nooit iPhones zouden kopen, aldus Mobius. De verkoopcijfers van Apple wijzen daar niet op.

Nee, deflatie is het gevolg van technologische verbeteringen en daardoor welkom. Centrale banken moeten ophouden die te bestrijden. Dat er daardoor nieuwe problemen ontstaan, bijvoorbeeld over de mogelijkheden om (duurder wordende) schulden af te lossen, is iets waar Mobius zich minder zorgen over maakt.

Het is niet het meest toegankelijk geschreven boek. De stijl is wat houterig en drammerig. Het is in ieder geval een bewijs dat Mobius nog altijd in staat is om zichzelf en anderen te prikkelen.



DOOR ANDY LANGENKAMP, SENIOR POLITICAL ANALYST BIJ ECR RESEARCH

COLUMN

Gerontocratie als redder van de Amerikaanse democratie

Met het presidentschap van Joe Biden en de Democratische controle over het Huis van Afgevaardigden en de Senaat is het blauw wat de klok slaat in Washington. Dat zal in elk geval de komende twee jaar zo blijven.

Met een Democraat in het Witte Huis en een Democratisch Congres zijn de verwachtingen hooggespannen voor wat betreft investeringen in infrastructuur, de aanpak van de klimaatverandering en extra ondersteuning voor de zwaarst getroffen door de coronapandemie. Verder wordt veel verwacht van het buitenlandse beleid van de regering-Biden en van zijn aanpak van het vaccinatieprogramma. Vanuit het standpunt van bedrijven en beleggers is het vooruitzicht op hogere belastingen op winsten en hoge inkomens minder plezierig en grote techbedrijven vrezen dat zij onder een nog pijnlijker vergrootglas komen te liggen.

De verhoudingen in Washington zijn echter niet zodanig dat de Democraten kunnen doorpakken. In de Senaat is de meerderheid van de Democraten miniem. Dit betekent dat voorstellen zodanig geschreven moeten zijn, dat ze ook gematigde Democratische Senatoren over de streep trekken. Daar komt ook de filibuster om de hoek kijken: voor veel wetgeving voldoet in de Senaat geen gewone meerderheid, maar zijn zestig stemmen nodig. Dit betekent dus dat de steun van een klein dozijn Republikeinen nodig is om voorstellen door de Senaat te krijgen.

Dat wil niet zeggen dat Biden niets voor elkaar kan en zal boksen. Begrotingsvoorstellen en de benoeming van rechters zijn gevrijwaard van een filibuster en via de zogenaamde reconciliation-procedure kunnen Democraten soms ook om een filibuster-dreiging heen werken, mits het om voorstellen gaat die een substantiële impact hebben op de begroting.

Nog een laatste opmerking voor wat betreft de politieke werkelijkheid in Washington anno 2021. Die nieuwe realiteit is opmerkelijk vertrouwd: de afgelopen jaren werd Amerika geleid door een stel hoogbejaarden en dat wordt nu niet anders. Sterker nog, twee van de hoofdrolspelers blijven gewoon zitten en zijn intussen weer wat ouder – de Democratische leider in het Huis Nancy Pelosi (bijna 81) en de leider van de Grand Old Party (GOP) in de Senaat Mitch McConnell (79) – en Joe Biden (78) is zelfs een paar jaar ouder dan de man die hij opvolgt. En de nieuwe leider in de Senaat – de Democraat Chuck Schumer – is ook alweer 70 jaar.

Het zegt niet alleen veel over hoe vastgeroest Washington intussen is, maar ook over hoezeer de oude garde nog altijd een ijzeren greep heeft op Washington. Dat zie je trouwens terug bij de adviseurs en ministers van Biden. Ze bestaan vrijwel allemaal uit mensen die hun sporen ruimschoots verdiend hebben ten tijde van Obama of zelfs al ten tijde van het presidentschap van Bill Clinton. Dit is op zich natuurlijk goed – je wilt wel dat het machtigste land ter wereld geleid wordt door ervaren handen – maar de gemiddelde leeftijd van de poppetjes op de belangrijkste plekken is inmiddels wel erg hoog en ze behoren wel erg tot het establishment.

Dat belooft niet veel goeds voor vernieuwende politiek en een positieve en frisse wind. Een groot deel van Amerika en de meeste mensen in de rest van de wereld zullen echter al een zucht van verlichting slaken als Washington inderdaad terugkeert naar hoe het een paar jaren geleden was. «



JACQUELINE VAN VOORTHUIZEN

VAN PGB PENSIOENDIENSTEN
NAAR APG ASSET MANAGEMENT



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

Heel goed, ondanks het feit dat ik mijn nieuwe collega's alleen online ontmoet. Ze zijn allemaal positief, zeer deskundig en betrokken. Het is een grote organisatie en we werken voor meerdere fondsen. Het is mooi om te zien hoe deze functie voor elk pensioenfonds afzonderlijk wordt ingevuld.

U begon uw professionele beleggingscarrière bij MeesPierson WealthManagement. Welke functies heeft u daar vervuld? Wat waren uw ervaringen?

Ik ben bij Pierson, Heldring en Pierson begonnen als Junior Beleggingsadviseur in opleiding en doorgegroeid naar de positie van Senior Vermogensbeheerder en Directeur. In die rol was ik eindverantwoordelijk voor het team dat de beleggingen deed voor vermogensfondsen en fondsenwerfers, instellingen met een goed doel. Vanuit de ervaring met die doelgroep heb ik, samen met de collega's, het duurzame beleid en het duurzame productaanbod neergezet.

U heeft ook gewerkt bij Insinger de Beaufort en Zyllian Consultancy Services. Kunt u heel kort aangeven wat voor kennis u daar heeft opgedaan?

Bij Insinger de Beaufort bouwde ik voort op wat ik bij MeesPierson had neergezet. Ook hebben we voor Insinger de Beaufort een kantoor in Den Haag geopend. Zyllian was mijn eigen bedrijf. Ik heb tien jaar lang onder die naam gewerkt als zzp'er. Zyllian adviseerde financiële instellingen over de manier waarop een duurzaam beleggingsbeleid of productenpakket voor de klanten kon worden neergezet. De meest eervolle opdracht kwam van Triodos Investment Management. Daar heb ik te maken gekregen met echte impact en hoe dat eruitziet. Triodos te mogen adviseren, was een kroon op mijn periode als onafhankelijk consultant.

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

Ik kende al wat mensen bij APG en hoorde dat er plannen

waren om het Fiduciary Management Team uit te breiden. Ik heb gesolliciteerd toen de functie online kwam op LinkedIn.

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

Op alle vlakken, denk ik. Enerzijds gaat het om de inhoud, maar tegelijkertijd is het belangrijk om de functie van Fiduciair Manager goed in te vullen. Er zijn naar mijn idee veel raakvlakken met de functie van Private Banker, de functie die ik veelal had toen ik in het bankwezen werkte. Traditioneel is de Private Banker ook de vertrouwenspersoon van de klant.

Vindt u het een uitdaging om opnieuw te beginnen?

Ja, ik ben inmiddels bijna 60 jaar en ik ga mij weer inwerken in een compleet nieuwe organisatie. Dat vraagt eerlijk gezegd toch wel veel. Dat vind ik best spannend.

Wat verwacht u als Fiduciary Manager Responsible Investments bij APG Asset Management te realiseren?

Er wordt heel kritisch aangekeken tegen pensioenfondsen en dat is niet altijd terecht. Nederland heeft het beste pensioenstelsel ter wereld en ook qua duurzaamheid zijn we koploper. Het zou mooi zijn als we meer begrip kunnen kweken voor de dilemma's waar pensioenfondsen mee te maken hebben. Daarnaast vind ik het belangrijk een bijdrage te kunnen leveren aan het vertrouwen van de samenleving in de pensioensector.

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

Ik heb ooit gekozen voor duurzaamheid in de financiële sector omdat ik ervan overtuigd ben dat je de wereld kunt veranderen als je de geldstromen de goede kant op kunt sturen. Juist voor pensioenfondsen is dat relevant. Deelnemers moeten niet alleen van een pensioen kunnen genieten dat financieel aantrekkelijk is, maar ook kunnen leven in een sociale, veilige en schone samenleving. Ik hoop daaraan te kunnen bijdragen. «

» WILBERT HUIZING

is aangesteld als Investment Oversight Director bij BlackRock. Eerder werkte hij onder meer bij AFM, ABN AMRO Bank, Palladyne Asset Management en Credit Suisse.

» RIK ALBRECHT

is aangetreden als Voorzitter Beleggingsadviescommissie bij Psf. Roeiers in het Rotterdamse Havengebied.

» BART VINK

is begonnen als Fund Manager bij a.s.r. Real Estate. De afgelopen zes jaar was hij Head of Research & Strategy bij Redveco B.V.

» MERIJN SCHUT

is aangetreden als Director Risk Management bij Athora Netherlands. Hij komt over van ABN AMRO Bank, waar hij Manager Integrated Risk Management was.

» MARIUS DEKKER

is benoemd tot Senior Client Solutions Manager Wholesale BeNeLux bij Lombard Odier IM. Hij werkte eerder voor Robeco.

» JOSEPH BENJAMINSEN

is aangetreden als Senior Portfolio Manager External Mandates bij Bpf. Rails & Openbaar Vervoer. Hij werkte voorheen voor SPF Beheer.

» RIST BROUWER

is als Managing Director toegetreden tot het European sub-ordinated Debt and Equity Team van ICG. Hij komt over van The Silverfern Group.

» EMMIE LEWIN

start per 1 maart als Manager Bestuursbureau bij Pensioenfonds PostNL. Zij is afkomstig van PGGM.

» CEES HARM VAN DEN BERG

is begonnen als Senior Strategist bij APG AM.

» KAREL BUNTE

is aangesteld als Risicomanager bij Dion Pensioen Services B.V.

» NAJIB NAKAD

is aangesteld als Transitie-manager bij Hof Hoorneman Bankiers, waar hij al sinds 2004 Hoofd Beleggingen was. Daarvoor werkte hij als Fixed Income Strategist bij MeesPierson.

» PETER CSARDAS

is begonnen als Account Executive, Assistant Vice President bij State Street Global Advisors.

» ROB VAN BOEIJEN

is benoemd als Fondsmanager van de Triodos Impact Mixed-fondsen. Hij werkte al in het Impact Equity & Bonds Team van Triodos IM als Portfolio Manager.

» WILLEM VAN DER SCHEER

is begonnen als Senior Investment Manager bij Aegon Bank N.V. / Knab. Hij komt over van ACTIAM.

» RAYMOND DE KUIPER

is begonnen als Consultant Epidemic Risk Solutions bij Munich Re. Hij bekleedde eerder leidinggevende functies bij ACTIAM, Aon Hewitt, Morgan Stanley en JP Morgan.

» RAOUL MARTIN

gaat aan de slag als Aandelenanalist bij Kempenn CM, waar hij al 2 jaar werkzaam is.

» ANDRES VAN DER LINDEN

gaat aan de slag als Responsible Investment Advisor bij PGGM Investments. De afgelopen drie jaar werkte hij bij Triple Jump BV.

» LARS KURZNACK

heeft zich als Partner | ESG and Sustainability | Financial Sector aangesloten bij Environmental Resources Management. De afgelopen 11 jaar werkte hij bij KPMG Nederland.

» REMON SCHEENSTRA

is begonnen als Senior Pensioen Consultant bij Montae & Partners.

» BAS NAGTZAAM

gaat aan de slag als Strategic Product Developer Fixed Income bij Robeco. De afgelopen acht jaar was hij werkzaam bij AF Advisors.

» IVO KUIPER

is aangesteld als Senior Portfolio Manager bij Kempenn CM, waar hij al 12 jaar in verschillende beleggingsfuncties werkzaam was.

» MICHIEL VAN HAAGEN

is Partner geworden bij Valuedge. Hij komt over van Family Capital Trust, waar hij de afgelopen 5 jaar Partner was.

» PETER TUMMERS

is door ABN AMRO aangesteld als Senior Investment Professional Private Equity.

» REINDER WIETSMA

is benoemd tot Hoofd Beleggingen bij IBS Capital Allies. Eerder werkte hij voor BinckBank.

» ADRIE HEINSBROEK

is benoemd tot Chief Sustainability Officer bij NN IP, waar hij de afgelopen 4 jaar al Principal Responsible Investment was.

» RICO FASEL

gaat aan de slag als Manager van het Fiduciair Advies Team van PGGM, waar hij sinds 2018 werkzaam is.

» HAN RIJKEN

is aangetreden als CIO van LifeTri. Eerder werkte hij 28 jaar lang in verschillende functies bij NN IP.

» TOM BOTTINGA

is benoemd tot Directievoorzitter bij Blue Sky Group. Eerder werkte hij bij IG&H, Brand New Day, ASR en SNS REAAL.

» EDWIN DE JONG

is toegetreden tot het bestuur van PGB. Hij werkte eerder bij onder andere Towers Perrin en Onderlinge 's Gravenhage.

» JEROEN VERLEUN (FOTO)

is begonnen als Investment Manager External Fixed Income bij Abu Dhabi Investment Authority (ADIA). Hij komt over van PGGM en werkte eerder voor Aviva Investors en Barclays Capital.



Foto: Ruben Eshuis Photography

Jeroen Verleun

CFA SOCIETY VBA NETHERLANDS CONGRATULATES THE NEW CFA[®] CHARTERHOLDERS OF 2020!



CFA Society VBA Netherlands salutes the remarkable professionals joining the ranks of CFA charterholders in 2020. They have worked in the financial industry for at least four years, and successfully completed the rigorous CFA Program. But their value isn't measured in experience and test results alone. It's reflected in their commitment to the highest standards of ethical conduct in the financial community.

Damien Boon, CFA
Stefan Botha, CFA
Jean-Paul van Brakel, CFA
Neil Campbell, CFA
Pieter Camphuis, CFA
Dimitrios Chasapopoulos, CFA
Ho Yan Chau, CFA
Sieuw Yun Chong, CFA
Alessio Crestani, CFA
Elise van Dam, CFA
Reineke Davidsz, CFA
Laurent Delvenne, CFA
Valeria Dinershteyn, CFA
Raoul Le Doux, CFA
Andre Edwards, CFA
Rimzan Faider, CFA
Antonio Ferri, CFA
Federico Forlini, CFA
Catherine Franckx, CFA

Nico Frowein, CFA
Matthijs Geertjes, CFA
Rolf Heidemans, CFA
Reinier den Hertog, CFA
Erik Hessing, CFA
Isabel de Heus, CFA
Zhong Zhi Hu, CFA
Ye Huang, CFA
Jaysen Hubert, CFA
Nick Huurman, CFA
Roxana Ignat, CFA
Francesco Iurato, CFA
Youry Janssen, CFA
Jan Jongsma, CFA
Niklas Kammer, CFA
Rick Kamphuis, CFA
Duncan Karregat, CFA
Robin Van Kleef, CFA
Jos Kwakkel, CFA

Marloes Lameijer, CFA
Philippe van Leeuwen, CFA
Mathijs Lindemulder, CFA
Marc Maathuis, CFA
Kaili Mao, CFA
Fabian Meijs, CFA
Janneke Meis, CFA
Wouter Moeijes, CFA
Jim van Nunen, CFA
Eric Ogan, CFA
Dimitrios Orfanakos, CFA
Tim Paas, CFA
Chariton Papatriantafyllou, CFA
Frank van der Ploeg, CFA
Nihar Raut, CFA
Krispijn te Riet, CFA
Rutger Roeling, CFA
Tom Rood, CFA
Arunkumar Sankaran, CFA

Bram van Santen, CFA
Jayden Schiff, CFA
Ewout Schoemakers, CFA
Marijn Settels, CFA
Joost Slabbekoorn, CFA
Lucas Snieders, CFA
Jasper Tintel, CFA
Natasha Unger, CFA
Aviral Utkarsh, CFA
Sjoerd Verhoogt, CFA
Ko Verstraten, CFA
Wessel Visschedijk, CFA
Philip van der Weijde, CFA
Diederik van de Wiel, CFA
Mark van der Wiel, CFA
Ying Xiong, CFA
Li Yin, CFA
Shendi Zhang, CFA
Lammert Zwaga, CFA



**Check out our educational
programs, such as the RBA Program,
MiFID II and more.**

For information,
visit www.cfavba.nl



HET NIEUWE PENSIOENSTELSEL – DE LIFE-CYCLE BENADERING

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

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

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

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



**BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT**

De vermogensbeheerder
voor een wereld
in verandering