

# FINANCIAL INVESTIGATOR



**IN EEN GOED  
FIDUCIAIR MODEL  
IS HET BESTUUR  
'IN DE LEAD'  
JACK JONK, BLUE SKY GROUP**

*Fouten maken is noodzakelijk*  
Andrew Roberts, King's College London

*Ronde Tafel*  
Alternative Fixed Income

*Ronde Tafel*  
Passive Investing in ESG

# FINANCIAL INVESTIGATOR

## INVITATION

### Seminar Designing Investment policy for ESG and Impact Investing May 21, 2019 from 11.30am – 5.30pm ABN AMRO, Amsterdam

What is the latest (academic) research teaching us about the relationship between ESG and returns? How do you prevent unnecessary complexity in ESG? Climate change risk is a long-term game. How can this be connected to your medium term investment decisions? How to implement the SDGs in your investment portfolio? What are the pitfalls when measuring SDGs?

What initiatives are there for institutional investors who wish to tighten their ESG policy in addition to the PRI, the UN Global Compact, the Stewardship Code of Eumedion and VBDO? How do you determine what you (don't) want?

Please mark your calendars and come join us at our Seminar on designing an investment policy for ESG and Impact Investing in Amsterdam on May 21, 2019 from 11.30am until 5.30pm, followed by a networking reception. Top speakers will share their views with you via various breakout sessions that can be chosen from.

**Jaap van Dam**, Principal Director Investment Strategy at PGGM will be chairing this event.

Key note speakers will include amongst others:

- **Kees van Dijkhuizen** (CEO, ABN AMRO)
- **Olaf Sleijpen** (Division Director of the Insurance Supervision Division, DNB)
- **Philip Ripman** (Portfolio Manager, Storebrand)
- **Dennis van der Putten** (Director Sustainability & Strategy, ACTIAM)
- **Adam Dmochowski** (Investment Specialist Fixed Income, Aberdeen Standard Investments)
- **Annette van der Krogt** (Head Responsible Investing, Achmea Investment Management)
- **Mathilde Dufour** (Co-head Sustainable Investment Research Department, Mirova (a Natixis company))
- **Joshua Kendall** (ESG Analyst, Insight Investment (a BNY Mellon company))
- **Paul Moghtader** (Managing Director, Portfolio Manager, Lazard Asset Management)
- **Jennifer Anderson** (Co-Head of Sustainable Investment, Lazard Asset Management)
- **Bertrand Lecourt** (Portfolio Manager, Fidelity)
- **Joop Hessels** (Executive Director, Head of Green Bonds, ABN AMRO)
- **Theresa Boettger** (Investment Specialist Equities and Sustainability, DWS)
- **Jake Otto** (Investment Specialist, Wellington Management)
- **Amelia Tan** (Specialist Sustainable Investing in EMEA, BlackRock)
- **Angélique Laskewitz** (Executive Director, VBDO)
- **Mary Bloem-Pieterse** (Member of the Global Investment Committee, ABN AMRO)
- **Karine Jesiolowski** (Head of Responsible Investing for Asset Management, UBP)
- **Jack Julicher** (CIO, ASR Nederland)
- **Claudia Kruse** (Managing Director Global Responsible Investment & Governance, APG)

#### Registration

Registration is only open to asset owners, investment consultants and non-commercial key market influencers.

We define asset owners as significantly sized institutional investors such as pension funds, sovereign wealth funds, government / public funds, endowments and foundations, faith groups and major family and multi-family offices. Investment consultants considered for admission are those that primarily advise asset owners on investments, independent from providing asset management products or discretionary investment services.



For the programme and registration go to:

[www.financialinvestigator.nl/nl/seminar-designing-investment-policy-for-esg-impact-investing/16/seminar-designing-investment-policy-for-esg-and-impact-investing/schedule](http://www.financialinvestigator.nl/nl/seminar-designing-investment-policy-for-esg-impact-investing/16/seminar-designing-investment-policy-for-esg-and-impact-investing/schedule)

#### Seminar Sponsors:



**HOOFDREDACTEUR**

Jolanda de Groot

[jolanda@financialinvestigator.nl](mailto:jolanda@financialinvestigator.nl)**ADJUNCT HOOFDREDACTEUR**

Harry Geels

[harry@financialinvestigator.nl](mailto:harry@financialinvestigator.nl)**EINDREDACTIE**

Baart Koster

**REDACTIE**

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

**RAAD VAN ADVIES**

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

**REDACTIERAAD**

Michiel Cleij  
Ronald Florisson  
Derya Gunaydin

**AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE**

John Adu, Marcel de Berg, Jim van den Bergh, Barbara Bleijenberg, Frank van Blokland, Paul Boerboom, Marleen Bosma, Vincent van Bijleveld, Pieter Braaksmas, Erik-Jan van Dijk, Nicole Downer, Charles Dupont, Claus Fintzen, Anne Gram, Dan Grandage, Jeremy Grantham, Dick van Hal, Raphie Hayat, Pascal Hogenboom, Marta Jankovic, Thijs Jochems, Jack Jonk, Tabitha Kannegieter, Jules Koekkoek, Bas Kragten, Richard Kragtwijk, Andy Langenkamp, Philip Jan Looijen, Edwin Mars, Frank Meijer, Marcel Mulleners, Henrik Wold Nilsen, Daan Nijssen, Arjen Pasma, Pim Rank, Andrew Roberts, Joris Roggeveen, Hans de Ruiter, Markus Schaen, Maureen Schlejen, Richard Sherriff, Rajesh Sukdeo, Galia Velimukhametova, Gert-Jan Verhagen, Daniel Widjanto, René de Wit, Guurtje Wolters en Anton Wouters.

**FOTOGRAFIE**

Roger Cremers Fotografie  
Ruben Eshuis Photography  
Kees Rijken Fotografie

**OPMAAK**

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

**DRUK EN DISTRIBUTIE**

Scope Business Media in samenwerking met PreVision

**ADVERTENTIES**

Jolanda de Groot

[jolanda@financialinvestigator.nl](mailto:jolanda@financialinvestigator.nl)**UITGEVER**

Financial Investigator Publishers B.V.

[info@financialinvestigator.nl](mailto:info@financialinvestigator.nl)**ABONNEMENTEN**

Financial Investigator wordt via controlled circulation uitsluitend verspreid onder professionele beleggers. Lezers die tot de doelgroep behoren waarden 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](http://www.financialinvestigator.nl). Voor verzending naar het buitenland brengen wij portokosten in rekening. Neem voor meer informatie contact met ons op via [info@financialinvestigator.nl](mailto:info@financialinvestigator.nl)

**DISCLAIMER**

De inhoud van Financial Investigator dient enkel ter informatie en is geen voorstel of aanbod tot het aankopen of verhandelen van de financiële instrumenten die hierin beschreven worden en is geen beleggingsadvies. Uitgever en auteurs verklaren dat deze uitgave op zorgvuldige wijze en naar beste weten is samengesteld, evenwel kunnen uitgever en auteurs op geen enkele wijze instaan voor de juistheid en volledigheid van de informatie. Uitgever en auteurs aanvaarden dan ook geen enkele aansprakelijkheid voor schade, van welke aard dan ook, die het gevolg is van handelingen en/of beslissingen die gebaseerd zijn op bedoelde informatie. Evenmin aanvaarden uitgever en auteurs aansprakelijkheid voor materiaal zoals foto's en afbeeldingen die door derden zijn aangeleverd. Niets uit deze uitgave mag worden 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.

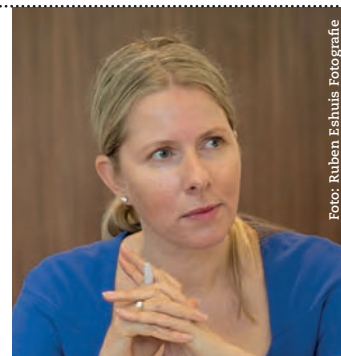


Foto: Ruben Eshuis Fotografie

Jolanda de Groot / Hoofdredacteur

**K**leine en middelgrote bedrijven hebben nergens zoveel moeite om aan financiering te komen als in Nederland. De financieringskloof is hier veruit het grootst en dat zet een rem op de economische groei, zo stelde kredietverzekeraar Euler Hermes onlangs op basis van een groot onderzoek. Voor de Nederlandse MKB-ers wrekt zich het feit dat er weinig keus is. De kredietvoorziening is voor 90% in handen van een paar grootbanken. In omliggende landen is de concurrentie groter en zijn er meer alternatieven om aan een lening te komen.

Tijdens de Ronde Tafel over Alternative Fixed Income kwam de populariteit van deze asset class uitgebreid aan de orde. De MKB-markt biedt een enorme mogelijkheid om de vastrentende portefeuille te diversificeren en om te beleggen in een beleggingscategorie met aantrekkelijke risico-rendementsverhoudingen. Met name de Europese markt biedt veel mogelijkheden, juist omdat deze markt minder ontwikkeld is dan bijvoorbeeld de Amerikaanse markt.

Naast diverse artikelen en interviews over Alternative Fixed Income gaat in deze uitgave veel aandacht uit naar het onderwerp (passief beleggen in) ESG. De Ronde Tafel over dit onderwerp werd geleid door Anne Gram, toezichthouder en onafhankelijk adviseur pensioenfondsen.

Op 18 maart organiseerde Financial Investigator een educatieve bijeenkomst voor pensioenfondsen over Fiduciair Management en de Uitbesteding van de Externe Manager Selectie ten kantore van Blue Sky Group in Amstelveen. Dit event vormde een mooie gelegenheid om met de CIO van Blue Sky Group, Jack Jonk, in het coververhaal nog wat dieper in te gaan op een aantal vragen als 'waar schuilt het succes van het fiduciaire concept in?', 'waar komt de kritiek vandaan?', 'welke ontwikkelingen heeft fiduciair management doorgemaakt?' en 'welke tips kunnen meegegeven worden aan pensioenfondsen?'

Ik wens u weer veel leesplezier toe!

## Educatieve bijeenkomst voor pensioenfondsbestuurders en bestuursbureaus over Maatschappelijk Verantwoord Beleggen in Vastgoed.

17 juni 2019, 15:00 – 17:20 uur  
Sweco Capital Consultants, De Bilt

Dagvoorzitter is Reinier Mijsberg (Senior Consultant, Sweco)  
Sprekers zijn onder andere Prof. Dr. Peter van Gool, Mathieu Elshout (Senior Director Private Real Estate, PGGM), George van Hooijdonk (Manager Strategic Partnerships, MN) en Dennis van de Pas (Portfolio Manager Real Estate, Altis Investment Management).

Kijk voor meer informatie en registratie op: [www.financialinvestigator.nl/en/page/496/19/pensioenfondsseminar-maatschappelijk-verantwoord-beleggen-in-vastgoed/about](http://www.financialinvestigator.nl/en/page/496/19/pensioenfondsseminar-maatschappelijk-verantwoord-beleggen-in-vastgoed/about)

In samenwerking met:





# ACTIVELY CONNECTING INVESTORS TO ALTERNATIVE OPPORTUNITIES

*Relative Value* | *Trend Following* | *Absolute Return* | *Long Short*

Our range of alternative investments may help investors better diversify  
their portfolios no matter what the markets are doing.

Learn more at: [im.natixis.com](https://im.natixis.com)

ALPHASIMPLEX

ARCTIC  
BLUE

DNCA  
INVESTMENTS

H2O  
Asset Management

SEELYOND

 **NATIXIS**  
INVESTMENT MANAGERS

For Professional Investors only.

All investing involves risk, including the risk of capital loss.

The above referenced entities are affiliates of Natixis Investment Managers, the holding company of a diverse line-up of specialized investment management and distribution entities worldwide. Their services and the products they manage are not available to all investors in all jurisdictions.

Provided by Natixis Investment Managers, Netherlands (Registration number 50774670). Registered office: Stadsplateau 7, 3521AZ Utrecht, the Netherlands.

Arctic Blue Capital is an affiliate of H2O Asset Management.

ADINT120-0319

## Coververhaal

- 12 **In een goed fiduciair model is het bestuur 'in de lead'**, Interview met Jack Jonk, Blue Sky Group

## Thema Alternative Fixed Income

- 36 **Ronde Tafel Alternative Fixed Income**  
 46 **De uitdagingen op het gebied van Alternative Fixed Income**, Interview met Markus Schaen, MN  
 48 **De toegevoegde waarde van Alternative Fixed Income**, ACTIAM

## Thema ESG

- 56 **Ronde Tafel Passive Investing in ESG**  
 66 **Investeer óók in een leefbare toekomst!**, Anne Gram, Toezichthouder en onafhankelijk adviseur pensioenfondsen  
 72 **De wedloop van ons leven in een notendop (revisited)**, GMO  
 74 **Investing with climate change in mind**, Storebrand

## Wetenschap en praktijk

- 8 **Fouten maken is noodzakelijk**, Interview met Andrew Roberts, King's College London  
 16 **Volwaardig besturen doe je niet met kennis alleen**, Interview met Guurtje Wolters, Mens&Kennis  
 22 **Battling the risks**, Avida International and Strategia Worldwide  
 26 **Verslag educatieve bijeenkomst voor pensioenfondsen**  
 52 **Vastgoedbeleggen: van lineariteit naar circulariteit en adaptiviteit**, Interview met Marleen Bosma en Dick van Hal, Bouwinvest

## Gesponsord

- 20 **IBOR Reform**, Interview met Erik-Jan van Dijk en Richard Kragtwijk, Achmea Investment Management  
 28 **Met behoud van eigen identiteit klaar voor de toekomst**, Interview met Maureen Schlejen en Philip Jan Looijen, NN Investment Partners  
 32 **Hoe meten we de effectiviteit van de fiduciair manager?** Interview met Anton Wouters, BNP Paribas Asset Management



*In een goed fiduciair model  
is het bestuur 'in de lead'*  
12



*Fouten maken  
is noodzakelijk*  
8



## Ronde Tafel Alternative Fixed Income 36



## Ronde Tafel Passive Investing in ESG 56

### RONDE TAFELS 2019

- RONDE TAFEL FROM ACTIVE TO PASSIVE TO FACTOR INVESTING: 9 MEI
- RONDE TAFEL EXTERNAL MANAGER SELECTION: 28 MEI

### SEMINARS 2019

- DESIGNING INVESTMENT POLICY FOR ESG AND IMPACT INVESTING: 21 MEI
- MAATSCHAPPELIJK VERANTWOORD BELEGGEN IN VASTGOED: 17 JUNI

- 50 **Beleggen in distressed debt biedt vooral nú kansen**, Interview met Galia Velimukhametova, Pictet Asset Management
- 70 **Reconciling Responsible Investing with Passive Management**, Amundi

### Columns

- 11 **IVBN:** In een noodknop kun je niet wonen
- 19 **Arjen Pasma en Marcel Mulleners:** IBOR Reform, wat zijn de consequenties voor pensioenfondsen?
- 24 **Han Dieperink:** Pensioenprobleem in het belastingparadijs
- 31 **Pim Rank:** Meer duidelijkheid met nieuwe regels voor de personenvennootschap?
- 55 **Aberdeen Standard Investments:** ESG en logistiek: er komen andere tijden
- 65 **CFA Society VBA Netherlands:** De verschillende gezichten van China
- 69 **Thijs Jochems:** Passief beleggen en 'The Big Five': kiest u bewust?
- 78 **Andy Langenkamp:** Europees populisme, alive and kicking

### Rubrieken

- 76 Boeken
- 79 On the move special: **René de Wit**
- 80 On the move kort

Financial Investigator in 2019 zonder kosten (blijven) ontvangen?  
Meld u dan nu aan op onze website: [www.financialinvestigator.nl](http://www.financialinvestigator.nl)



ALTERNATIVES MULTI-ASSET KWANTITATIEVE BELEGGINGEN AANDELEN VASTRENTENDE WAARDEN VASTGOED PRIVATE MARKETS

# Connected ESG Perspectives. One focus. Yours.

We streven ernaar om marktleider te zijn op het gebied van ESG beleggen. De waarde van de beleggingen van onze klanten beschermen en verbeteren terwijl we bijdragen aan een duurzame wereld staat hierbij voorop.

Bij Aberdeen Standard Investments staat alles in het teken van het genereren van de beste langetermijnresultaten voor onze klanten.

[aberdeenstandard.nl/connections](https://aberdeenstandard.nl/connections)

Kapitaalrisico

**Aberdeen Standard**  
Investments

## Syntrus Achmea ontvangt twee nieuwe mandaten van Nederlandse pensioenfondsen voor zorgvastgoedfonds

Syntrus Achmea Real Estate & Finance heeft van twee Nederlandse pensioenfondsen nieuwe mandaten ontvangen voor het Achmea Dutch Health Care Property Fund (ADHCPF). De mandaten hebben een gezamenlijke waarde van 41 miljoen euro.

Het Pensioenfonds voor Dierenartsen treedt toe tot het zorgvastgoedfonds. Het Pensioenfonds Werk en (re) Integratie breidt zijn bestaande mandaat uit. Daarmee participeren in totaal dertien institutionele beleggers in

het fonds, dat een portefeuille heeft van 421 miljoen euro (inclusief pijplijn).

Het ADHCPF werd vorig jaar in de GRESB-benchmark uitgeroepen tot het duurzaamste zorgvastgoedfonds ter wereld. Het fonds hanteert een actieve groeistrategie, waarbij onder meer wordt belegd in levensloopbestendige woningen, zorgwoningen en gezondheidscentra. Doelstelling is dat de portefeuille binnen enkele jaren groeit naar ten minste 800 miljoen euro.



Sinds 2013 is Pieter Braaksma Manager Risk en Compliance bij PFZW, maar zijn ervaring in de financiële sector, als auditor en in risk, control en legal functies, nationaal en internationaal, beslaat al meer dan 30 jaar. Hij is altijd in voor projecten, liefst in een complexe omgeving. ERP-systemen implementeren? Juridische fusies begeleiden? Een project 'kostenbeheersing' misschien? Een traject 'hercontracteren'? Pieter doet het met plezier.

## De agenda van Pieter Braaksma

### ZAKELIJKE PRIORITEITEN

- Het audit committee, de pensioencommissie en ons bestuur adviseren over compliance, audit, risk en pensioenbeheer;
- Mijn betrokkenheid bij de strategie van het fonds. Nu bij de organisatie van pensioenbeheer en IT, en bij de IT-functie;
- Riskmanagement en nieuwe ontwikkelingen in privacy, security, IT en wet- en regelgeving invullen;
- Monitoren en dan rapporteren in audit- en riskrapportages;
- Onderzoeken van de toezichthouders uitvoeren en de bestuurlijke afhechting verzorgen;
- Samen met een werkgroep voltooide ik voor de Pensioenfederatie recent een concept gedragslijn AVG. Die ligt nu voor consultatie bij de leden.

### OOK TOPPRIORITEIT

- Onze twee dochters en zoon studeren. Als ze op exchange gaan, zoeken we ze op. Vorig jaar in Zuid-Korea. We zijn benieuwd wat onze volgende vakantiebestemmingen worden;
- Het wordt weer mooi weer, dan fietsen we graag. Dichtbij hebben we water, bos en hei in overvloed;
- In het weekend komen onze jongvolwassenen weer langs. Erg gezellig, altijd weer!
- Sinds vorig jaar zijn we bezig de bovenverdieping te isoleren; het moet af!
- Er samen op uit in het weekend. Op ons programma staat steeds iets anders. Een sportevenement, muziekfestival of 'gewoon' lekker uit eten.



## Onderzoek onder 50 pensioenfondsen combineert data VBDO en DNB

Verantwoord beleggen hoeft niet meer te kosten dan vermogensbeheer zonder aandacht voor ESG (Environmental, Social, Governance)-aspecten. Dit is de conclusie van een onderzoek onder de 50 grootste pensioenfondsen in Nederland. Het onderzoek is uitgevoerd door Siegelaer pensioen innovator op basis van data van de Vereniging van Beleggers van Duurzame Ontwikkeling (VBDO) en De Nederlandsche Bank (DNB).

De conclusie van het onderzoek is dat hogere scores op verantwoord beleggen niet per se gepaard gaan met hogere vermogensbeheerkosten of transactiekosten. Onderzoeker Gaston Siegelaer: 'Een vraag die in veel discussies over verantwoord beleggen speelt, is of het ten koste gaat van het rendement. De vraag of verantwoord beleggen op zichzelf tot hogere beleggingskosten leidt, komt niet vaak aan de orde. Ik heb er ook geen publiekelijk bekend onderzoek over kunnen vinden.'

In hoeverre een pensioenfonds verantwoord belegt, wordt jaarlijks onderzocht door de VBDO en gepubliceerd in de 'VBDO Benchmark verantwoord beleggen door pensioenfondsen in Nederland'.

De kosten die pensioenfondsen maken voor vermogensbeheer en transacties worden door DNB gepubliceerd. Dit onderzoek van Siegelaer pensioen innovator combineert de twee databronnen. Het is voor het eerst dat deze databronnen tezamen voor dit doel worden gebruikt.

### Misverstand de wereld uit

De VBDO heeft de onderzoeksbevindingen verwelkomd. Angélique Laskewitz, directeur van de VBDO, zegt hierover: 'Het idee dat verantwoord beleggen een negatief effect heeft op het rendement is achterhaald. Er zijn duizenden studies die gecombineerd uitwijzen dat er evenveel of meer rendement behaald wordt. Het misverstand dat het tot hogere kosten zou leiden, wordt met dit onderzoek de wereld uitgeholpen.' Zij vervolgt: 'Dit onderzoek is een flinke steun in de rug voor pensioenfondsen die nu nog aarzelen om de stap naar ESG-beleggen te maken. De VBDO gaat hierover in gesprek met de fondsen.'

Siegelaer: 'Veel fondsbesturen worstelen met de vraag hoe ze verantwoord beleggen kunnen vormgeven. Mijn onderzoeksrapport geeft praktische tips aan pensioenfondsen om zonder verhoging van de vermogensbeheerkosten verantwoord beleggen in te voeren of uit te breiden.' De aanbevelingen zijn: 1. Verschuif beleggingen van 'traditioneel actief' naar 'ESG-actief'; 2. 'Ga over van traditionele benchmarks naar benchmarks met een ESG-filter'; 3. Pas actief engagement beleid toe in combinatie met meer passief beheer.

## Mainfirst: Wat betekent China voor Europese beleggers?

China was gedurende 4.000 jaar het meest ontwikkelde land ter wereld. Enkel de laatste 400 jaar was dat niet het geval. Maar sinds 40 jaar maakt China een inhaalslag en heeft het de westerse landen al op heel wat gebieden voorbijgestreefd.

Met zijn strategisch plan tot 2025 wil China zijn industrie moderniseren, de kwaliteit van zijn producten verbeteren en meer inzetten op automatisering en digitalisering. De Chinese staat investeert een goede 2% van het bbp in innovatieve projecten zoals alternatieve energie. De vertienvoudiging van de patentaanvragen vanuit China in de voorbije tien jaar wijst op de ijver waarmee de strategie wordt uitgevoerd.

Energie is een van de aandachtspunten. China is gestart met het benutten van de mogelijkheden van lithium-ion batterijen. Er zijn momenteel tal van productiefaciliteiten voor batterijen voor elektrische wagens in aanbouw. Verwacht wordt dat China 70% van de wereldproductie van dergelijke batterijen voor zijn rekening zal nemen. In 2019 is China, net als Tesla, ook begonnen met de bouw van de eerste Gigafactory voor batterijen.

Om de groeiende honger van het land naar energie te stillen, is de zoektocht begonnen naar nieuwe manieren om elektriciteit te produceren. Tegen 2030 zullen 9 van de 15 grootste wereldsteden waarschijnlijk Chinees zijn. Deze evolutie vereist enorme investeringen in elektriciteitsproductie.

De koopkracht van de Chinezen zal ook blijven groeien, aangezien verwacht wordt dat het privévermogen in China de komende tien jaar met meer dan 180% zal groeien tot bijna 70 biljoen US dollar. Dat wil zeggen dat China onmiddellijk na de Verenigde Staten komt, die het privévermogen zal zien groeien naar 75 biljoen US dollar. Deze ontwikkelingen zullen niet enkel de groei van de energiesector stimuleren, maar ook van andere sectoren zoals financiële transacties en luxegoederen.

De bedrijven die van deze groei zullen profiteren, zijn natuurlijk Chinese giganten zoals Alibaba en Tencent, maar ook internationale producenten van luxegoederen zoals LVMH, Kering en Canada Goose.

# Fouten maken is noodzakelijk

DOOR JOOST VAN MIERLO

Het ontbreekt dezer dagen aan het politieke leiderschap dat Winston Churchill tentoonspreidde gedurende de Tweede Wereldoorlog. Dat is enerzijds jammer, zeker met alle Brexit-perikelen. Maar misschien is er wel een wereldoorlog nodig om dit soort kwaliteiten bij mensen naar boven te halen. En zo'n crisis wenst natuurlijk niemand.

Aan het woord is Andrew Roberts. Hij schreef vorig jaar een biografie van Churchill waarvan afgelopen maand een Nederlandse vertaling verscheen. Zelfs Roberts schrok een beetje van de omvang van bijna 1.200 bladzijden. Lachend zegt hij: 'De Engelse versie is minder dan 1.000 pagina's, dat is toch beter behapbaar.'

Het boek is ongekend populair. Met gepaste trots meldt hij dat er van zijn boek net die week meer exemplaren zijn verkocht dan van de wat meer uit de losse pols geschreven versie van de Britse politicus Boris Johnson. 'Meer dan 200.000 exemplaren nu. Ja, dat is een bewijs dat de belangstelling voor Churchill, of de behoefte aan Churchill nog altijd groot is.'

## **U heeft het over behoefte. Waar doelt u op?**

'Ik noem het moreel leiderschap. Churchill was iemand die op tal van punten in zijn leven fouten, of zelfs grote fouten, maakte. Maar op de belangrijke momenten van zijn leven nam hij de juiste beslissing. Dat was ten tijde van de bedreiging van Pruisisch militarisme voor de Eerste Wereldoorlog, zijn waarschuwingen tegen het opkomend gevaar van het nazisme in Hitler-Duitsland en de dreiging van het communisme dat uitmondde in de Koude Oorlog.'

Churchill stond op dat soort momenten vaak alleen. Hij was een roepende in de woestijn als het om de dreiging van Herr Hitler, zoals hij hem noemde, ging. In het Lagerhuis werd hij in die jaren beschouwd als een oorlogszuchtige oproer-kraaier en werd hij uitgejouwd. Maar het betekende niet dat hij van mening veranderde.'

## **Sommigen zouden dat halsstarrig noemen?**

'Nee, het was anders. Churchill had een rotsvast vertrouwen

**Churchill was iemand die op tal van punten in zijn leven fouten, of zelfs grote fouten, maakte. Maar op de belangrijke momenten van zijn leven nam hij de juiste beslissing.**

in zijn eigen gelijk. Dat is iets wat hij al heel vroeg had. Als zestienjarige jongen op de kostschool vertelde hij een vriendje dat hij ooit Engeland zou redden. De ondertitel van de Engelse versie – *walking with destiny* – geeft aan dat hij het gevoel had dat hij voorbestemd was voor de belangrijke rol die hij later speelde. Dat had deels met zijn komaf te maken. De familienamen Spencer (onder andere van Prinses Diana, JvM) en Churchill behoren tot de meest fameuze in Engeland en dat was iets waar Churchill zich terdege van bewust was. Zijn voorvader John Churchill, de eerste hertog van Marlborough, was een belangrijke generaal in de Spaanse Successie-oorlogen. Hij was de grote held van Churchill. Een rotsvast vertrouwen dus, met name als het ging om voor hem cruciale zaken, maar Churchill realiseerde zich ook dat hij fouten maakte. 'Als ik geen fouten zou hebben gemaakt, zou ik ook niets hebben bereikt in mijn leven', schreef Churchill in de Eerste Wereldoorlog aan zijn echtgenote Clementine.'

## **Leerde hij van zijn fouten?**

'Ja. Het lijkt erop dat zijn lange leven een soort van voorbereiding was op de rol die hij zou spelen in de Tweede Wereldoorlog. De grootste fout die Churchill waarschijnlijk maakte, is dat hij als voor de marine verantwoordelijke minister in de Eerste Wereldoorlog besloot tot de landing bij Gallipoli op de Turkse kust. Er vielen bijna 150.000 doden. Het is hem nog decennia nagedragen en als hij in 1939 zou zijn overleden, zouden mensen, als ze zich Churchill al herinnerden, zich juist deze tragische militaire operatie herinneren.'

Maar Churchill leerde ervan dat hij de bezwaren van zijn militaire top serieuzer moest nemen. Hij zou hen nooit meer overrulen.

Churchill maakte op tal van andere punten fouten. Dat gebeurt natuurlijk in een leven van negen decennia. Hij verzette zich jarenlang tegen het vrouwenkiesrecht. Hij minachtte Gandhi op een manier die niet helemaal fris was. Als minister van Financiën zorgde hij voor veel ellende door de Gouden Standaard herin te voeren eind jaren twintig. Maar het leerde hem ook dat het cruciaal was om de liquiditeit in het oog te houden tijdens de moeilijke oorlogsjaren.'

**Voer hij daarbij alleen op eigen kompas of liet hij zich beïnvloeden door anderen? Was er sprake van een vorm van 'checks and balances' voor Churchill?**

'Nee, het was inderdaad meer dat hij op eigen kompas voer. Maar niet alleen. Op sommige momenten kon zijn echtgenote hem bijsturen. In het heetst van de Battle of Britain schreef Clementine hem een brief waarin ze opmerkte dat hij zo kortaf was tegen de mensen om hem heen. Dat hij niet altijd zijn 'natuurlijke vriendelijkheid' liet zien. Dat zie je de echtgenotes van Hitler en Stalin nog niet doen. Maar Churchill liet zich op deze manier terechtwijzen.

Churchill testte zijn inzichten ook voortdurend uit op de mensen om hem heen. Die werden soms hoorndol van alle plannen, maar Churchill had deze dialogen nodig om zijn inzichten te scherpen. Niemand wist dit beter dan veldmaarschalk Alan Brooke, de hoogst verantwoordelijke militair en tijdens de Tweede Wereldoorlog vrijwel dagelijks in contact met Churchill. Hij zei later dat Churchill iedere dag met tien ideeën kwam waarvan er een goed was. Maar dat was nog altijd meer dan van de gemiddelde politicus kan worden gezegd.'

**Wat kan er verder nog worden geleerd van Churchill?**

'Churchill was authentiek. Dat wordt in deze dagen nog weleens vergeten. Hij schreef meer boeken, of boekenpagina's moet ik zeggen, dan Dickens en Shakespeare bij elkaar. En dan hebben we het nog niet eens over de speeches. Zijn verzamelde toespraken zijn uitgebreider dan zijn verzamelde boeken. En Churchill schreef het allemaal zelf. Hij zou hebben gegruwd van het idee dat er een communicatie-adviseur of een spin-doctor was.

Churchill schreef alles zelf. Of beter gezegd: hij dicteerde alles zelf. Hij maakte een leven lang gebruik van een batterij aan medewerkers die al zijn formuleringen uitwerkten.

Ik denk dat het belangrijk is dat mensen merken dat men te maken heeft met een mens van vlees en bloed. Veel van de toespraken in het Lagerhuis worden tegenwoordig voorgelezen. Dat deed Churchill nooit. Hij leerde al zijn toespraken, soms van een uur lang, uit zijn hoofd. Hij kon ze zich decennia later soms nog letterlijk herinneren.

Churchill nam die toespraken enorm serieus. Het was zijn belangrijkste wapen. Ook hier begon dat al op jonge leeftijd. Toen hij 23 was, en nog nooit een serieuze openbare toespraak had gehouden, schreef hij al een vertoog waarin hij beschreef aan welke eisen een openbare toespraak diende te voldoen. Zijn leven lijkt ook hier een voorbereiding te zijn van wat later noodzakelijk was. Een van de dingen die hij schreef, was dat het noodzakelijk was om te overdrijven.'

**Een grapje neem ik aan?**

'Niet helemaal. Churchill begreep dat een boodschap alleen

duidelijk kon worden overgebracht door te overdrijven. Maar hetzelfde geldt overigens voor humor. Hij maakte constant gebruik van humor. Geen voorgekauwde grapjes door adviseurs, maar echte grappen. De twinkeling in de ogen was nooit ver weg. Zelfs op de meest intense en moeilijke momenten van de Tweede Wereldoorlog klonk er gelach in de corridors van Downing Street 10 (de ambtswoning van Churchill, JvM). Dat was niet om de situatie te relativiseren, maar om de spanning te breken.'

**Herkent u iets van Churchill in hedendaagse leiders?**

'De enige die ik echt Churchilliaans zou willen noemen is Margaret Thatcher. Op momenten zoals de Falklandoorlog en in haar rotsvaste overtuiging dat de Britse economie moest worden omgewenteld, had ze wel iets van de robuustheid van Churchill.



Foto: Anna Kunst

**CV**

- 1963 Geboren in Londen
- 1985 Studie Geschiedenis aan Universiteit Cambridge
- 1985 Werkzaam in City bij Robert Fleming & Co
- 1991 The Holy Fox, biografie van Halifax
- 1999 Biografie over Lord Salisbury
- 2014 Biografie Napoleon the Great
- 2016 President van The Cambridge University Conservative Association
- 2018 Biografie Churchill
- 2019 Visiting professor King's College London



Maar het blijft natuurlijk lastig om dingen te vergelijken. Churchill had de Tweede Wereldoorlog nodig om Churchill te worden. Alleen op momenten van enorme crisis worden de eigenschappen die nu aan Churchill worden toegeschreven en waar ik het eerder over had, naar boven gehaald. Aan de ene kant wens je dat politieke leiders over dit soort eigenschappen beschikken, maar niemand wenst natuurlijk in een nieuwe wereldoorlog betrokken te raken.'

### ***U noemt Thatcher, maar ook zij is overleden. Kijkt u ook naar hedendaagse leiders?***

'Ik zie dat niet erg. Sommige mensen zeggen dat de voormalige Amerikaanse president Barack Obama qua welsprekendheid de gelijke is van Churchill, maar dat inzicht deel ik niet. Ik doel daarbij niet zozeer op de politieke

***De meeste politici zijn allemaal zo voorgekookt. Daar hebben mensen een hekel aan. Het is in mijn ogen een belangrijke verklaring voor de afkeer van de politiek en politici.***

### ***Churchill testte zijn inzichten ook voortdurend uit op de mensen om hem heen.***

boodschap, als wel op de manier waarop deze wordt uitgedragen. Churchill baseerde zich daarbij op een eeuwenlange literaire traditie, van Shakespeare tot Milton en van Gibson tot Macaulay. Dat zie ik minder bij Obama, maar die is natuurlijk nog erg jong.'

### ***Hoe zit het met de humor?***

'De enige die ik daar gebruik van zie maken is de Britse politicus Boris Johnson. Maar dan heb je het natuurlijk ook maar over een van de eigenschappen van Churchill. Als het op moreel leiderschap aankomt, is Churchill toch van een andere orde.

De populariteit van Johnson laat echter zien hoe belangrijk het is om humor als wapen te hebben. Het geeft iemand volgens mij ook de noodzakelijke authenticiteit. De meeste politici zijn allemaal zo voorgekookt. Daar hebben mensen een hekel aan. Het is in mijn ogen een belangrijke verklaring voor de afkeer van de politiek en politici.'

### ***En de reden voor Trump?***

'Ja precies. Trump laat zich niet ringeloren door communicatie-adviseurs. Hij neemt de verantwoordelijkheid voor zijn eigen inzichten via zijn Twitter-account. Wat je er verder ook van mag denken, dat is verfrissend.

Ik ben er overigens van overtuigd dat Churchill een voortreffelijk twitteraar zou zijn geweest. Hij was een meester als het gaat om het formuleren van one-liners. Hij was ook razendsnel in zijn humor. Tijdens een toespraak in het Lagerhuis raageerde een van zijn politieke tegenstanders eens met de opmerking 'what rot'. Waarop Churchill onmiddellijk reageerde met de woorden dat de geachte afgevaardigde de toestand van zijn eigen hersenen zeer treffend had beschreven. Kijk, dat vind ik nu zuivere humor.'

### ***Ziet u iets van het politieke leiderschap in de huidige Brexit-discussie?***

Roberts slaat de handen voor zijn ogen. Dat zegt genoeg. «

Communicatie-adviseurs staan in de weg van authentiek leiderschap.

Humor machtig wapen in politieke debat.

Moreel leiderschap komt alleen naar boven tijdens serieuze crisis.



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

# COLUMN

## In een 'noodknop' kun je niet wonen

Er is een enorm tekort aan huurwoningen. In plaats van alles op alles te zetten om meer middenhuurwoningen te bouwen, gaat de politiek reguleren. Dat werkt volkomen averechts.

Vrij naar een quote van oud-staatssecretaris Jan Schaeffer, is dat in essentie waar de discussie om draait. Institutionele en andere professionele beleggers willen juist graag nieuwe huurwoningen realiseren, maar de eisen van veel gemeenten zijn veel te strak en de verlangde grondprijzen te hoog. Daarom komen er geen of veel te weinig nieuwe middenhuurwoningen bij. Wat er nu nog gerealiseerd wordt, komt uit de pijplijn en valt nog onder oude en veel soepelere afspraken op basis van reële grondprijzen. Het aantal bouwvergunningen neemt duidelijk af. Omdat de schaarste door afnemende nieuwbouw niet kan worden aangepakt, richten politici hun pijlen op regulering van het midden- en vrije segment. Dat regulering van bestaande huurwoningen boven de € 720 meteen een extra rem op de nieuwbouw betekent, schijnen politici niet te willen weten. Marktpartijen worden doelbewust buitenspel gezet. Politici willen dat de (door hen te sturen) corporatiesector de middenhuur moet gaan doen. Veel grootstedelijke woningcorporaties zijn echter niet enthousiast: zij hebben hun financiële middelen immers hard nodig voor de nieuwbouw van sociale huurwoningen, het verduurzamen van hun bestaande bezit en renovatie om hun aanbod aan te passen aan een veranderende vraag van steeds meer eenpersoonshuishoudens van zowel jongeren als ouderen.

Deze politieke wens kent echter een fors obstakel, en dat is de in 2015 door het parlement nog breed gesteunde Woningwet. In deze wet is vastgelegd dat woningcorporaties als centrale kerntaak hebben het huisvesten van hun (duidelijk afgebakende) doelgroep in sociale huurwoningen onder de € 720 én dat zij dat met staatssteun mogen doen. Er is een splitsing gemaakt tussen DAEB-(dienst van algemeen economisch belang) en niet-DAEB- bezit (commercieel in te zetten). Hoewel corporaties

enkele honderdduizenden van hun 2,3 miljoen huurwoningen in de niet-DAEB hadden kunnen onderbrengen om tussen de € 720 en de € 1.000 te verhuren, hebben ze daar niet voor gekozen (of móchten ze dat niet van hun wethouder).

De splitsing van het corporatiebezit werd opgelegd door een Europese beschikking uit 2009, maar was ook een logisch gevolg van de parlementaire enquête woningcorporaties. Geen commerciële activiteiten meer die marktverstoringen werken en oneerlijke concurrentie ten opzichte van marktpartijen opleveren, maar terug naar de sociale kerntaak. Corporaties mogen alleen vanuit hun administratief gescheiden niet-DAEB-tak actief zijn binnen het middenhuursegment, maar uitsluitend onder de voorwaarden die gemeenten ook aan marktpartijen stellen en dus ook alleen tegen een marktconform rendement. Grootstedelijke corporaties hebben aangegeven dat ook voor hen echter de strakke gemeentelijke voorwaarden en hoge grondprijzen niet haalbaar zijn.

Tot slot nog een ander punt. De 'vaststelling' van politici dat zich in de vrije huursector excessen voordoen, kent geen onderbouwing. Ze creëren een beeld waarbij zittende huurders door de jaarlijkse huurstijging honderden euro's meer huur gaan betalen. Dat is volstrekt onwaar en is contractueel gezien niet mogelijk! Ook verwijzen politici naar 'enorme' huursprongen die worden gemaakt bij wederverhuur. Ze gaan eraan voorbij dat dit verhuringen betreft tegen een marktconforme huur in een schaarse markt. En helaas maken een aantal particuliere verhuurders daar misbruik van. In plaats van in te spelen op populistische onderbuikgevoelens doen deze politici er goed aan om de onderzoeken die de minister hierover laat uitvoeren, af te wachten. «



# In een goed fiduciair model is het bestuur 'in de lead'

DOOR HARRY GEELS

Het fiduciair model is sterk in ontwikkeling. Het pensioenfondsbestuur heeft in het huidige model volledig de leiding, zoals dat ook zou moeten. Dat stelt Jack Jonk, Directeur Vermogensbeheer van Blue Sky Group.

## **Fiduciair beheer bestaat nu zo'n 20 jaar. Waarin schuilt het succes van het concept?**

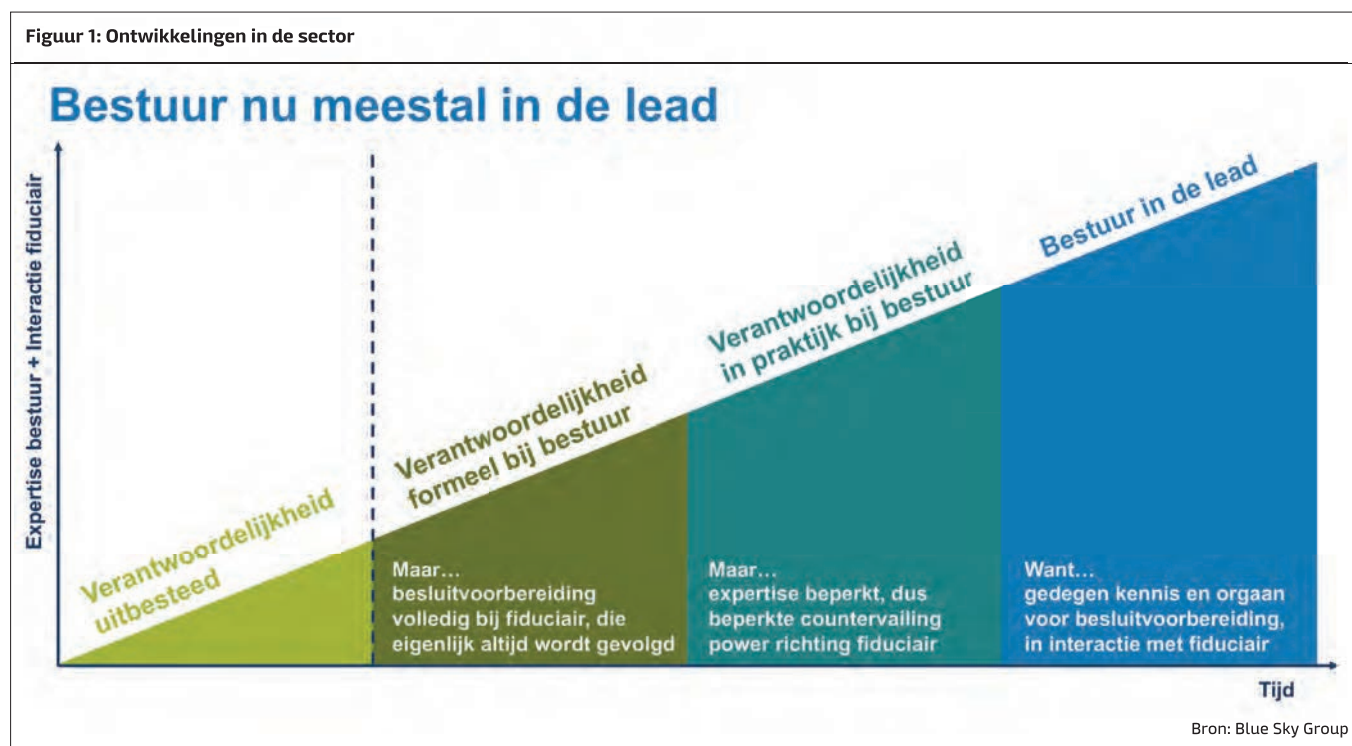
'Fiduciair beheer is een goed concept dat bestuurders van pensioenfondsen in staat stelt om op een goede manier hun verantwoordelijkheid te nemen. Het concept leidt tot gedegen besluitvorming over het beleggingsbeleid en tot een adequate controle over de uitvoering hiervan. Er liggen globaal drie voordelen aan ten grondslag. Ten eerste heeft het bestuur te maken met één gespecialiseerde partij, die in een partnership met het bestuur overzicht biedt over het gehele beleggingsproces en zorgt voor continuïteit. Ten tweede brengt de fiduciair beheerder in de huidige complexe omgeving relevante expertise in over beleggingen, risicobeheer en regelgeving. Ten derde biedt een fiduciair beheerder toegang tot schaalvoordelen. Hij koopt voor

meerdere pensioenfondsen in en heeft meer onderhandelingskracht, zodat kosten voor beleggen bij derde partijen lager worden. Bovendien wordt toegang geboden tot specifiekere vormen van beleggen, zoals Private Equity, die voor een enkel pensioenfonds lastiger te realiseren zijn.'

## **Toch horen we hier en daar kritiek op het concept. Wat zou er mis zijn en is die kritiek terecht?**

'Het gaat volgens mij vooral om een spraakverwarring. Het woord 'fiduciair' komt van het woord 'fiducie', wat 'vertrouwen' betekent. Volgens de letterlijke definitie betekent dit dat bij fiduciair beheer de beleggingsportefeuille in goed vertrouwen uit handen wordt gegeven. Als je op internet rondkijkt, zie je ook definities die dit bevestigen. Volgens bijvoorbeeld de Financiële Begrippenlijst is fiduciair beheer

Figuur 1: Ontwikkelingen in de sector



'het uit handen geven van het beleid' en 'bepaalt de fiduciair beheerder de optimale portefeuille'. Als we zo naar fiduciair beheer kijken, lijkt het alsof het bestuur alles uit handen geeft. Inmiddels is fiduciair beheer deze letterlijke definitie ver voorbij. De verantwoordelijkheid voor het vermogensbeheer mag niet worden uitbesteed. Als binnen een bestuur voldoende expertise en kunde aanwezig is, kan de eigen verantwoordelijkheid prima ingevuld worden. Een fiduciair beheerder draagt hier dan juist aan bij.'



## CV

Jack Jonk is Directeur Vermogensbeheer/CIO bij Blue Sky Group. Hij vormt samen met COO Jos Keijzers de directie van BSG Vermogensbeheer. BSG Vermogensbeheer is binnen Blue Sky Group verantwoordelijk voor het fiduciair vermogensbeheer en de advisering aan de opdrachtgevers. Op dit moment beheert de onderneming voor haar opdrachtgevers circa €22 miljard. Jonk was hiervoor onder meer werkzaam bij Delta Lloyd Asset Management, waar hij van 2007 tot 2015 onderdeel uitmaakte van het managementteam. Hij was in deze periode verantwoordelijk voor de afdeling Aandelen en een deel van de periode voor de onderdelen Institutionele Klanten, Strategie en Alternatives. Hij heeft ook op interimbasis samengewerkt met onder meer Triodos Investment Management om de duurzame beleggingsstrategie in beursgenoteerde bedrijven verder te ontwikkelen.

## **Fiduciair beheer is een goed concept dat bestuurders van pensioenfondsen in staat stelt om op een goede manier hun verantwoordelijkheid te nemen.**

### **Welke ontwikkelingen zijn er in de sector en wat is de impact daarvan op het fiduciair beheer?**

'Een belangrijke ontwikkeling van de laatste jaren is dat het bestuur ook daadwerkelijk steeds meer leidend is geworden. Als we kijken naar het fiduciaire model door de tijd heen, kunnen we grofweg vier fasen onderscheiden (zie Figuur 1). In het begin gaf het bestuur de verantwoordelijkheid vaak impliciet uit handen. In de tweede fase was het bestuur formeel verantwoordelijk, maar werden de adviezen van de fiduciair beheerder eigenlijk altijd een op een opgevolgd. In de derde fase zien we het bestuur meer verantwoordelijkheid nemen, maar omdat de expertise binnen het bestuur vaak beperkt was, bleek het lastig om voldoende 'countervailing power' richting de fiduciair beheerder te organiseren. In de vierde fase, waar de meeste fondsen tegenwoordig zitten, neemt het bestuur volledig de leiding. Het heeft voldoende expertise en stelt, in interactie met de fiduciair beheerder, het beleggingsbeleid vast.'

### **Wat ligt aan deze ontwikkeling ten grondslag?**

'Pensioenfondsbesturen hebben serieus werk gemaakt van het vaststellen van hun doelstellingen en beleggings-overtuigingen. Hierdoor krijgen fiduciair beheerders heldere uitgangspunten mee voor de strategische advisering. Verder zie je dat het kennisniveau binnen het bestuur van veel fondsen sterk is toegenomen, zowel door opleiding als door het aanstellen van externe bestuurders met een specifieke expertise. Vaak wordt gebruikgemaakt van een commissie waarin een deel van het bestuur de besluitvorming in de diepte voorbereidt. Hierbij worden in toenemende mate externe experts ingeschakeld om de commissies te adviseren. Dit alles leidt ertoe dat bestuurders en hun fiduciair beheerder een serieuze dialoog voeren over het beleggingsbeleid. Interactie dus, die veel verder gaat dan het beoordelen van een advies. Het bestuur zit achter het stuur en de fiduciair beheerder is een belangrijke partner. Ook de controle op de uitvoering is aangescherpt. De mandatering van de uitvoering van het beleid is strakker ingeregeld en de evaluatie hiervan krijgt veel aandacht.'

### **Vanuit het perspectief van het pensioenfonds is er wat betreft het fiduciaire model dus het nodige veranderd. Wat voor impact hebben de ontwikkelingen op de fiduciair beheerder gehad?**

'De impact op de fiduciair beheerder is groot. Het belangrijkste is dat er meer interactie van de fiduciair



beheerder wordt verwacht. De expertise van besturen gaat omhoog en dat vereist steeds frequentere en professionelere ondersteuning van de besluitvormingsprocessen van een bestuur. Het is belangrijk dat een fiduciair beheerder deze slag kan maken. Daarnaast worden beleggingsoplossingen steeds meer afgestemd op de wensen van het specifieke fonds. Er wordt meer vanuit de klant gedacht en minder vanuit een, soms doorgeslagen, professioneel perfectionisme. Beleggingsoplossingen zijn op verzoek van fondsen over het algemeen dan ook minder complex geworden. Daardoor hebben besturen een betere grip en worden de kosten lager. De fiduciair beheerder moet de synergie actiever bewaken. Als deze steeds meer interactie heeft met haar klanten en steeds meer maatwerkoplossingen biedt, dringt de vraag zich op of dat allemaal organisatorisch efficiënt is in te regelen. Je ziet daarom het gebruik van modulair maatwerk toenemen: de fiduciair beheerder streeft dan naar standaardisatie van de verschillende componenten van de portefeuille en het maatwerk zit in de juiste samenstelling daarvan. Een zorgvuldige vastlegging wordt ook steeds belangrijker. Processen en 'audit trails' moeten goed worden gedocumenteerd en rapportages worden steeds hoogwaardiger. Tot slot zien we ook effecten op de organisatie-inrichting van fiduciair beheerders. De nadruk komt steeds meer op de kern te liggen, te weten advies en regie. Er wordt dan ook steeds meer uitbesteed, zoals het beheer van beleggingsmandaten en de administratie. Mijn devies is: als een ander door meer kennis en schaalvoordelen iets beter en goedkoper kan, dan heeft uitbesteden de voorkeur.'

### **Welke tips zouden jullie pensioenfondsen willen meegeven?**

'De belangrijkste tip is om als bestuur altijd het stuur in handen te houden. Dit bereik je door de combinatie van de juiste kennis en de juiste fiduciair beheerder. Besturen van pensioenfondsen hebben een belangrijke verantwoordelijkheid richting de deelnemers. Zij kennen als geen ander de belangen van hun achterban. Om deze belangen te kunnen vertalen naar een passende beleggingsportefeuille is voldoende beleggingsexpertise in het bestuur nodig. Dit kan mede door opleiding en het betrekken van externe deskundigen. Zoals eerder genoemd, valt deze verantwoordelijkheid niet uit te besteden. Stel daarom een fiduciair beheerder aan die zich écht kan verplaatsen in de problematiek van het fonds. Een partij die door een goede samenwerking het bestuur in staat stelt om tot een passende beleggingsmix te komen. Het helpt als een fiduciair beheerder een Nederlandse

**Een belangrijke ontwikkeling van de laatste jaren is dat het bestuur ook daadwerkelijk steeds meer leidend is geworden.**

**De belangrijkste tip is om als bestuur altijd het stuur in handen te houden. Dit bereik je door de combinatie van de juiste kennis en de juiste fiduciair beheerder.**

achtergrond heeft, en als de belangen volledig in lijn zijn met die van het fonds. Er zou voor de fiduciair beheerder bijvoorbeeld geen prikkel moeten zijn om goed te verdienen aan intern beheerde mandaten.'

### **Hoe zit dit dan bij kleine en middelgrote fondsen?**

'De eisen aan bestuurders nemen toe om te zorgen dat een heel scala aan beheersmaatregelen op een goede manier is gewaarborgd, en dat de belangen van de deelnemers dus op een goede manier worden behartigd. Voor menig fonds blijkt dit zo moeilijk, dat wordt besloten tot opheffing. De toegenomen eisen hebben dan in mijn ogen een omgekeerd effect. Door in een groter geheel op te gaan, is het maar de vraag of de specifieke belangen van de deelnemers het best gediend zijn. Als een fonds te klein is, dan is er misschien geen andere optie, maar ik geloof dat in veel meer gevallen het pensioenfonds wel degelijk bestaansrecht heeft en het stuur in handen kan blijven houden. De besluitvorming en beleidsevaluatie kunnen dusdanig efficiënt worden ingericht, bijvoorbeeld door een ondersteunend bestuursbureau of gedeelde beleggingsprincipes, dat een fiduciair beheerder kan helpen de eigenheid te behouden.' «

De fiduciaire beheerder stimuleert de besluitvorming van het bestuur en brengt expertise en schaalvoordelen in.

Het fiduciaire model heeft de afgelopen 20 jaar vier fasen doorgemaakt, van aanvankelijk de verantwoordelijkheden uitbesteden tot nu het bestuur in de 'lead'.

Zolang het pensioenfonds de verantwoordelijkheid voor vermogensbeheer niet uitbesteedt maar daarin zelf de leiding heeft, is fiduciair beheer een prima model.

Zowel het niveau van het bestuur als dat van de fiduciair beheerder is de afgelopen jaren omhooggegaan, waarbij de fiduciair zich steeds meer toelegt op de kern van de zaak: advies en regie.

In een goed fiduciair model zijn een lokale invalshoek, gelijke belangen en interactie tussen fonds en fiduciair van groot belang.

# Volwaardig besturen doe je niet met kennis alleen

DOOR LIES VAN RIJSSEN

Ze draagt graag bij aan de goede samenwerking tussen mensen. In de complexe omgeving van het besturen, maar ook in het Symfonieorkest Haarlem. Financial Investigator sprak met Guurtje Wolters, partner bij Mens&Kennis.



Foto: Archief Mens&Kennis

## CV

- 2018 - heden Mens&Kennis, partner
- 2016 - heden Woningnet, Lid Raad van Commissarissen
- 2006 - 2017 De Nederlandsche Bank, Toezichthouder middelgrote pensioenfondsen (2013 - 2017), Sectiehoofd Informatiediensten (2009-2013), Beleidsmedewerker/ Senior adviseur procesmanagement en operationeel risicomanagement (2006-2009)
- 1999 - 2006 Leeuwendaal, Organisatieadviseur
- 1997 - 1999 Holtrop Ravesloot & Partners, Research Consultant
- 1995 - 1997 Van Ede & Partners, Management Assistent

Bijna twaalf jaar heb ik bij 'de bank', De Nederlandsche Bank (DNB), gewerkt. Ik begon als intern organisatieadviseur, waarna ik als manager verantwoordelijk werd voor het teweegbrengen van een cultuurverandering binnen een stafafdeling. Zo'n reorganisatie en cultuurverandering vraagt veel van mensen. Voor mij kwam het erop aan hen duidelijkheid te geven, te luisteren, vertrouwen te geven in hun kunnen en ze te stimuleren en motiveren tot persoonlijke ontwikkeling. Dat was bepaald niet eenvoudig, maar ik heb er veel van geleerd en het paste goed bij mij.

Het was voor mij reden om een actieve bijdrage te willen leveren aan de cultuurverandering die DNB binnen het toezicht wilde bereiken. Het motto was 'van analyse naar actie' en om uit de ivoren toren te komen. Ik ben gaan onderzoeken hoe ik, zonder toezichthoudende ervaring of ervaring met banken, verzekeraars of pensioenfondsen, toch kon meewerken aan die verandering. Vanwege de invoering van de Wet versterking bestuur pensioenfondsen richtte DNB een groot project in, zodat alle extra bestuurders-toetsingen die eraan kwamen goed en tijdig konden worden verwerkt. Mijn projectleiderservaring en uitgebreide gesprekservaring konden ze daar goed gebruiken. Ik vond het ook toen al belangrijk om in al die inhoud vooral de mens te blijven zien en om te kijken hoe we met elkaar, als toezichthouder en als onder toezicht staande instellingen, hetzelfde doel – goed functionerende pensioenfondsen – konden nastreven. Om als toezichthouder puur een houding aan te nemen van 'Gij zult dat doen' leek mij niet direct effectief. Goed, ik rolde het vakgebied van de pensioenen in en ontdekte dat ik mij daar goed in thuis voelde.

Waarschijnlijk gevoed door mijn psychologie achtergrond vind ik mensen heel erg belangrijk. In de pensioensector ervaar ik een enorme focus op het belang van inhoud. Dat

***Beide kanten, de inhoud én de mens, heb je heel hard nodig.***

## *Ik wil individuen, groepen, teams en besturen helpen om de vraag 'hoe word ik effectief?' te beantwoorden.*

is helder, evident en ook nodig. Maar ik vind tegelijk dat er vaak te weinig aandacht is voor de menselijke kant van bestuurders, met al hun eigenschappen, ervaringen, gevoeligheden en vooroordelen. Zowel de menselijke kant als de inhoud zijn heel hard nodig. Om met mensen tot goede beslissingen te komen, volstaat een focus op alleen inhoud niet. Natuurlijk, kennis is uitermate belangrijk, maar er is niet één waarheid. Dan zou je de beslissingen door computers kunnen laten nemen. Die beslissen objectief en zonder biases. De werkelijkheid is dat iedere invalshoek en perceptie zijn eigen waarheid heeft. Met elkaar moeten mensen die waarheden tot een goed besluit zien te metselen. Het is mijn overtuiging dat het verrijkend is als je goed kunt luisteren naar elkaar, oog hebt voor elkaar om vervolgens samen al die inhoud zo goed mogelijk in te richten. Ik wil individuen, groepen, teams en besturen helpen om de vraag 'hoe word ik effectief?' te beantwoorden. Alleen maar inhoud is nog niet effectief.

Ik heb het veel over de mens, maar begrijp me goed: ik vind het terecht dat er stevige inhoudelijke eisen worden gesteld aan bestuurders. Vanuit DNB heb ik dat ook oprecht uitgedragen en helpen toetsen, maar ik vind het jammer dat het toezicht niet net zoveel aandacht heeft voor het toetsen van de competenties. In de Beleidsregel Geschiktheid uit 2012 is dit niet voor niets benoemd. Maar kennis is nu eenmaal meer eenduidig toetsbaar. Daarnaast is het niet de taak van DNB, maar van bestuurders zelf om geschikte medebestuurders te selecteren en te zorgen voor een geschikt collectief, dat zowel over de vereiste inhoudelijke kennis beschikt als over het hele palet aan competenties en dat bovendien voldoende divers is om tot de beste besluiten te komen. Door de focus op kennis bij de sector zelf zie ik trouwens ook nog steeds dat men daar soms meent dat het er vooral om draait om de toets van DNB te doorstaan. 'Als we daar doorheen zijn, is het geregeld.' Daar houdt het natuurlijk in werkelijkheid niet mee op. Integendeel, daarna begint het pas. Een bestuur doet er goed aan vooral zelf een doorleefde visie te hebben op wat het nodig heeft om goed te kunnen besturen.

Overigens zie ik wel degelijk een overduidelijke professionalisering in de pensioensector. Die is al jaren gaande. Steeds nadrukkelijker is die slag er ook, van inhoud naar 'hoe neem je nu op volwaardige wijze besluiten met elkaar'? Complementariteit van teams speelt daarin een rol. Ik zou bestuurders willen meegeven, hoewel we het eigenlijk allemaal al weten, dat mensen niet rationeel zijn. We zijn mens! En ieder mens heeft zijn tekortkomingen.



Afbeelding: Wordwol.nl

Iedere bestuurder dus ook. Je mag hopen dat je met elkaar elkaars tekortkomingen en vooroordelen afdekt. Ik pleit dan ook sterk voor diversiteit in de fondsbesturen. Diversiteit is veel meer dan elkaar aanvullen in bijvoorbeeld de kleuren van de Insights Discovery-methode. Let wel, dat is een heel goed middel en je bereikt ermee dat je elkaar beter leert begrijpen, minder snel in de weerstand schiet en elkaar wat meer ruimte geeft voor verschillende standpunten. Uitermate constructief dus. Maar diversiteit omvat meer. Het is het gegeven dat mensen op een andere manier in de wereld staan, een andere positie innemen in de maatschappij. De cultuur van mannen en vrouwen verschilt wezenlijk, zij kijken en acteren anders! Omdat we niet rationeel zijn en daarmee beslissingen in pensioenfondsenland ook niet – want er zitten geen robots achter de bestuurstaafel – moet je oog hebben voor elkaar. Je hebt als bestuur de verantwoordelijkheid om nog veel meer dan tot nog toe gebeurt, de goede voorbeelden daargelaten, die diversiteit aan boord te halen en ernaar te luisteren. Je kunt nooit helemaal voelen hoe iets voor een ander mens is. Daar heb je die diversiteit voor nodig.

Ik weet het, diversiteit is ook een modewoord dat weerstand oproept. En zeker, diversiteit maakt besluitvorming niet makkelijker. Maar wel beter! Het allereenvoudigst overleg je met gelijkgestemden met dezelfde manier van kijken. Maar hoeveel toegevoegde waarde heb je dan naar elkaar toe, anders dan dat je bevestiging vindt? Ik wil bestuurders daarom meegeven: zoek naar toegevoegde waarde die er nog niet is.



Pensioen is een waanzinnig belangrijke arbeidsvoorwaarde. Ik ben verrast over hoe weinig aandacht daarvoor is. Niet alleen bij medewerkers maar ook bij werkgevers die pensioen zouden kunnen inzetten om zichzelf onder de aandacht te brengen als zij mensen werven. Op zulke momenten wordt meestal niet over pensioen gesproken. Alleen over inkomen en of je wel of niet een auto of reiskostenvergoeding krijgt of een telefoon, maar niet over pensioen. Bizar! Als werkgevers daarmee zouden beginnen in de gesprekken met kandidaten, zouden werknemers van meet af aan meer in pensioen geïnteresseerd kunnen raken. Pensioen is een asset voor werkgevers! Mijn idee is dan ook dat bestuurders hun communicatiepijlen nog meer op de werkgevers en HR-afdelingen kunnen richten.

***Een bestuur doet er goed aan vooral zelf een doorleefde visie te hebben op wat het nodig heeft om goed te kunnen besturen.***

## ***Diversiteit is veel meer dan elkaar aanvullen in bijvoorbeeld de kleuren van de Insights Discovery-methode.***

Vraag: als je pensioen op een commerciële manier aan de man zou moeten brengen, zou het dan anders gaan? Ik vind dat er wel meer creativiteit mag komen. De sector wordt gekenmerkt door veel en strikte regelgeving. Daarin wordt out-of-the-box denken de kop ingedrukt. Ik zou als bestuur tijdens een heidag een keer gaan brainstormen met een enorme creatieveling uit een heel andere sector of met een succesvolle maatschappelijk gedreven ondernemer, zodat je de out-of-the-box-spier weer tot leven roept.

Sporten en vioolspelen zijn belangrijk voor mij en laat ik er zelden bij inschieten. Ik heb veel discipline, een kracht die soms een valkuil is. Mijn directe omgeving helpt me gelukkig om te relativiseren en niet verstrikt te raken in alles wat ik wil. Samen muziek maken is heerlijk, zowel in kleinere ensembles als in een groot orkest. De magie ontstaat als je elkaar aanvoelt en écht gaat samenspelen. Heel bijzonder als je bedenkt dat het uitvoeren van klassieke muziek eigenlijk een uiterst rigide systeem is waarin ieder instrument zijn eigen partij heeft die al lang geleden is vastgelegd en strikt gevolgd moet worden. Zie dit als het equivalent van wat inhoud en kennis zijn bij het besturen. En tegelijkertijd leidt iedere muziekkuitvoering tot zo'n uniek en gevoelig resultaat. Dat is de toegevoegde waarde van de mens – een uitvoering is een enorm samenspel tussen de musici en de dirigent die de snelheid bepaalt en tot taak heeft om alle musici mee te nemen in zijn of haar interpretatie. Dan is het geheel veel meer dan de som der delen. «

Oog voor de mens en zijn competenties is naast kennis essentieel voor een bestuur;

Diversiteit zorgt dat in de besluitvorming meer invalshoeken tot hun recht komen;

Diversiteit maakt besluitvorming niet makkelijker, wel beter;

Het is bizar dat werkgevers pensioen in wervings-trajecten buiten beschouwing laten;

Goed besturen kan je vergelijken met een muziekstuk mooi uitvoeren: het geheel is veel meer dan de som der delen.



DOOR **ARJEN PASMA**, CHIEF RISK OFFICER BIJ PGGM EN LID VAN DE COMMISSIE RISICOMANAGEMENT VAN DE PENSIOENFEDERATIE EN **MARCEL MULLENERS**, SENIOR INVESTMENT MANAGER FIXED INCOME BIJ PGGM

# COLUMN

## IBOR Reform, wat zijn de consequenties voor pensioenfondsen?

**IBOR reform betekent het einde van EONIA en mogelijk Euribor. De gevolgen moeten niet worden onderschat en dit vereist een goede impactanalyse.**

De Libor-schandalen in 2012 legden pijnlijk bloot dat de rentetarieven op inschattingen gebaseerd waren en dus manipuleerbaar bleken te zijn. In 2016 werden financiële markten verrast door de Engelse toezichhouder die stelde dat Libor-rentes geen lang leven meer beschoren zouden zijn. Men wil van de methodiek van inschattingen af en de transactiebasis waarop de rentes werden gebaseerd, werd ook te smal. Als onderdeel van de Europese Benchmarks Regulation (BMR) zal de Euribor in zijn huidige vorm gaan verdwijnen.

Financiële markten maken intensief gebruik van deze rentes: er staat voor triljoenen aan leningen en derivatencontracten uit die gekoppeld zijn aan Libor- en Euribor-rentes. In Europa moeten vanaf 2022 alle benchmarkrentes voldoen aan nieuwe eisen van robuustheid en transparantie. De huidige Euribor en EONIA (daggeld)-rentes voldoen niet en zullen vervangen gaan worden.

Dit zal aanzienlijke gevolgen hebben voor Nederlandse pensioenfondsen. Zij bezitten leningen, obligaties en voor miljarden aan renteswaps die gekoppeld zijn aan Euribor-rentes. Maar ook de pensioenverplichtingen worden gewaardeerd op basis van Euribor-rentes. De pensioenfondsen kennen dus een grote afhankelijkheid van de Euribor-standaard.

### Wat staat er te gebeuren?

Er zullen vervangers moeten komen voor Euribor en EONIA en hiervoor is inmiddels veel werk verzet. EMMI, het instituut dat Euribor publiceert, heeft gewerkt aan een robuustere versie: de hervormde Euribor. De inschatting is dat deze rente enkele basispunten lager zal uitvallen dan de huidige Euribor, met een kleine stijging van de pensioenverplichtingen als gevolg. De timing van deze aanpassing (2019-2020) is voor veel pensioenfondsen extra vervelend, gezien de kans dat ze na het aflopen van hun herstelperiode moeten overgaan op het korten van pensioenen.

### Simpel toch? Nee, niet zo....

Hoewel de hervormde Euribor een simpele oplossing lijkt,

heeft deze nog steeds te lijden onder een gebrek aan daadwerkelijke transacties tussen banken. Daarom is het maar zeer de vraag of deze rente de langetermijnoplossing is naar robuuste rentetarieven. In het VK en de VS zijn ze al verder in het traject om van Libor-termijnrentes over te stappen naar risicovrije dagrentes. We denken dat de kans groot is dat dit op termijn ook in Europa gaat gebeuren.

De ECB heeft inmiddels een nieuwe dagrente geïntroduceerd: de ESTER-rente. Door middel van transactiedata van Europese banken die de ECB binnenkrijgt, is het mogelijk om een dagrente vast te stellen die op voldoende transacties gebaseerd is.

Mede door de veranderde regelgeving sinds de crisis lenen financiële instellingen elkaar meestal maar geld voor één dag. Hierdoor lijkt deze nieuwe dagrente de enige echte oplossing voor een robuust financieel stelsel.

De nieuwe rente is niet alleen korter, maar bevat ook minder kredietrisico. Gelukkig zijn de Engelsen en Amerikanen ons een stapje voor in de zoektocht naar een eerlijke 'spread' die voor deze verschillen kan compenseren.

Overgaan van een termijnrente naar een dagrente is echter niet zo simpel. De 'rente' zit zo'n beetje in alles verwerkt:

- Waardering van vastrentende waarden en derivaten;
- Discontovoeten, waaronder de UFR-curve;
- Contracten, ISDA's, CSA's;
- Systemen zoals bijvoorbeeld het systeem voor rechtenadministratie;
- Et cetera.

Kortom, een goede impactstudie is aan te bevelen.

En wat gebeurt er met de UFR? Deze is nu afhankelijk van de swaprente versus de Euribor. Gaat deze curve in de toekomst over naar de ESTER-curve? En hoe gaan we dan een UFR-curve berekenen? Het geeft voldoende stof tot nadenken voor beleggers en voor de zojuist aangestelde Commissie Parameters. «

# IBOR reform

DOOR JOLANDA DE GROOT

Met het verdwijnen van de belangrijke rentebenchmarks LIBOR en EURIBOR, staat de financiële sector aan de vooravond van een ingrijpende transitie. Richard Kragtwijk, Senior Portfolio Manager, en Erik-Jan van Dijk, Head of Treasury & Derivatives van Achmea Investment Management, beantwoorden een aantal relevante vragen over dit onderwerp.

## **Wat is de aanleiding voor de aanstaande transitie van bestaande benchmarks naar nieuwe benchmarks?**

'Na de schandalen rondom manipulatie van LIBOR en EURIBOR (samen IBOR) is in 2014 een hervormingsproces van start gegaan. De governance rondom het dagelijkse fixing-proces is sindsdien flink verbeterd, maar de rentes worden nog steeds gebaseerd op expert-opinies. Dit brengt compliance risico's met zich mee, wat onwenselijk is voor zowel de banken die onderdeel zijn van het panel als voor hun toezichhouders. Een laatste nog te nemen stap in het hervormingsproces is daarom het baseren van de rentes op daadwerkelijk waargenomen transacties, als dat mogelijk is.

Vanwege een overschot aan liquiditeit en veranderingen in regelgeving voor banken vinden er momenteel echter weinig transacties plaats in IBOR. Een aanpassing naar een volledig op transacties gebaseerde benchmark is hierdoor niet eenvoudig. Om die reden wordt naast het verbeteren van de bestaande benchmark tegelijkertijd ook gewerkt aan geheel nieuwe benchmarks die wel volledig gebaseerd zijn op

transacties. De meest waarschijnlijke alternatieven zullen een overnight-rente betreffen, dus met een veel kortere looptijd dan de meest gebruikte 3- en 6-maands IBOR.

Zo zal EONIA, de huidige benchmark voor de 1-daags rente, vervangen worden door ESTER (European Short Term Rate). Deze nieuwe benchmark wordt volledig op transacties gebaseerd en zal uiterlijk in oktober 2019 officieel dagelijks worden gepubliceerd.

EURIBOR wordt in eerste instantie niet vervangen, maar hervormd. De nieuwe 'hybride' EURIBOR zal meer op transacties gebaseerd zijn en naar verwachting in het vierde kwartaal van 2019 live gaan. Naar onze verwachting heeft over circa vijf jaar ook de hervormde EURIBOR geen bestaansrecht meer en zal die vervangen worden door ESTER.'

## **Wanneer treedt de aanstaande transitie in werking?**

'Oorspronkelijk zouden de huidige benchmarks niet meer gebruikt mogen worden vanaf 1 januari 2020. De Europese werkgroep die zich bezighoudt met de transitie naar de nieuwe benchmarks heeft echter voorgesteld om de transitieperiode met twee jaar te verlengen. Dit vanwege de juridische en operationele complexiteit van de transitie naar nieuwe benchmarks.

Een verlengde transitieperiode geeft marktpartijen onder meer de gelegenheid om een liquide derivatenmarkt op basis van ESTER te creëren. Dit is een noodzakelijke voorwaarde om een termijnstructuur te kunnen bepalen op basis van ESTER, die nodig is als fallback als de (hybride) EURIBOR niet meer beschikbaar zou zijn.

**EONIA, de huidige benchmark voor de 1-daags rente, zal vervangen worden door ESTER (European Short Term Rate).**



ERIK-JAN VAN DIJK EN RICHARD KRAGTWIJK

Europese regelgevers zijn reeds akkoord met de verlengde transitieperiode, maar er moet nog wel formeel over besloten worden.'

### **Wat zijn de gevolgen voor pensioenfondsen en andere institutionele beleggers van de overgang naar nieuwe benchmarks?**

'De gevolgen voor pensioenfondsen en andere institutionele beleggers zijn mogelijk erg groot. De overgang naar andere benchmarks kan leiden tot een wijziging in de waardering van een aantal balansposten. Daarnaast zullen systemen en modellen moeten worden aangepast om beleggingen en verplichtingen te kunnen blijven waarderen en monitoren.

Er zijn drie posten op de balans van pensioenfondsen en verzekeraars waarvan de waarde (mede) afhankelijk is van EURIBOR.

Ten eerste renteswaps. Het gaat hier vooral om receiver swaps versus 6-maands EURIBOR. Deze renteswaps hebben overigens ook gevoeligheid voor EONIA, vanwege de vergoeding op onderpand en de impact die het daardoor heeft op de waardering.

Ten tweede verplichtingen. Deze worden verdisconteerd tegen een UFR-swapcurve die is gebaseerd op 6-maands EURIBOR. De verplichtingen zijn niet gevoelig voor veranderingen in EONIA.

Ten derde assets met een variabele rente. Dan kun je denken aan asset backed securities, floating rate notes, hypotheek of geldmarktinstrumenten, met een coupon gebaseerd op EURIBOR plus een credit spread.

De EURIBOR-rentes bevatten een credit spread-component omdat ze een aantal maanden unsecured bankrisico reflecteren. ESTER is daarentegen vrijwel risicovrij omdat het hier een overnight-rente betreft. Er zit hierdoor een verschil tussen ESTER en EURIBOR. Dit renteverskil wordt de 'basis' genoemd.

Zoals bij alle verhandelbare financiële instrumenten is deze basis niet constant door de tijd heen. Als deze posten tegen een ongunstige basis worden omgezet naar een andere benchmark, zal de waarde in negatieve zin veranderen.

De basis die wordt gebruikt voor het omzetten van renteswaps hoeft niet hetzelfde te zijn als de basis die wordt gebruikt om UFR-curves aan te passen. Dat komt enerzijds doordat de omzetting op een ander moment (en dus tegen

## **De gevolgen voor pensioenfondsen en andere institutionele beleggers van de overgang naar nieuwe benchmarks zijn mogelijk erg groot.**

andere marktomstandigheden) kan plaatsvinden en anderzijds doordat de methode van omzetting kan verschillen. Het is nog onduidelijk hoe DNB en EIOPA van plan zijn om de UFR-curves aan te passen. Daarnaast is nog onbekend of het tijdstip van invoering van de nieuwe UFR gelijkgetrokken zal worden met de inwerkingtreding van de fallback voor bestaande derivatencontracten.'

### **Hoe kunnen pensioenfondsen en andere institutionele beleggers zich voorbereiden op deze veranderingen?**

'Alle partijen die geraakt (gaan) worden door deze transitie kunnen zich nu al voorbereiden door een impactstudie te maken met de volgende onderdelen:

- Ga concreet na welke beleggingen en contracten een link hebben met EURIBOR, EONIA of een van de risicovrije rentes in andere valuta.
- Stel je op de hoogte van de voorgestelde fallback-methodes en hun reikwijdte. Voor geclearde derivaten bepaalt het clearing house welke fallback gebruikt wordt, maar voor bilaterale derivaten kan dat per tegenpartij afgestemd worden. Voor hypotheek en asset backed securities kunnen weer andere methodes gebruikt worden. Wij doen actief mee aan consultaties over welke methode tot de laagste risico's en dus de kleinste kans op waarde-overdrachten leidt. Op deze manier proberen we de belangen van onze klanten zo goed mogelijk te behartigen.
- Bespreek de waardingscurve met de toezichthouder en benadruk het belang van een overgang die een zo klein mogelijke impact heeft op de dekkingsgraad of Solvency II-ratio.
- Maak een inventarisatie van administratie- en waarderingssystemen die een afhankelijkheid hebben van deze benchmarks en bespreek met de leverancier welke acties nodig zijn. Indien duidelijk is wat de mogelijke impact is van de nieuwe benchmarks, kan bepaald worden of het zinvol is om in een vroegtijdig stadium over te gaan naar ESTER-renteswaps en daarmee het basisrisico ten opzichte van de verplichtingen te accepteren, of dat het verstandiger is om te wachten totdat een eventuele fallback getriggerd wordt.

Aangezien er waarschijnlijk al per eind 2019 op ESTER gebaseerde financiële instrumenten verhandeld kunnen gaan worden, raden we aan om de voorbereidingen nu al te starten.' «

## **EURIBOR wordt in eerste instantie niet vervangen, maar hervormd.**

# BATTLING THE RISKS

By Paul Boerboom, Pascal Hogenboom and Sir Richard Shirreff

**Military commanders face ambiguous and fastmoving circumstances, which can change in rapid and unexpected ways. What can investors and pension funds learn from the military's approach to risk and crisis management?**

## RISK

The risk landscape is constantly changing and the experience of campaigning in Iraq and Afghanistan reflects the reality of 21st century conflict: congested, contested and confused with multiple stakeholders and subject to the demands and pressures of globalisation and 24-hour media coverage. So how do military commanders battle their risks?

In order to achieve the desired outcome, commanders have to take into account the views, needs and power of indigenous people, governments, international organisations, diplomats, government aid agencies, humanitarian organisations and

non-governmental organisations – all of which have interests that are often even conflicting.

Operations need to be subjected to the criterion: 'what impact will this have on the minds of the people, in the widest sense of the word?'

This means commanders have learned to apply a stakeholder-centric – campaign planning methodology and have developed a hard tested comprehensive risk management approach. But this complexity and the need for people-centric planning is not confined to the military world. Business too faces similar changes to the risk landscape and although investors and pension funds significantly improved their financial risk models since the 2008 financial crisis, the need for a more comprehensive and broader approach towards stakeholder management and risk is growing rapidly.

## AGILE GOVERNANCE

The complexity of recent military campaigns has demonstrated that security cannot be achieved solely through the application of military force. Such an approach may be a key part of building security physically, but security must be perceived by the people among whom operations are conducted, so there is a moral aspect too. Thus security is as dependent on agile governance, as it is on adequately trained and relatively incorrupt indigenous security forces, and on reconstruction and economic development. So, success depends on the closest possible integration between the military and the non-military actors on

the stage if unity of purpose is to be achieved. The military has adapted to meet this challenge: avoiding any fortress or silo mentality, opening its doors and developing the relationships, structures, culture and language to make it work. The key principle which underpins everything is, whatever we do alone is not as important as what we can do together. For the military, how it engages with its friends is as much a concern as how it deals with its adversaries: the essence of what the military calls the comprehensive approach. These changes also reflect the challenges faced by business in the 21st century. The business world is now, in its own way, equally, if not more, complex.

Take an average pension fund. They too must take account of the multitude of stakeholders who have an interest in what they do and manage their risks in a comprehensive way. However, stakeholder interests are often managed fragmented and risk management is very much focussed on mitigating the risks of the last financial crisis and not so much the crises to come.

*The need for a more comprehensive and broader approach towards stakeholder management and risk is growing rapidly.*



Paul Boerboom



This suggests that the comprehensive approach adopted by the military to manage risk is now equally relevant in other sectors, particularly when operating in difficult, complex and volatile environments. A similar integrated, multidisciplinary approach to that found on the battlefield is also needed to ensure that boards properly understand the environment in which they are operating and are equipped with the mechanisms to ensure that risk, or whatever threatens a company's centre of gravity, is appropriately mitigated. How to meet this challenge?

### COMPREHENSIVE APPROACH

First, is the need for a deep and comprehensive understanding of the environment. Without understanding the economic, social, technological, ethical, media, political, legal, environmental and regulatory forces at work, you cannot derive the right tools, structures and proficiencies required.

Second, the importance of strategic leadership is as applicable in the boardroom as on the battlefield, because simple rules or principles of leadership and templates of decision making do not necessarily serve one well in complex situations where there are no right answers, just limited choices between the least wrong ones. So, clarity of thought, vision and adaptability exemplify the strategic leader as much as resolution and determination. An ability to live with ambiguity and uncertainty, and, not least, a pragmatic capacity to take calculated risk for the longer term and greater benefit, distinguish the successful strategic leader from the tactical operator. Fundamentally, it is about being successful on two counts: strategy, or how to win a war, and tactics, or how to win a battle. And the words of the Chinese strategist Sun Tzu written around 550 BC are just as relevant to business as they are in the military: 'Strategy without tactics is the slowest route to victory. Tactics without strategy is the noise before defeat.'

*'Strategy without tactics  
is the slowest route to victory.  
Tactics without strategy is  
the noise before defeat.'*  
Sun Tzu

Finally, successful execution of strategy depends on what the military call mission command, which means that subordinates must be empowered, supported and resourced – but they must also be accountable. In the military world, success is dependent on trusting the people on the ground to use their initiative. They can see what is happening and they can understand the risks, the challenges and the opportunities infinitely better than anyone sitting back in a remote headquarters or head office. But they must use their initiative in line with the overall strategy. They must be crystal clear about the intent and what is to be achieved.

Translated into a pension fund or asset management environment this means that strategic leadership could mean bringing together the experts with risk management roles (financial, operational, business continuity, reputational, strategic, et cetera), empower them with the means to jointly operate and trust them to deliver a comprehensive risk approach that can help the organisation to battle current and future risks.

### WAR GAMING AND CRISIS MANAGEMENT

'No plan survives the first enemy contact' is what military commanders know all too well. Although there is a lot of emphasis on planning and preparation of military missions, the need for scenario planning, war gaming and crisis management simulations is another hard learned lesson in the military world. People react more effectively to crises once they have

experienced a crisis (simulation) before. It makes them more resilient, because they build up intellectual 'muscle memory' that will help them recognize a potential crisis and act effectively when a crisis occurs.

One could say that this obviously also applies for the business world, but remarkably few investors and pension funds spend real time on testing their strategies before executing them through war gaming and scenario planning and prepare their organisations for future crises by facilitating crisis management simulations. Clearly, business leaders are not facing an enemy in the same way that a military leader might. However, they will face crises, friction when executing strategies and keeping stakeholders involved in times when reality catches up on the plan. «

This article was written by Paul Boerboom, Founding Partner of Avida International, Pascal Hogenboom, Partner at Strategia WorldWide and Avida International and Sir Richard Shirreff, Partner and Co Founder of Strategia WorldWide.



Pascal Hogenboom



# COLUMN

DOOR HAN DIEPERINK, GESCHREVEN OP PERSOONLIJKE TITEL

## Pensioenprobleem in het belastingparadijs

**Nederland heeft het beste pensioenstelsel ter wereld. Het kabinet wil het pensioenstelsel hervormen. Robuuster en persoonlijker moet het worden. Het moment om buiten de gebaande paden te denken.**

De omvang van de Nederlandse pensioenpot is 1.400 miljard euro. Dat is niet het totaal, maar alleen de pensioenopbouw via de werkgevers. Meestal betalen werkgevers 2/3 van de totale pensioenpremie en de werknemers 1/3 deel. De bijdrage van de werkgever wordt niet tot het belaste loon gerekend en de werknemersbijdrage mag van het bruto loon worden afgetrokken. Uitkeringen zijn wel belast. Dat betekent dat er een belastinglatentie op de pensioenpot rust die ongeveer gelijk is aan de staatsschuld van 400 miljard euro. Er wordt dus belegd met toekomstige belastinggelden. Gelukkig beleggen Nederlandse pensioenfondsen conservatief. Maar liefst 54% bestaat uit obligaties, tegen slechts 31% bij pensioenfondsen buiten Nederland. Wel vreemd nu de rente op (staats) obligaties juist hier op een historisch dieptepunt staat. Het is een direct gevolg van het huidige systeem: lagere rentes zorgen voor hogere verplichtingen, die dan weer afgedekt worden door meer obligaties bij te kopen.

De lage rente is een goed excuus om die belastingpost nu te innen. Nederland wordt het eerste land dat zijn staatsschuld volledig aflost. Dit verlaagt het risico voor de BV Nederland. Het risico op koersverliezen bij stijgende rente is immers groot. Bovendien bestaat de kans dat de zuidelijke lidstaten van de Europese Unie gaan stunten met belastingtarieven voor gepensioneerden. Dan kan Nederland fluiten naar deze belastingclaim. Een verdrag tussen Nederland en Portugal kon nog net een stokje steken voor de eind 2012 ingevoerde Portugese regeling waardoor residenten não habituais tien jaar lang geen belasting hoeven te betalen over hun pensioen. Belgen profiteren optimaal van deze regeling, kern van de Unie is immers vrijheid van personen en kapitaal. De Portugese economie profiteert ook volop van de rijke

buitenlandse pensionado's. Het lijkt een kwestie van tijd totdat landen als Griekenland en Italië wél met een regeling komen die ook voor de Nederlandse gepensioneerden aantrekkelijk is.

Als de staatsschuld is afgelost, is er ruimte om te kijken naar investeringskansen. Geld lenen is geen probleem, zolang er rendement wordt gemaakt. Stel dat elk in Nederland geboren kind van de Nederlandse overheid 100.000 euro krijgt. Dat geld gaat naar een van de pensioenbanken, zoals die ook in Chili concurreren om de pensioengelden. Gebruikmakend van het 8e wereldwonder kan die ton op een persoonlijke rekening 65 jaar groeien, ruim voldoende voor een goed pensioen. Feitelijk is dit een eerste stap naar een basisinkomen. Zonder onderscheid meer tussen zzp'ers en werknemers. Deze generatie hoeft dan geen pensioenpremies af te dragen. Dat verlaagt de loonkosten met een vijfde en verbetert daarmee de Nederlandse concurrentiepositie. Het verbreedt ook de belastingbasis, niet onbelangrijk in een land waar per saldo de helft van de kiezers geen belasting betaalt. Onder strikte voorwaarden kan die toekomstige generatie eerder geld onttrekken aan de persoonlijke pensioenpot. Bijvoorbeeld voor onderwijs, permanente educatie en huisvesting, waarmee ook regelingen als kinderbijslag, studiefinanciering en woningsubsidies kunnen worden afgeschaft. Die ton heeft de staat daarmee snel terugverdiend. In plaats van iedere Nederlander gesubsidieerd vol te laden met studie- en hypotheekschulden, is het beter om te investeren in een goed opgeleide bevolking. Een bevolking die dankzij minder aftrekposten, minder subsidies, maar ook lagere marginale belastingtarieven en minder schulden internationaal nog beter kan concurreren. «

IN EEN WERELD IN VERANDERING,  
**BELEG JE OOK VOOR  
TOEKOMSTIGE GENERATIES.**



## **DUURZAAM EN VERANTWOORD BELEGGEN**

BNP Paribas Asset Management selecteert bedrijven met oog voor duurzaamheid en verantwoorde bedrijfsvoering. Zo dragen uw beleggingen bij aan het gemeenschappelijk belang. Beleg voor een betere wereld.

[www.bnpparibas-am.nl](http://www.bnpparibas-am.nl)



**BNP PARIBAS  
ASSET MANAGEMENT**

**De vermogensbeheerder  
voor een wereld  
in verandering**

# ‘WERKEN MET FIDUCIAIR PAKT NIET ALTIJD GOED UIT’

Door René Bogaarts

**Fiduciair management kan een waardevolle bijdrage leveren aan pensioenfondsen, maar biedt geen oplossing voor kleine krimpende fondsen met een solvabiliteitsprobleem. Bovendien ligt de eindverantwoordelijkheid altijd bij het bestuur.**

Pakweg tien jaar geleden leek fiduciair management dé oplossing voor pensioenfondsen. Sindsdien is het concept, waarbij deskundige buitenstaanders besturen al het werk uit handen namen, sterk geërodeerd. Tijdens een door Financial Investigator georganiseerde educatieve bijeenkomst werd onder leiding van dagvoorzitter Haitse Hoos, partner van Asset Advisors, gesproken over de toegevoegde waarde van fiduciair management. Jean Frijns, jarenlang directeur vermogensbeheer van pensioenfonds ABP, was de eerste spreker. Hij vroeg zich af of kleine pensioenfondsen nog een zelfstandig bestaansrecht hebben.

‘Bestuurders van pensioenfondsen hebben het waanzinnig druk’, stelde Frijns, en hij toonde een waslijst met doelstellingen die uiteenliepen van risicomangement en het verbeteren van het toezicht tot volatility-management. ‘Veel van die doelstellingen bestonden 25 jaar geleden nog niet. De vraag is of bestuurders van kleine fondsen dat allemaal wel

aan kunnen.’ Frijns toonde medeleven met bestuurders die hun fonds de komende jaren ook nog eens door de verwachte transitie van het pensioenstelsel moeten loodsen. ‘A hell of a job’, noemde hij dat.

## **BESTAANSRECHT KLEINE PENSIOENFONDSEN ONDER DE LOEP**

Op de vraag naar het bestaansrecht van kleine pensioenfondsen kon Frijns geen eenduidig antwoord geven. Aan de hand van een door hemzelf ontworpen ‘beslisboom’, met vragen over de kwaliteit van bestuurders en medewerkers, de samenstelling van het deelnemersbestand, de kosten van de organisatie en het bestaan van alternatieven, toonde hij een breed scala aan mogelijkheden. Kleine fondsen, met een belegd vermogen tussen 200 miljoen euro en een miljard euro, doen er volgens Frijns wel goed aan zich bij een bedrijfstakpensioenfonds aan te sluiten als de solvabiliteit mager is en er geen onderneming is die zich voor uitkeringen garant stelt en/of als het deelnemersbestand te klein is om voor continuïteit te zorgen.

‘Als het deelnemersbestand krimpt, is het heel moeilijk onderdekking te repareren. Dat leidt tot verdere krimp, waardoor zo’n fonds in een vicieuze cirkel belandt’, stelde Frijns. Andere alternatieven dan aansluiting bij een bedrijfstakpensioenfonds zijn onaantrekkelijk. Zo is afkoop van de verplichtingen en overgaan naar een DC- of annuïteitensysteem bij de huidige lage rente geen goedkope oplossing. Een klein, maar rijk fonds wordt volgens Frijns bij krimp alleen maar rijker. Bij groeiende fondsen zorgen nieuwe deelnemers doorgaans voor voldoende nieuwe inkomsten om tijdelijke tegenvallers op te vangen.

## **‘BELANGENAFWEGING NOODZAKELIJK BIJ INSCHAKELING FIDUCIAIR MANAGER’**

Frijns toonde zich neutraal tegenover het inschakelen van fiduciair management. Als een bestuursbureau zelf verantwoordelijk is voor de beleggingen, zorgt dat volgens



hem voor parallelle van belangen, al is het fonds wel erg afhankelijk van een beperkte groep mensen. 'Een fiduciair brengt veel expertise in, maar zo'n agent doet niet altijd precies wat de principaal wil', aldus Frijns. Een fonds moet volgens hem wel groot genoeg zijn om voor zo'n fiduciair manager commercieel interessant te zijn.

#### 'CONTROLE OP FIDUCIAIR MANAGEMENT ONONTBEERLIJK'

Een antwoord op de vraag wat je wel en niet aan fiduciair managers zou moeten overlaten, kwam van Jeroen van der Put. Pensioenfonds Post NL, waarvan Van der Put bestuurder is, is onlangs van fiduciair gewisseld. Van der Put legde uit waarom niet alle taken in het beleggingsproces aan de nieuwe fiduciair beheerder werden toevertrouwd. Waar ALM volgens hem vooral een taak van het bestuur is, kan het opstellen van een beleggingsplan en het aantrekken van managers doorgaans goed worden overgelaten aan fiduciairs. Dat geldt ook voor minder strategische zaken als balansbeheer en rapportage.

'Fiduciair is afgeleid van het woord 'fiducie', ofwel 'vertrouwen'. We weten uit de geschiedenis van Johan Crujff en andere voorbeelden uit de voetbalwereld dat het werken met vertrouwelingen niet altijd goed uitpakt', zei Van der Put. Controle is daarom onontbeerlijk. 'Omdat de sector weinig maatschappelijk vertrouwen geniet, is een hoge mate van beheersbaarheid vereist. De financiële sector heeft nu eenmaal een bias naar complexiteit. Als er onvoldoende countervailing power is, is het mogelijk dat tegengestelde belangen ontstaan.'

#### 'PENSIOENFONDSBESTUUR IN DE LEAD'

Jack Jonk, bestuurder van fiduciair beheerder Blue Sky Group, noemde fiduciair management 'een goed concept met een slechte naam'. Een goed concept, omdat het pensioenfondsbestuurders onder meer externe deskundigheid op beleggingsgebied, overzicht op het hele proces en toegang tot schaalvoordelen biedt. Een slechte naam, in letterlijke zin, omdat deze een uitbesteding op basis van vertrouwen suggereert, terwijl dat al lang niet meer aan de hand is. 'Besturen blijven altijd eindverantwoordelijk. Die verantwoordelijkheid uitbesteden, zoals onlangs in de wet is vastgelegd, mag al heel lang niet', aldus Jonk.

De ontwikkeling van fiduciair management heeft volgens Jonk gelijke tred gehouden met de professionalisering van pensioenfondsbesturen. 'In het begin werd verantwoordelijkheid, mede wegens gebrek aan kennis bij de besturen, soms uitbesteed. Daarna werd het bestuur formeel wel verantwoordelijk, maar lag de voorbereiding volledig bij de fiduciair manager, wiens voorstellen eigenlijk altijd werden gevolgd. In het derde stadium kwam de verantwoordelijkheid ook in de praktijk bij het bestuur te liggen. Door het gebrek aan deskundigheid bleef de countervailing power richting fiduciair echter beperkt', aldus Jonk. 'Nu de meeste besturen over voldoende expertise beschikken, zijn zij in de lead en is er

serieuze en intensieve interactie met de fiduciair. De fiduciair moet hier dus ook op zijn ingericht.'

#### 'EFFICIENCY FIDUCIAIR MANAGEMENT IS MEETBAAR'

Tijdens de paneldiscussie aan het einde van de middag vroeg dagvoorzitter Hoos hoe de toegevoegde waarde van fiduciair management gemeten kan worden. Bernard Walschots, bestuurder van Pensioenfonds Rabobank, trapte af. 'Wij hebben intern alle deskundigheid in huis, maar werken wel met een fiduciair adviseur. Het zit hem in efficiencyvoordelen.' Maarten Roest, bestuurder van Pensioenfonds ABN AMRO, riposteerde dat zijn fonds niet met een fiduciair werkt, maar dat zo'n partij anders wel gewoon zou moeten uitvoeren wat het bestuur wil. Mathijs van Gool, bestuurder van bedrijfspensioenfonds Essity: 'Wij werken al elf jaar met een fiduciair. Je kunt hun prestaties en efficiency prima meten, maar het gaat er vooral om dat zo'n fiduciair zich ontwikkelt tot een echte partner.' Hij voegde er later nog aan toe dat een eigen pensioenfonds van toegevoegde waarde kan zijn voor een bedrijf, ook als het klein is.

Pratend over de toegevoegde waarde van fiduciair management stelde Toine van der Stee, Algemeen Directeur van Blue Sky Group, dat een fiduciair manager in elk geval niet betaald zou moeten worden op basis van het beleggingsrendement, maar een vaste vergoeding zou moeten krijgen. 'Dan heeft zo'n fiduciair geen belang bij beleggingskeuzes.'

Dagvoorzitter Hoos sloot de middag af met de opmerking dat het altijd draait om educatie en de deskundigheid van bestuurders van pensioenfonds. 'Zorg ervoor dat u op de hoogte bent van de ontwikkelingen', sprak hij de pakweg honderd aanwezigen toe. 'Bedenk dat domme vragen niet bestaan. Het is veel erger om dingen niet te vragen omdat je niet op de hoogte bent van het bestaan van een probleem.' «



# Met behoud van eigen identiteit klaar voor de toekomst

DOOR JAN JAAP OMVLEE

Hoe blijft een middelgroot pensioenfonds toekomstbestendig? De druk op governance (IORP) neemt toe, het toezicht vanuit DNB is intensief en wat brengt een nieuw pensioencontract? Maureen Schlejen en Philip Jan Looijen van NN Investment Partners over de kracht van fiduciair beheer voor middelgrote pensioenfondsen.



Foto's: Archief NN Investment Partners

## CV

Maureen Schlejen is Managing Director Institutionele Relaties voor de Nederlandse markt bij NN Investment Partners. Voorheen werkte zij bij Robeco, waar zij ruim 20 jaar ervaring heeft opgebouwd in de vermogensbeheerindustrie.

**Is er een zelfstandige toekomst weggelegd voor middelgrote pensioenfondsen waarbij de kwaliteit in uitvoering gegarandeerd is en waarbij aan de wens tot wendbaarheid en duurzaam beleggen wordt voldaan terwijl er kosten worden bespaard?**

Philip Jan Looijen: 'Dat zijn belangrijke thema's in de sector en daarmee ook voor ons als fiduciair beheerder. Er worden steeds meer en steeds strengere eisen aan pensioenfondsen gesteld en dat heeft ons getriggerd om het aanbieden van losse bouwstenen verder te ontwikkelen. Hiermee kunnen pensioenfondsen schaalvoordelen optimaal benutten met behoud van eigenheid.'

Maureen Schlejen: 'Daarbij bieden wij twee benaderingen. Of we maken specifieke bouwstenen die we ook aan andere klanten aanbieden, of we bieden fondsspecifiek maatwerk.'

**Kunt u inzoomen op de thema's van een middelgroot pensioenfonds?**

Looijen: 'Er is natuurlijk het verscherpte toezicht op de naleving van uitbesteding, maar het gaat ook om alle eisen die De Nederlandsche Bank stelt aan de beleidsdocumentatie. Waarom doe je wat je doet, hoe doe je dat en hoe monitor en evalueer je dat? Dan gaat dat bijvoorbeeld om investment cases voor alle beleggingscategorieën. Voor een middelgroot pensioenfonds is dat een flinke klus. Als je dan gebruik maakt van het platform van een fiduciair manager die dat voor meerdere partijen doet, biedt dat grote voordelen.'

Schlejen: 'Je ziet ook dat pensioenfondsen op basis hiervan kijken naar het vereenvoudigen van hun portefeuilles. Het kan ook de wens van het bestuur zijn om te komen tot vereenvoudiging door het beperken van complexere producten, waardoor er een kwalitatief goede, maar versimpelde portefeuille overblijft.'

Looijen: 'Een pensioenfondsbestuur moet zelf begrijpen wat er gebeurt en dit kunnen monitoren en goed uitleggen aan deelnemers en andere stakeholders. Past dit wel binnen de identiteit en het beleid van het pensioenfonds? Daarbij moet je, ook als fiduciair manager, continu goed zicht houden op het feit of het ook nog te doen en te implementeren is voor een middelgroot pensioenfonds binnen de beschikbare governancecapaciteit van het pensioenfonds.'

### **Hoe slaagt u erin om fiduciair beheer overzichtelijk te houden voor pensioenfondsbestuurders?**

Schlejen: 'Wij ondersteunen pensioenfondsen in het ketendenken. Wat is precies de beleggingsketen en welke elementen zijn daarin belangrijk? Wat verwacht je van de modulaire bouwstenen in die keten? Dat ketendenken maken we visueel, waardoor het inzichtelijk wordt voor bestuurders.'

Looijen: 'Wij steken veel tijd in het goed documenteren van de gehele bestuurlijke keten; voor en met onze klanten. De operationele uitwerking wordt een stuk gemakkelijker als je kunt terugvallen op een goed gedefinieerd beleidskader, bestuursbesluit, et cetera. Op die manier wordt het voor een pensioenfondsbestuur eenvoudiger om precies te overzien waar het mee bezig is en waarom het bestuur doet wat het doet. We zijn natuurlijk niet alleen ontzorgers, we zijn ook coördinatoren. We waken erover dat de hele keten consistent is en voldoet aan de eisen die gesteld worden.'

Schlejen: 'Dat helpt een bestuurder in zijn of haar rol, maar het scheidt ook duidelijkheid in de relatie die wij met onze klanten hebben. Omdat we alles heel goed documenteren, is het heel helder wat we van elkaar kunnen verwachten, hetgeen natuurlijk goed is in de klantrelatie. Communicatie met de klant en het managen van verwachtingen zijn daarbij erg belangrijk.'

Looijen: 'Wij worden steeds vaker door de communicatiecommissie van een pensioenfonds benaderd om te helpen het beleggingsbeleid toe te lichten aan deelnemers, maar ook om het duurzaamheidsbeleid over het voetlicht te brengen. Wij zijn dus ook nauw betrokken bij de teksten van bijvoorbeeld jaarverslagen. Communicatie is in die zin voor ons steeds belangrijker aan het worden.'

### **Hoe zorgt u er als fiduciair manager voor dat het fiduciair concept niet vertroebeld raakt?**

Looijen: 'Dat is best een uitdaging. Je zou fiduciair beheer kunnen zien als een 'all you can eat'-buffet, vol met lekkernijen voor een vaste prijs. Dat leidt uiteindelijk natuurlijk tot vertroebeling, wat ook voor onze klanten geen goede ontwikkeling is. Wij hechten er dus waarde aan om alles te documenteren wat wij doen en wat wij leveren en we zorgen ervoor dat het SMART (Specifiek, Meetbaar, Acceptabel, Realistisch, Tijdgebonden) is. Wat daarbij helpt, is de dienstencatalogus die we hebben opgesteld waarin we

alle componenten van onze dienstverlening uitgeschreven hebben en waarin als een menukaart duidelijk is gemaakt wat er aanvullend mogelijk is. Daarmee ben je dus ook heel transparant over wat je wel en niet doet en kan het pensioenfonds de kosten onder controle houden. Sowieso is het dienstverlening waarbij de verantwoordelijkheid bij het pensioenfondsbestuur blijft. Wij leveren alleen een aantal adviesdiensten en een aantal operationele uitvoeringsdiensten. Klanten mogen innovaties van ons verwachten, binnen onze helder gedefinieerde verantwoordelijkheid.'

### **Waarin onderscheidt uw dienstverlening zich?**

Looijen: 'Ten eerste zijn wij onderdeel van een grote, wereldwijde asset manager. Als fiduciair manager vind ik het een enorm voordeel dat je onderdeel bent van een wereldwijd beleggingshuis, omdat we op een hoog niveau ons risicomanagement, onze systemen en onze rapportages hebben ingeregeld; alles wat nodig is om als platform onze fiduciaire dienstverlening te kunnen leveren.'



#### **CV**

Philip Jan Looijen is Managing Director Integrated Client Solutions bij NN Investment Partners. Eerder was hij werkzaam als interim manager en adviseur voor diverse pensioenfondsen en verzekeraars. Tot eind 2009 was hij Directeur Fiduciair Management bij MN Services.

Daarnaast scoren wij goed op het gebied van duurzaamheid. Dat komt niet alleen voort uit de fiduciaire dienstverlening, maar wordt door de gehele NN Group gedragen. NN Group is volgens onafhankelijke ESG-beoordelaars de op een na duurzaamste verzekeraar van de wereld. We hebben daarnaast een aantal goede competenties in huis op het gebied van LDI en een krachtig team met goede mensen die hun sporen verdiend hebben in de markt. Daarbij is het prettig dat het allemaal Nederlandstalige mensen zijn, die ook het lokale pensioenlandschap goed kennen.'

Schlejen: 'Al deze aspecten zitten echt in ons DNA, in alle gelederen van het bedrijf en dat merk je in alles terug. Ik denk dat we ons daar echt mee onderscheiden. We hebben fiduciair beheer echt omarmd als een strategische pijler. Dat maakt ons uniek in de Nederlandse markt. En omdat wij echt een multi-client fiduciair zijn, kunnen wij innoveren, en kunnen wij dit doen voor meerdere klanten. Dat is dan het schaalvoordeel dat wij kunnen bieden aan onze klanten, op meerdere vlakken.'

### **Wat kunt u pensioenfondsen bieden op het gebied van het behalen van duurzaamheidsdoelstellingen?**

Looijen: 'Wij beginnen daar al vroeg in het traject mee. Net als bij beleggingen denken wij na over hoe we hier beleidsmatig tegenaan kijken. Waarom doe je het? Welke thema's vind je belangrijk? Welke ambities heb je op het gebied van duurzaamheid en wat mag het kosten? Al deze kaders vormen de uitgangspunten voor het duurzaamheidsbeleid. Pensioenfondsen kiezen dan bijvoorbeeld voor een aantal sustainable development goals (SDG's). We hebben fondsen die actief zijn vanuit een bepaalde sector en juist specifieke items uit die sector benadrukt willen zien. Dat is dus heel klantspecifiek.'

Daarna werken we de praktische implementatie uit en bekijken we concreet vanuit het duurzaamheidsbeleid welke instrumenten we willen inzetten, wat we willen uitsluiten en stimuleren en waar we in willen investeren. Zo maken we het concreet naar uitsluitingsbeleid, stembeleid, engagement-programma's, impactbeleggingen, rapportages en dergelijke.'

Schlejen: 'Wij kunnen daarbij als sparringpartner optreden, als adviseur, en we kunnen ook met peers praten omdat we een multi-client fiduciair zijn. Dat brengt als voordeel dat we enkele malen per jaar een klantenraad organiseren waarin we over belangrijke thema's sparren. Dat voegt heel veel waarde toe voor de klanten en omgekeerd leren wij veel van wat er bij onze klanten gebeurt. Het niveau van de discussies aan de bestuurstafel gaat echt omhoog en dat is een goede zaak.'

### **Wij ondersteunen pensioenfondsen in het ketendenken. Wat is precies de beleggingsketen en welke elementen zijn daarin belangrijk?**

### **Hoe hoog ligt de lat voor pensioenfondsbestuurders?**

Looijen: 'Over de hele linie zien we dat die lat elk jaar hoger komt te liggen. Denk aan diepgaande investment cases, beleidsdocumenten, evaluaties, een uitgebreide operational due diligence op externe managers, een verdieping van het duurzaamheidsbeleid en verhoogde eisen aan kosten-transparantie. Onze conclusie luidt: de bestuurbaarheid van een pensioenfonds is gebaat bij gedegen regie over de gehele beleggingscyclus.'

### **Waar zit de toegevoegde waarde van de modulaire bouwstenen in fiduciair beheer?**

Looijen: 'Je kijkt steeds naar de mogelijkheden om als pensioenfonds het schaalvoordeel van de fiduciair manager te benutten, of naar mogelijkheden om voldoende eigenheid te behouden. Voor ons als fiduciair is het de uitdaging om voldoende bouwstenen ter beschikking te stellen om die eigenheid te kunnen waarborgen voor klanten. Klanten op hun beurt moeten voldoende comfort hebben bij het bouwstenen-concept om het schaalvoordeel te kunnen benutten.'

Schlejen: 'We zien het als onze fiduciaire taak om met de klant het gesprek aan te gaan. Waarom wil een pensioenfonds iets specifiek? We gaan dan de discussie aan en vragen wat de achterliggende reden is van een fonds om iets te willen. Dat leidt vaak tot interessante discussies. Soms blijkt dat bij een wens voor een maatwerkoplossing niet altijd een maatwerkoplossing nodig is en dat er betere alternatieven mogelijk zijn om hetzelfde doel te behalen. Daarom vinden wij onze rol als sparringpartner zo belangrijk en merken we dat onze klanten dat ook van ons verwachten. Het voeren van die discussie voegt heel veel waarde toe aan de dialoog met een pensioenfonds en aan onze relatie met het pensioenfonds.' «

#### **Over NN Investment Partners**

**NN Investment Partners (NN IP) is de vermogensbeheerder van de aan Euronext Amsterdam genoteerde NN Group N.V. Website: [www.nnip.com](http://www.nnip.com)**

**Fiduciair beheer voorzien van hoogwaardige componenten biedt middelgrote pensioenfondsen een zelfstandige toekomst.**

**De bestuurbaarheid van een pensioenfonds is gebaat met gedegen regie over de gehele beleggingscyclus.**

**Als multi-client fiduciair kan NN IP optreden als sparringpartner, als adviseur en klanten met 'peers' in contact brengen.**





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

# COLUMN

## Meer duidelijkheid met nieuwe regels voor de personenvennootschap?

Op 21 februari 2019 is een concept-wetsvoorstel voor een nieuwe wettelijke regeling van de personenvennootschap ter consultatie voorgelegd. De vraag is of deze regeling aan de behoeften van de praktijk voldoet.

De huidige wettelijke regeling voorziet in drie typen personenvennootschappen: maatschap, vennootschap onder firma (v.o.f) en commanditaire vennootschap (c.v.). Het concept-wetsvoorstel onderscheidt slechts twee typen: de c.v. en de vennootschap. Evenals op dit moment kan een personenvennootschap eenvoudig worden opgericht door het aangaan van een overeenkomst. Tussenkost van de notaris is daarvoor niet vereist. De kern van het concept-wetsvoorstel ligt in het onderscheid tussen een in het handelsregister ingeschreven vennootschap en een niet in het handelsregister ingeschreven vennootschap. Een niet-ingeschreven vennootschap is slechts beperkt rechtsbevoegd en kent geen afgescheiden vermogen. Een c.v. moet altijd in het handelsregister zijn ingeschreven

Onder de huidige regeling heeft de personenvennootschap geen rechtspersoonlijkheid. Dat betekent dat zij als zodanig geen drager van rechten en verplichtingen kan zijn. Daarin verschilt een personenvennootschap van een NV of een BV. Hierdoor is bijvoorbeeld onzeker of bij een levering van onroerend goed de inschrijving in de openbare registers wel ten name van de personenvennootschap kan geschieden. Het concept-wetsvoorstel maakt een eind aan deze onzekerheid. Het bepaalt dat een personenvennootschap rechtspersoonlijkheid krijgt bij het aangaan van de vennootschapsovereenkomst. Dat betekent dat een personenvennootschap zelfstandig aan het rechtsverkeer kan deelnemen. Inschrijving in het handelsregister is in dit verband wel een factor van betekenis. Als de vennootschap is ingeschreven, kan zij alle soorten rechtshandelingen aangaan. Als de vennootschap niet is ingeschreven, kan zij niet alle soorten rechtshandelingen aangaan. Zij kan dan bijvoorbeeld geen onroerend goed verwerven.

Onder huidig recht heeft de Hoge Raad uitgemaakt dat een v.o.f. en een maatschap beschikken over een afgescheiden vermogen. Het concept-wetsvoorstel neemt dit aan voor elke ingeschreven personenvennootschap. Dit afgescheiden

vermogen dient alleen tot voldoening van vorderingen van crediteuren van de personenvennootschap. Dit zullen dus per definitie vorderingen zijn die verband houden met de werkzaamheden van de vennootschap. Vorderingen van crediteuren van de vennoten in privé zijn niet verhaalbaar op dit afgescheiden vermogen. Als de schulden van de vennootschap niet volledig uit het afgescheiden vermogen kunnen worden voldaan, zijn alle vennoten voor deze schulden hoofdelijk aansprakelijk (en niet voor gelijke delen zoals thans bij de maatschap het geval is). Nieuw toetreden vennoten zijn uitsluitend aansprakelijk voor schulden die na hun toetreding zijn ontstaan. Uitgetreden vennoten zijn na hun toetreding nog maximaal vijf jaar aansprakelijk voor schulden van de vennootschap.

Volgens het concept-wetsvoorstel berust het bestuur van de personenvennootschap in beginsel bij alle vennoten gezamenlijk, met uitzondering van de commanditaire vennoten in het geval van een c.v. Partijen kunnen daarvan afwijken in de vennootschapsovereenkomst. Evenzo kan in beginsel iedere vennoot de vennootschap vertegenwoordigen. Ook daarvan kan worden afgeweken in de vennootschapsovereenkomst. Anders dan naar huidig recht mag ook een commanditaire vennoot de c.v. vertegenwoordigen als hij daarvoor volmacht heeft. Beperkingen in de vertegenwoordigingsbevoegdheid kunnen alleen aan derden worden tegengeworpen als deze beperkingen in het handelsregister zijn ingeschreven.

Met de voorgestelde regeling wordt mijns inziens een goede stap gezet in het beter positioneren van de personenvennootschap als een entiteit waarmee financiële en niet-financiële partijen hun bedrijf of beroep kunnen uitoefenen. Cruciaal zijn wat mij betreft de toekenning van rechtspersoonlijkheid aan de personenvennootschap, het afgescheiden vermogen en de regeling van de aansprakelijkheid bij in- en uittreden van vennoten. De consultatie sluit op 31 mei 2019. «

# Hoe meten we de effectiviteit van de fiduciair manager?

DOOR JAN JAAP OMVLEE

Hoe beoordeel je of een fiduciair manager toegevoegde waarde levert? Anton Wouters, Hoofd Solutions & Client Advisory bij BNP Paribas Asset Management, weet welke handvatten er beschikbaar zijn om de effectiviteit van een fiduciair manager te meten.

Fiduciair management is circa 20 jaar jong. Dat er sinds de uitvinding van het concept fiduciair management veel is veranderd, is een understatement. Wouters: 'We moeten als fiduciair managers in toenemende mate transparant zijn over wat we doen. Dat betekent veelal in het juiste format en in de juiste context rapporteren en uitleggen aan uiteenlopende stakeholders wat je doet. Dat deel van fiduciair management wordt steeds belangrijker: uitleggen en transparant zijn over wat je doet. Dat wordt mede gedreven door De Nederlandsche Bank die terecht van pensioenfondsbesturen vraagt dat zij vanuit hun verantwoordelijkheid weten wat zij doen. Een fiduciair manager kan dit faciliteren, door zowel in de voorbereiding van activiteiten als achteraf zo transparant mogelijk te zijn over de uitgevoerde activiteiten, over de kosten en over de resultaten. Minimaal even belangrijk is de vraag proberen te beantwoorden waar je toegevoegde waarde als fiduciair manager zit en hoe deze door het pensioenfonds geëvalueerd kan worden.'

## Kunt u eerst schetsen wat de toegevoegde waarde van een fiduciair manager is?

'Een fiduciair manager moet er in eerste instantie voor zorgen dat het geformuleerde beleid efficiënt wordt uitgevoerd, zowel qua proces als qua kosten. Als tweede punt: als een fiduciair manager onderdeel is van het totale adviserings-traject, dan wil je weten of de adviezen die de fiduciair manager aandraagt en waarop het pensioenfonds mede een aantal beslissingen neemt, waarde toevoegen. Bijvoorbeeld vanuit de ALM-gedachte: hoe is de verhouding tussen de matching- en returnportefeuille en wordt daardoor een voldoende hoeveelheid excess rendement behaald? De toegevoegde waarde van een fiduciair manager kan ook zitten in de selectie van de juiste benchmarks voor iedere asset class en de bijbehorende managersselectie. De selectie van benchmarks en van managers is iets waar het bestuur ook 'ja' tegen moet zeggen en waarvan zij wil kunnen meten of dit tot juiste keuzes heeft geleid. Bijvoorbeeld, levert de externe manager de alpha of de waarde op die je verwacht?'

Figuur 1: Fiduciair Beheer volgens BNP Paribas Asset Management



### **Hangt de toegevoegde waarde van een fiduciair manager ook af van het gekozen model?**

'Soms ondersteunt de fiduciair manager het pensioenfonds als strategisch adviseur en zorgt zij voor monitoring en rapportage. De beleggingen worden dan gedaan door een andere partij. Additioneel kan een fiduciair manager op strategisch niveau de matchingportefeuille beheren. De efficiëntie van de matchingportefeuille is in dat geval ook een onderdeel van de toegevoegde waarde. Als je een matchingportefeuille hebt die geheel passief wordt beheerd en geïmplementeerd, hoe wordt deze dan ingericht en onderhouden? Want je kunt nooit exact al je verplichtingen afdekken. Ook hier kun je meten wat de fiduciair manager gedaan heeft. Basis blijft dat de fiduciair manager altijd besluiten van het pensioenfonds implementeert, maar je moet als pensioenfonds wel inzicht krijgen of het beheer en de implementatie gewerkt heeft en wat de bijdrage van de fiduciair manager daarin is geweest. Als die positief is, moet je dat afzetten tegen de eventuele additionele kosten die je hebt van een fiduciair manager. Als de fiduciair manager goed zijn werk doet, heeft hij misschien wel iets voor je opgeleverd.'

### **Hoe is dat in het Verenigd Koninkrijk geregeld?**

'In het VK wordt in sommige gevallen de toegevoegde waarde van fiduciair managers gemeten aan de ontwikkeling van de dekkingsgraad op basis van een geformuleerd zogenaamd glide-path. Als je dat als graadmeter neemt, moet je ook een grote discretie geven aan de fiduciair manager om die dekkingsgraad te sturen. Dat soort discretie kennen wij niet in Nederland. Nederlandse pensioenfondsen zijn verplicht te weten wat er gebeurt in de portefeuille en moeten volledig in control zijn wat betreft activiteiten en het beleid binnen de beleggingsportefeuille. In de Nederlandse context wordt het meten van de toegevoegde waarde van de fiduciair minder direct, wellicht zelfs wat subjectiever.'

### **Welke definitie van fiduciair beheer hanteert BNP Paribas Asset Management?**

'Bij ons is dat een partnership met een holistische benadering en integraal balansmanagement. In dat partnership ondersteunen we het bestuur bij het formuleren en realiseren van zijn beleggingsdoelstellingen. De mate waarin dat gebeurt, is afhankelijk van de ruimte die we krijgen, maar in elk geval is de governance van het pensioenfonds altijd helder gedefinieerd. Het pensioenfonds moet *in control* blijven, maar wij monitoren als fiduciair manager wel de totale portefeuille.

Ook werken we vanuit meerdere concepten. We managen ook LDI-portefeuilles waarbij het fiduciair beheer niet over de totale portefeuille gaat, maar waarbij wel de LDI-portefeuille integraal wordt beheerd. Ook daar zul je, net als met een fiduciaire oplossing, een goede governance structuur moeten definiëren: duidelijk uitleggen wat er

## **Dat deel van fiduciair management wordt steeds belangrijker: uitleggen en transparant zijn over wat je doet.**



Foto: Ruben Eshuis Photography

### **CV**

Anton Wouters is Hoofd Solutions en Client Advisory bij BNP Paribas Asset Management. Sinds 2017 is Wouters verantwoordelijk voor alle maatwerkoplossingen voor pensioenfondsen, bedrijven en verzekeraars. Hij startte zijn loopbaan bij Amro Bank en bekleedde daar diverse functies. In 2004 werd hij verantwoordelijk voor LDI en fiduciair management bij ABN AMRO Asset Management, een voorganger van BNP Paribas Asset Management. In deze rol heeft hij het volledige LDI-productgamma en risicomangement opgezet. Meer informatie: <https://www.bnpparibas-am.nl>

gebeurt, hoe efficiënt een LDI-portefeuille is en waarom het resultaat soms iets afwijkt van de verwachtingen en wat de kosten en de richtlijnen zijn die worden opgesteld voor het beheer van de LDI-portefeuille. Bij de fiduciaire portefeuille komt de returnportefeuille erbij, maar feitelijk is het outsourcingmodel op dezelfde leest geschoeid.'

### **Zijn er voordelen of nadelen verbonden aan het outsourcen van LDI?**

'Bij het managen van een LDI-portefeuille binnen de Nederlandse context moet je er rekening mee houden dat de verplichtingen tegen een afgeleide van de interest rate swapcurve worden verdisconteerd. Dit betekent dat de minst risicovolle manier om verplichtingen af te dekken het gebruik van swaps met zich meebrengt. Er zitten natuurlijk voor- en nadelen aan het gebruik van derivaten. Als pensioenfonds kun je stellen dat je eigenlijk niets met derivaten te maken wilt hebben, maar dan wordt de efficiëntie van de matching van verplichtingen waarschijnlijk een stukje minder. Gebruik je wel derivaten, dan moet je omgaan met de voor- en nadelen ervan. De inwerkingtreding van EMIR en gecentraliseerde clearing betekent voor een pensioenfonds dat swaps gebruikt worden voor het afdekken van verplichtingen en dat het wat ingewikkelder wordt om het integraal te beheren. Dus zal je eerder assistentie zoeken bij het beheer van de matchingportefeuille. Het voordeel is dat je het portefeuillebeheer op een door het pensioenfonds gewenste efficiënte manier kunt blijven beheren, het nadeel is natuurlijk dat je blijft werken met derivaten binnen een outsourcingstructuur waarbij je als bestuur wel comfortabel moet voelen.'

### **Hoe belangrijk is innovatie binnen fiduciair beheer?**

'Innovatie is altijd noodzakelijk in die zin dat we onder veranderende marktomstandigheden werken. We kennen al heel lang een periode met hele lage yields en je ziet dat partijen opschuiven naar producten met een wat hoger rendement, maar ook automatisch met een hoger risico of hogere illiquiditeit. Als je daarvoor als pensioenfonds kiest, dan moet de portefeuille zodanig worden ingericht dat de dagelijkse gang van zaken niet in gevaar komt. Daar kijk je dus wat anders naar dan voorheen toen er meer dan nu met liquide aandelen en vastrentende waarden werd gewerkt.'

### **Welke handvatten zijn er om de effectiviteit van een fiduciair manager te meten?**

'Het beantwoorden daarvan begint met het stellen van de juiste vragen. Laat ik er een aantal noemen:

- Hoe heeft de advisering omtrent de asset allocation (strategisch advies) bijgedragen?
- Hebben de geadviseerde beleggingen met een hoger risicokarakter (zoals aandelen) daadwerkelijk bijgedragen aan een verbetering van de dekkingsgraad?
- Heeft het voorgestelde actieve beheer binnen de diverse beleggingscategorieën nog additionele waarde geleverd?

- Wat waren de belangrijkste risicofactoren voor het excess rendement van de matchingportefeuille?
- Brengt het hebben van een fiduciair manager nog schaal- en kostenvoordeel mee?

Daarna zal je bij deze vragen de juiste indicatoren moeten bepalen om de impact te meten. Verder kun je nog beoordelen, indien de fiduciair manager ook de strategische matchingportefeuille beheert, hoe effectief de afdekking van de verplichtingen was. Gezien alle discussies over de toekomst van het pensioenstelsel is het een goede zaak dat er op alle vlakken gekeken wordt naar de effectiviteit van de fiduciair manager.'

### **En wat is uw conclusie?**

'De conclusie is dat de effectiviteit en efficiëntie van een aantal zaken die een fiduciair manager uitvoert objectief gemeten kan worden, maar een deel zal subjectief blijven. Daarbij geldt vanzelfsprekend dat het pensioenfonds altijd in control is. Het pensioenfonds moet zich daarbij voortdurend afvragen of het beter zelf een taak kan uitvoeren of dat uitbesteden aan een fiduciair manager voordelen oplevert.' «

#### **Taken van de fiduciair manager:**

- Advies over assets versus verplichtingen (inclusief definitie van het risico dat daarbij hoort).
- Portfolioconstructie: efficiënte en optimale invulling van de portefeuille gegeven het risicobudget.
- Managerselectie: selecteren van best in class managers.
- Monitoring van de portefeuille (met name risico's en effectiviteit).
- Rapportering, vaak tailormade/klant- en toezichthouder gedreven.

#### **De toegevoegde waarde van een fiduciair manager is deels te meten:**

- hebben zijn adviezen omtrent asset allocation en portfolioconstructie toegevoegde waarde?
- zijn portfolioconstructie en risicometing op orde en geeft dit het gevraagde inzicht aan het pensioenfonds?
- verdient de fiduciair manager zijn compensatie terug door schaalvoordelen en efficiënte uitvoering van het beleid?

#### **Daarbij moet te allen tijde...**

- het pensioenfonds in control zijn en het beleid bepalen.
- het pensioenfonds zich afvragen of het zelf uitvoeren tot de mogelijkheden behoort.
- de fiduciair manager beschouwd worden als alternatieve uitvoerder en (een van de) adviseur(s).



# Bond Compass

Navigating the Fixed Income Market

## Discover where trillions of dollars in fixed income assets moved in Q3 2018

The Bond Compass is a new, quarterly report that leverages proprietary research from State Street Global Markets, providing a snapshot of fixed income flows and holdings indicators, extracted from a wider set of \$10 trillion of assets.<sup>1</sup> These indicators capture behavioural trends across tens of thousands of portfolios, representing 10% of the global fixed income universe.<sup>2</sup>

**STATE STREET**  
**GLOBAL ADVISORS**  
**SPDR**

[spdrs.com/fixedincome](https://spdrs.com/fixedincome)

**Marketing communication. For professional clients use only.** <sup>1</sup>Source: State Street Form 10-K, as of 31 December 2017. The fixed income flows and holdings indicators produced by State Street Global Markets, the investment, research and trading division of State Street Corporation, are based on aggregated and anonymized custody data provided to it by State Street, in its role as custodian. State Street Global Advisors does not have access to the underlying custody data used to produce the indicators. <sup>2</sup>Source: Bank of International Settlements, 2017. The fixed income flows and holdings indicators produced by State Street Global Markets, the investment, research and trading division of State Street Corporation, are based on aggregated and anonymous custody data provided to State Street Global Markets by State Street, in its role as custodian. State Street Global Advisors does not have access to the underlying custody data used to produce the indicators. These metrics are generated from regression analysis based on aggregated and anonymous flow data in order to better capture investor preference and to guarantee the safe guarding of client confidentiality. Investing involves risk including the risk of loss of principal. ETFs trade like stocks, are subject to investment risk, fluctuate in market value and may trade at prices above or below the ETFs net asset value. Brokerage commissions and ETF expenses will reduce returns. The information provided does not constitute investment advice as such term is defined under the Markets in Financial Instruments Directive (2014/65/EU) and it should not be relied on as such. Standard & Poor's, S&P and SPDR are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P); Dow Jones is a registered trademark of Dow Jones Trademark Holdings LLC (Dow Jones); these trademarks have been licensed for use by S&P Dow Jones Indices LLC (SPDJ) and sublicensed for certain purposes by State Street Corporation. State Street Corporation's financial products are not sponsored, endorsed, sold or promoted by SPDJ, Dow Jones, S&P, their respective affiliates and third party licensors and none of such parties make any representation regarding the advisability of investing in such product(s) nor do they have any liability in relation thereto, including for any errors, omissions, or interruptions of any index. Bond funds contain interest rate risk (as interest rates rise bond prices usually fall); the risk of issuer default; issuer credit risk; liquidity risk; and inflation risk. This document has been issued by State Street Global Advisors Limited ("SSGA"). Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered No. 2509928. VAT No. 5776591 81. Registered office: 20 Churchill Place, Canary Wharf, London, E14 5HJ. T: 020 3395 6000. F: 020 3395 6350 ssga.com © 2018 State Street Corporation — All rights reserved. ID15033 2326239.3.1.EMEA.INST Exp. Date: 28/02/2019.

**VOORZITTER:**

Markus Schaen, MN

**DEELNEMERS:**

Jim van den Bergh, BNP Paribas Asset Management

Nicole Downer, Natixis Investment Managers

Charles Dupont, Schroders

Claus Fintzen, Allianz Global Investors

Frank Meijer, Aegon Asset Management

Hans de Rooter, Pensioenfondsen TNO

Rajesh Sukdeo, Syntrus Achmea Real Estate & Finance

Daniel Widijanto, ASR Vermogensbeheer

*Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Aegon Asset Management, Allianz Global Investors, BNP Paribas Asset Management, Janus Henderson, Natixis Investment Managers, Schroders en Syntrus Achmea Real & Finance.*

Foto's: Ruben Eschuis Photography



# ALTERNATIVE FIXED INCOME WORDT MAINSTREAM

Door Hans Amesz

De acties van de Europese Centrale Bank hebben voor grote druk gezorgd op de yields van traditionele vastrentende waarden. Dit zal naar verwachting niet snel veranderen, dus blijft de relatieve waarde van alternative fixed income nog wel enige tijd bestaan.



## Waarom is Alternative Fixed Income nu zo populair?

**Jim van den Bergh:** 'De MKB-markt biedt een enorme mogelijkheid om een vastrentende portefeuille te diversifiëren. In Europa zijn 24 miljoen bedrijven actief, maar slechts 1.000 daarvan zijn beschikbaar om in te beleggen via publieke markten. Middels ons platform maken wij het mogelijk om te beleggen in deze categorie met aantrekkelijke diversificatiemogelijkheden en yields.'

**Hans de Ruiter:** 'De markten van alternative fixed income bieden een aantrekkelijke risico-rendementsverhouding. Dat geldt zowel voor hypotheek als voor directe kredietverlening.'

**Frank Meijer:** 'De Europese Centrale Bank heeft met name overheids- en bedrijfsobligaties gekocht, maar niets op de

particuliere markten. Dat heeft voor grote druk gezorgd op de yields van traditionele vastrentende waarden. Ik denk niet dat dit snel zal veranderen, dus zal de relatieve waarde van alternative fixed income nog wel enige tijd blijven bestaan. En als je kijkt naar hypotheek, gaat het niet alleen om de aantrekkelijke risico-rendementsverhouding, maar ook om het rendement op kapitaal. Voor verzekeringsmaatschappijen zijn hypotheek het beste waarin je kunt beleggen vanuit die optiek. En hypotheek geven exposure naar consumenten in plaats van bedrijven of staten, wat zinvol is vanuit een oogpunt van spreiding.'

**Nicole Downer:** 'De asset class alternative fixed income werkt zeer goed, in ons geval met name private debt. Je kunt op een relatief veilige manier zeker vijf procent verdienen. De volatiliteit van deze beleggingscategorie is laag. Als je er voor de langere termijn in belegt, biedt het veel waarde.'

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





> **Jim van den Bergh** is Senior Credit Officer voor SME Alternative Financing Team – Private Debt en Real Asset groep van BNP Paribas Asset Management. Van den Bergh is verantwoordelijk voor het kredietrisico op de leningen die worden voorgesteld door partners voor het SME Alternative Financing platform. Voor deze rol was hij kredietanalist bij de Rabobank in verschillende regio's. Van de Bergh heeft 10 jaar financiële ervaring en heeft een bachelordiploma in economie en recht.

### Er is ook veel belangstelling voor infrastructure debt. Gaat het hier ook om de relatieve waarde, of is er meer dan dat?

**Charles Dupont:** 'Er zijn vele redenen om te investeren in infrastructure debt. De eerste is dat het nieuw is. Nieuwe toetreders krijgen echt goede waarde in de markt, vooral ten opzichte van infrastructure equity, alleen al omdat het segment nog niet volwassen is. De tweede reden is het voordeel in termen van Solvency II en de derde reden is natuurlijk de maatschappelijke impact van beleggen. Als je investeert in infrastructuur, investeer je in de gemeenschap en haar economische ontwikkeling.'

**Claus Fintzen:** 'In infrastructuur doen wij transacties met een looptijd tot 30, maximaal 40 jaar. Dan betreft het dus een asset class die aantrekkelijk is vanwege de stabiele cash flow, die de genoemde 30, 40 jaar kan ondersteunen.'

### Hoeveel zou in alternative fixed income, dat meer illiquide is, belegd moeten worden? Is tien procent een limiet?

**De Ruiter:** 'Het hangt ervan af hoe je alternatieve investeringen definieert. Als het gaat om real estate, private equity,

hypotheek en direct lending, dan zitten wij strategisch op 23 procent, dus tien procent is dan aan de lage kant. Je moet natuurlijk uitrekenen hoeveel illiquiditeit je kunt hebben. Ik denk dat de meeste pensioenfondsen vanuit liquiditeitsperspectief gemakkelijk tot 30 à 40 procent kunnen gaan. Anderzijds, als je te veel illiquide beleggingen in je portefeuille hebt, word je inflexibel. Daar moet je wel naar kijken.'

**Daniel Widijanto:** 'Uit onze ALM-studies blijkt dat we de portefeuilles efficiënter maken als de alternatieve vastrentende beleggingen verhoogd worden tot 30, 40 procent. De efficiëntieverhoging heeft ook te maken met de waarderingkenmerken van alternatieve vastrentende beleggingen. Ze worden vaak tegen een geamortiseerde kostprijs gewaardeerd en/of bestaan uit floating rate beleggingen. Liquiditeit zou geen probleem moeten zijn voor pensioenfondsen, met name niet voor jonge fondsen.'

**De Ruiter:** 'Je kunt zelfs zeggen dat illiquide beleggingen de risico's vanuit een ander perspectief verlagen. In principe worden alle grote schommelingen die kenmerkend zijn voor liquide markten en die vaak het gevolg zijn van emoties en gepercipieerde liquiditeit die er niet is, er in illiquide markten uit gehaald.'

**Downer:** 'Iedereen richt zich op liquiditeit, maar illiquiditeit is veel minder risicovol dan meestal wordt gedacht, omdat er in de particuliere markt steeds meer informatie aanwezig is. Als je verplichtingen op de lange termijn hebt, voegt illiquiditeit juist waarde toe.'

### Hoe zit het met de illiquiditeitspremie in vergelijking met traditionele investeringen in corporate credit?

**Rajesh Sukdeo:** 'De illiquiditeit is min of meer verdwenen door de grote instroom in alternative fixed income. De hypotheekfondsen zijn dusdanig groot geworden en genereren zoveel cashflow dat er per definitie al een aanzienlijke hoeveelheid liquiditeit aanwezig is. Je hebt wel premie, maar geen illiquiditeit.'

**Fintzen:** 'Ik heb het liever over een complexiteitspremie. Er zit sowieso al te veel liquiditeit in het product.'





**Dupont:** 'Wij hebben nog geen verenging van de illiquiditeitspremie bij infrastructuur vastgesteld, althans niet in de strategieën waarin we ons hebben gespecialiseerd en die vergelijkbaar zijn met andere vormen van private debt. We zijn een van de pioniers in deze markt en de laatste zeven jaar hebben we dezelfde solide rendementen behaald. Voor de allereerste infrastructuurdeal die we zes, zeven jaar geleden sloten, genereerden we dezelfde spread als vandaag de dag. Vergeet niet dat de inherente complexiteit van de transacties een belangrijke drempel vormt voor toetreding en dat in onze markt banken nog steeds een belangrijke bron van financiering zijn; banken die sinds de financiële crisis zeer gedisciplineerd omgaan met risk management en prijsvorming.'

**Downer:** 'Als we het hebben over de liquiditeitspremie in private debt, moet worden geconstateerd dat banken het meest hebben bezuinigd op kredietverlening aan kleine bedrijven. Op dat gebied hebben we een instroom van fondsen en veel fondsenwerving gezien. Op korte termijn is er sprake geweest van een aanzienlijke aanscherping van de prijzen.'

### Zijn er andere sectoren waar de spreadniveaus niet aantrekkelijk zijn?

**Van den Bergh:** 'In de sector van het MKB waar wij actief zijn, bedraagt de illiquiditeitspremie twee tot drie procent, wat zorgt voor aantrekkelijke rendementen. De illiquiditeitspremie komt door de complexiteit: toegang krijgen tot dit segment, de moeite die het kost om een lening te realiseren en de mate van concurrentie.'

### Welke sectoren zouden we op dit moment moeten vermijden?

**Fintzen:** 'Dat is een lastige vraag. Toen wij zo'n zes jaar geleden begonnen met infrastructuur, stond het hele spectrum ter beschikking. Nu zit er heel veel geld in infrastructuur vanwege de gunstige risico-rendementsverhouding. De uitdaging is het vinden van gebieden waar het platform waarde kan genereren voor beleggers.'

### Een deel van de mogelijkheden op het gebied van alternatieve vastrentende waarden is ontstaan doordat de banken zich uit deze segmenten hebben teruggetrokken. Welke kansen zullen zich in de komende drie tot vijf jaar voordoen?

**Van den Bergh:** 'Ik denk dat verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen het gat in de kredietverlening waarvoor de banken hebben gezorgd verder gaan opvullen, met name in het MKB. Basel-regelgeving zorgt ervoor dat banken minder en minder in staat zijn langetermijnkredieten te verstrekken, waarbij wij juist zien dat regelgeving voor verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen gunstiger wordt om dit te doen. Dit creëert kansen om samen te werken met banken voor de invulling van de lange- en kortetermijnfinancieringsbehoefte van bedrijven.'

**Widijanto:** 'Daar ben ik het mee eens. Maar niet alleen voor SME-leningen, ook voor de grotere leningen in het middensegment van de markt. Voor banken zijn sommige segmenten, zoals langere leningen, minder aantrekkelijk geworden door Basel-regelgeving en dat schept kansen. Je kunt onderhandelen over de voorwaarden van de leningen; ze hebben daardoor vaak betere zekerheden dan publieke obligaties.'

**Meijer:** 'Wij investeren al sinds meer dan vijf jaar in SME-leningen. Wij hebben een team opgebouwd dat zelf SME-leningen verstrekt, vaak zonder tussenkomst van een bank of juist complementair aan een banklening. De rendementen die wij hiermee behalen, zijn een stuk hoger dan op high yield bonds. In sommige landen en sectoren beleggen we via Fintechs ook in SME's, leases en dergelijke. We hebben ruim 100 partijen gesproken in de wereld en hebben nu een portefeuille van meer dan één miljard euro opgebouwd. Wij waren al groot in asset backed securities. Dit soort investeringen in pools van leningen is een logisch vervolg op deze activiteiten.'

**Downer:** 'Wij maken leningen met een looptijd van acht tot tien jaar, maar die zitten meestal maar voor twee tot drie jaar in onze portefeuilles en dan recyclen we ze. Vanuit een beleggersperspectief is dat positief.'

> **Nicole Downer** is Managing Partner en Head of Investor Relations en verantwoordelijk voor strategische relaties binnen Natixis Investment Managers. Tevens is zij lid van de MV Credit Manager Board. Voor MV Credit was Downer Managing Director bij Deutsche Bank, waar zij het Structured Securitisation Team leidde. Downer heeft een Bachelor of Science in Banking & International Finance van de City University in Londen.





> **Charles Dupont** is Hoofd Infrastructure Finance bij Schroders, gevestigd in Parijs. Hij trad in 2015 in dienst bij Schroders. Dupont was lid van het Uitvoerend Comité & Hoofd Infrastructure Finance bij AXA Investment Managers - Real Assets van 2013 tot 2015. Daarvoor was hij van 2007 tot 2012 partner bij Antin Infrastructure Partners (BNP Paribas). Voorheen was hij CEO van Saur International bij SAUR van 2004 tot 2007. Dupont is afgestudeerd aan de Ecole Nationale d'Administration, ingenieur van Ecole Polytechnique.

### Zijn er argumenten voor Nederlandse pensioenfondsen om, wat betreft alternative fixed income, buiten Nederland te kijken, buiten Europa of de eurozone?

**De Ruiter:** 'Oorspronkelijk waren we van plan voor onze direct lending-beleggingen zowel in Europa als in de Verenigde Staten te investeren, maar uiteindelijk hebben we ons beperkt tot het eurogebied. Niet omdat we de Amerikaanse markt niet goed vinden, maar eenvoudig omdat de rendementen die wij in de Verenigde Staten zouden maken niet veel hoger zijn dan die in Europa. Wanneer je dan vervolgens de positie naar de euro hedget, ben je onder de streep slechter af.'

**Dupont:** 'Wij richten ons alleen op Europa. Europa vormt de meest gediversifieerde infrastructuurmarkt, die bijna 50 procent van de totale markt voor zijn rekening neemt. Europa is een van de regio's waar de meeste markspelers actief zijn. Het is ook een markt die relatief consistent en homogeen is in termen van risico, terwijl andere markten, zoals de Aziatische of Amerikaanse, qua risicoprofiel zeer verschillend zijn.'

**Fintzen:** 'Het hangt echt af van de verplichtingen. Voor een Europese belegger met Europese verplichtingen is de euro de munteenheid bij uitstek. We hebben echter ook een aantal klanten die in Amerikaanse dollars doen, dan is het een ander verhaal. Als ik koper van dollars ben, ben ik geïnteresseerd in aantrekkelijke assets in de Verenigde Staten en Latijns-Amerika. Elk land en elke regio heeft zijn favoriete assets.'

### In het verleden bleven sommige beleggers bijvoorbeeld af van de Europese high-yieldmarkt omdat die in vergelijking met de Amerikaanse markt niet diep genoeg was. Zijn de Europese markten niet volwassen genoeg, of is misschien het tegenovergestelde het geval en loopt Europa in alternative fixed income voorop?

**Downer:** 'Wat betreft private debt is Europa meer gediversificeerd dan de Verenigde Staten. In Europa worden nog steeds vrij grote bedrijven gefinancierd op de private markt. Wij zijn saai

kredietverstrekkers. Wat we zoeken is diversificatie over de hele linie. We zijn op zoek naar bedrijven die niet specifiek in bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk of Nederland zijn gevestigd, die meer recessiebestendig zijn en meer diversiteit hebben binnen hun eigen producten en inkomensstromen. Diversificatie in heel Europa, en in sommige gevallen wereldwijd, is echt belangrijk, vooral omdat we in een meer onzekere periode van de cyclus terechtkomen.'

**Widijanto:** 'Omdat de Europese private debt markt minder ontwikkeld is dan de Amerikaanse, zijn er meer mogelijkheden. Daarnaast is er meer keuze op de Europese markt en zijn er dus ook meer spreidingsmogelijkheden.'

**Fintzen:** 'Daar ben ik het geheel mee eens. Europa biedt inderdaad veel meer mogelijkheden, zeker als je over de juiste relaties beschikt.'

**Meijer:** 'Wij zien ook meer relative value in Europa, met name vanwege de hoge FX hedgingkosten van de Amerikaanse dollar naar de euro. Het voordeel dat de Verenigde Staten heeft, is dat alle private placements een rating hebben gekregen van een rating agency. Dit kan erg voordelig zijn voor pensioenfondsen en verzekeraars, omdat een lening met officiële BBB-rating een stuk lager FTK- en Solvency II kapitaalbeslag heeft dan leningen zonder een rating.'

**Downer:** 'Ratings geven je niet noodzakelijkerwijs wat je van ze mag verwachten. Het zijn niet per definitie goede indicatoren van kredietwaardigheid. Gemiddeld hebben kredieten met een vergelijkbare rating in Europa lagere defaults en verliezen dan in de Verenigde Staten. Dus ratings zijn leuk, maar de rating agencies zijn feilbaar.'

### Er zijn nogal wat aanbieders van alternative fixed income. Waar moet, bijvoorbeeld bij hypotheek, goed op gelet worden?

**Sukdeo:** 'Allereerst moet je nadenken over je eigen portefeuille-constructie. Waar wil je hypotheek voor je laten werken? Gaat het om matching of return? Vervolgens moet je erover nadenken hoeveel illiquiditeit je op je balans kunt nemen. Dan moet je

vaststellen hoeveel risico je bereid bent te nemen en ten slotte kan je nadenken over de kwaliteit van de beheerder. En dan gaat het wat ons betreft ook om de vraag welk maatschappelijk rendement je behaalt naast het financiële rendement.'

**Meijer:** 'Uiteraard moet de hypotheekverstrekker geen prijsvechter zijn, maar juist zijn best doen om goede (hypotheek) rendementen te behalen. Ik zou daarnaast willen weten wat de vermogensbeheerder of hypotheekverstrekker doet met betrekking tot ESG (environment, social, governance). Dat wordt een steeds belangrijker onderwerp. Dan zou je kunnen kijken of de hypotheekverstrekker dubbele ramen en andere ESG-zaken financiert. Hoe help je de klant om een energie-efficiënter huis te krijgen? En hoe moet de hypotheekverstrekker omgaan met klanten die betalingsproblemen hebben? Ik zou dan adviseren om naar de Net Promotor Score (NPS) te kijken van de hypotheekverstrekker in het kader van ESG.'

**Dupont:** 'De kwaliteit van de informatie is van essentieel belang. Het vergt een zorgvuldig proces dat bestaat uit aandacht voor de kleinste details en tegelijkertijd oog voor de langetermijnvisie. Dit is vrijwel onzichtbaar voor beleggers, maar komt uiteindelijk tot uiting in de kwaliteit van de investering.'

### Hoe selecteren jullie credits?

**Downer:** 'Ervaring is alles. Private debt is een fantastische vermogenscategorie, maar je moet er wel de juiste manager bij hebben. Beleggers vertrouwen ons hun geld toe voor zeven tot tien jaar. Een goede manager beheert de cyclus, past de regels streng toe, en moet genoeg ervaring hebben om ze ook te controleren. Bij private debt is informatie inderdaad cruciaal.'

**Van den Bergh:** 'In de eerste fase van het proces selecteren wij op basis van vastgestelde 'knock-out' criteria. Dit betekent dat het bedrijf op basis van historie winstgevend moet zijn, dat de leverage gemaximeerd is en de cashflow voldoende is. Dit schept aan het begin van het proces duidelijkheid voor het bedrijf over wat de slagingskans is. Vervolgens gaat het verzoek tot financiering de tweede fase in. Dit is een in hoge mate geautomatiseerde en geïndustrialiseerde kredietanalyse, uitgevoerd door ervaren professionals. Dit proces zorgt ervoor

dat wij in staat zijn voor onze beleggers een gezonde portefeuille op te bouwen en te beheren gedurende de looptijd van de lening.'

### Is het niet juist een probleem dat direct lending funds, die over het algemeen vrij jong zijn, eigenlijk alleen maar een bull market hebben meegemaakt en nooit het slechte deel van de cyclus?

**Meijer:** 'Banken geven al sinds eeuwen leningen uit. Direct lending is vooral een nieuw terrein voor asset managers, niet voor banken. Wij runnen sinds enkele jaren een SME-fonds en hebben ervoor gekozen ervaren mensen van banken in dienst te nemen die meer dan twintig jaar ervaring in kredietverlening hebben en die baisse-periodes hebben meegemaakt.'

**Van den Bergh:** 'Het is belangrijk om een team te hebben dat in balans is met expertise en talent. Naast ervaring is het ook van belang om jonge getalenteerde mensen aan boord te hebben. Omdat wij leningen verstrekken die een looptijd hebben tot acht jaar, gaan de bedrijven door de cyclus heen. Het is daarom van belang om te weten hoe het businessmodel van het bedrijf in staat is om daar doorheen te opereren.'

**Dupont:** 'Direct lending leer je niet uit de boeken, maar door ervaring, door het sluiten van de deals. Je hebt mensen met ervaring in corporate lending nodig, mensen met expertise in de verschillende sectoren en industriesegmenten, die, zeer belangrijk, reeds verschillende economische cycli meegemaakt hebben. Beleggingsbeslissingen moeten worden genomen op basis van ervaring en expertise.'

**Downer:** 'Diversiteit in een team is heel belangrijk. Als iedereen ongeveer hetzelfde denkt, maak je eerder een fout. Je moet anders zijn om elkaar uit te dagen, om aan alle aspecten van een beleggingsbeslissing recht te doen.'

### Wat is de betekenis van absolute en relatieve performance in alternative fixed income? Hoe zit het met de duurzame prestaties in deze asset class?

> **Claus Fintzen** is CIO Infrastructure Debt Team van Allianz Global Investors en tevens een van de oprichters van het Infrastructure Debt-team. Voordat hij bij AllianzGI ging werken, werkte hij acht jaar bij MBIA/Trifinium als directeur, waar hij betrokken was bij een verscheidenheid aan transacties, waaronder transport, sociale huisvesting, hernieuwbare energie, onroerend goed en bedrijfsschulden. Voordat Fintzen bij MBIA/Trifinium kwam, werkte hij negen jaar bij Citigroup op de afdelingen gestructureerde financiering, securitisatie en alternatieve risico-overdracht. Hij heeft een diploma in bedrijfsadministratie van de European Business School in Oestrich-Winkel, Duitsland.





> **Hans de Ruiter** is sinds 2012 CIO bij Stichting Pensioenfonds TNO. Daarnaast is hij bestuurslid bij Pensioenfonds Randstad, lid van de beleggingscommissie van Pensioenfonds Van Lanschot en lid van de Raad van Toezicht van Pensioenfonds Openbaar Vervoer. Verder is hij verbonden aan de post-graduate opleiding Investment Management aan de Vrije Universiteit Amsterdam en de Master en Executive Master Finance & Control-opleidingen aan de Business Universiteit Nyenrode. De Ruiter is afgestudeerd in de Financiële Economie aan de Vrije Universiteit Amsterdam.

**Sukdeo:** 'Als je bijvoorbeeld naar hypotheek kijkt, is het niet echt zinvol om het genereren van alpha te bekijken. Ten eerste is er geen benchmark en ten tweede wordt het rendement vooral bepaald door de samenstelling van de portefeuille. Ik zou meer kijken naar de kwaliteit van de manager: wat was zijn staat van dienst tijdens de vorige down cycle, was hij in staat om de

defaults in zijn portefeuille weg te werken, et cetera.'

**Meijer:** 'Je kunt als hypotheekverstrekker wel degelijk alpha genereren. Als een hypotheekverstrekker twintig of dertig basispunten meer hypotheekrente kan bereiken, kan dat mijns inziens als alpha worden gezien. Die extra yield kan te maken

Financial Investigator stelde Elissa Johnson, Portfolio Manager bij Janus Henderson, twee vragen over Alternative Fixed Income.

### Wat kunnen beleggers verwachten van leningen in de volgende cyclus, nu 'cov-lite' standaard is?

Convenanten zijn geen wondermiddel voor alle kwalen. Ze zullen niet voorkomen dat een slecht bedrijf in gebreke blijft en dat beleggers verlies lijden. Maar aangezien de volgende neergang van de kredietcyclus, wanneer deze zich ook moge voordoen, de eerste zal zijn waarbij het merendeel van de senior gegarandeerde syndicaatsleningen 'cov-lite' is, denken wij dat beleggers zich op iets anders moeten voorbereiden. We verwachten dat het aantal wanbetalingen veel lager zal zijn. Er is immers geen aanleiding om liquiditeit te behouden. We verwachten dat de 'recovery rate', het percentage van een uitstaande lening dat na wanbetaling nog teruggehaald kan worden, lager zal zijn, maar niet veel lager, en zeker nog steeds aanzienlijk boven het high yield gemiddelde zal liggen. De reden hiervoor is dat leningsdocumenten, die weliswaar geen financiële convenanten inclusief een periodieke controle van de financiële gezondheid van de leningnemer bevatten, nog steeds beperkingen leggen op de verkoop van activa, betalingen buiten de groep van garantieverstrekkers. Garantieverstrekkers nemen gewoonlijk 80% of meer van het bedrijf voor hun rekening, waardoor onder meer het weglekken van kredietkwaliteit wordt beperkt. Daarnaast bevat de standaard LBO-financiering doorgaans een leverage convenant op het doorlopend krediet dat enkele beperkingen

voor kredietnemers bevat. De versoering van de leningsdocumenten in 2018 als gevolg van de sterke vraag, betekent dat beleggers hun beleggingen verstandig moeten selecteren. Niet alle bedrijven zullen aan hun, soms zeer ambitieuze, prognoses kunnen voldoen. Dit kan leiden tot een aanzienlijke teleurstelling voor beleggers, met name in combinatie met contant geld en het weglekken van activa. In mijn ogen zijn individuele risico's, niet wanbetalingen, waarschijnlijk het verhaal van de volgende cyclus.



### Wat zijn op dit moment de aantrekkelijke categorieën binnen alternative fixed income?

Wij verwachten dat Europese leningen in 2019 een rendement van 3-4% (afgedekt naar de euro) zullen opleveren en in vergelijking met andere obligatiecategorieën vinden wij dit aantrekkelijk. We verwachten dat de volatiliteit laag zal zijn, zij het hoger dan in de afgelopen vijf jaar, terwijl de volatiliteit over de afgelopen twaalf maanden 2,2% is. We zouden dan ook niet verbaasd zijn als die de komende jaren iets stijgt, misschien wel tot 3-5%, het hoogste niveau sinds de crisis in de periferie in 2012.

hebben met de naamsbekendheid van de hypotheekverstrekker, maar wij zien dat het ook uiterst belangrijk is om goede verbindingen te hebben met intermediairs.'

**Sukdeo:** 'Het is moeilijk te meten hoeveel je de gemiddelde markt bij hypotheek kunt overtreffen, omdat dat afhankelijk is van je instroom in een bepaald segment.'

**Dupont:** 'Het meten van de prestaties van een infrastructuurfonds is moeilijk als je niet getraind bent in deze vermogenscategorie. Dat is de reden waarom beleggers met vermogensbeheerders werken die in deze sector meer expertise hebben. Wij vinden dat we onze klanten moeten uitleggen wat we doen en waarom. Achter de schermen besteden we daar veel tijd aan, ook aan het uitleggen van wat er in de markt gebeurt, haar evoluties, waar relative value zit, hoe onze bedrijfsprocessen in elkaar zitten en nog veel meer. Dit komt tot uiting in onze relatief uitgebreide en geavanceerde rapportage.'

**Van den Bergh:** 'Voor het rendement van een private debt portefeuille zoals die van MKB-leningen, is het van groter belang om te kijken naar de internal rate of return dan naar een rendement gebaseerd op de dagelijkse prijsvorming, wat nu de standaard is in de vermogensbeheerindustrie.'

### Hoe selecteren jullie alternative fixed income en wat verwachten jullie dat het toevoegt?

**Widijanto:** 'Het hangt echt van het type klant af. We hebben verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen, maar bijvoorbeeld ook goede doelen. Over het algemeen kun je efficiëntere portefeuilles creëren als je de meeste alternatieve vastrentende beleggingscategorieën in je portefeuilles opneemt. Voorwaarde bij de selectie van de beleggingen of externe fondsen is wel dat die wordt uitgevoerd door een ervaren team dat verschillende marktcycli heeft meegemaakt. Daarnaast spelen in ons langetermijnbeleid duurzaamheid en impact investing een belangrijke rol bij de selectie.'

### Hoe bepaal je hoeveel je zou kunnen alloceren?

**De Ruiter:** 'Bij ons is er een verschuiving geweest van high yield

naar direct lending. Omdat we vermoedelijk in de laatste fase van de economische cyclus zitten, denken we dat high yield nogal risicovol is. We proberen te zoeken naar managers die veel ervaring met direct lending hebben en ook slechte periodes hebben meegemaakt. In dat geval hebben ze ervaring met restructurings en dat zou de komende jaren weleens van pas kunnen komen.'

**Downer:** 'Direct lending heeft in Europa nog geen echte cyclus doorgemaakt. Dus wat zoek je met betrekking tot herstructurerings- en cycluservaring? Er zijn directe kredietverstrekkers in Europa die ervaring hebben op andere gebieden of misschien direct krediet verstrekt hebben in de Verenigde Staten, maar in Europa geen cyclus hebben beleefd. Hoe gaan ze daarmee om?'

**De Ruiter:** 'Managers die veel ervaring hebben in de vastrentende ruimte, kunnen natuurlijk herstructurerings-ervaring hebben binnen andere delen van de fixed income markt. In dat geval beschikken ze in ieder geval over de ervaring om te weten wat ze moeten doen als een herstructurering dient te worden uitgevoerd.'

**Meijer:** 'Ik wil hier nog aan toevoegen dat het natuurlijk niet om een nieuwe asset class gaat, want banken doen het, als gezegd, al eeuwen. Wij hebben mensen van de grootbanken aangenomen.'

**Downer:** 'Herstructurerings zijn allemaal verschillend in de manier waarop zij moeten worden uitgevoerd. Daarbij zijn relaties van het grootste belang. Iedereen kan bij wijze van spreken zijn hand opsteken als er naar credit wordt gevraagd, maar je moet wel in staat zijn met behulp van je relaties je contacten te beperken.'

**De Ruiter:** 'Iets anders. Een verschuiving in de richting van meer private debt betekent meer kosten, want als je liquide markten verlaat en private markten betreedt, verhoogt dat de kosten. Er is nu veel meer aandacht voor de kosten dan vroeger, met name omdat er nu veel meer transparantie is. Dit heeft de druk op de kostenniveaus verhoogd. Dat is echter moeilijk te rijmen met een beweging richting private markets. De enige manier waarop ik dat kan verdedigen, is door een hoger rendement te halen.'



> **Rajesh Sukdeo** is sinds 2006 Fondsmanager bij Syntrus Achmea Real Estate & Finance. Hij is verantwoordelijk voor de strategie, het portefeuillemangement en de inhoudelijke klantcontacten met zowel bestaande klanten als prospects van het Zakelijke Hypotheekfonds en het Particuliere Hypotheekfonds. Voor zijn aantreden bij Syntrus Achmea Real Estate & Finance werkte Sukdeo als Fixed Income Sales bij OHV Capital Markets. Daarvoor werkte hij als Associate bij de fixed income desk van SNS Securities. In 2006 behaalde hij een Master of Science titel in Real Estate Finance aan de Universiteit van Amsterdam. Daarnaast heeft hij een Master of Science titel in Monetary Economics en in Finance.



> **Daniel Widijanto** is hoofd Investment Solutions, ESG en Manager Selection bij ASR Vermogensbeheer. In deze rol is hij onder andere betrokken geweest bij het ontwikkelen van alternative fixed income producten voor externe klanten. Widijanto werkte hiervoor bij BNG Vermogensbeheer, APG en NIBC. Daar heeft hij verschillende functies gehad, waaronder Directeur en Senior Portfolio Manager voor verschillende vastrentende categorieën.

**Sukdeo:** 'Pensioenfondsen moeten hun deelnemers uitleggen dat het relatief kostbaar is om te beleggen in illiquide activa als private debt, private equity, et cetera. Onder het motto: u betaalt misschien meer, maar krijgt er meer voor terug.'

**Dupont:** 'Er is een minimumprijs voor de aangeboden diensten vanwege de complexiteit van alternative fixed income en de minimale infrastructuur die nodig is om een service van hoge kwaliteit te bieden. Aan de andere kant oefenen klanten druk uit om de kosten te verlagen, ook omdat zij soms moeilijk kunnen waarnemen wat managers aan waarde toevoegen. Ik denk dat in onze sector een enorme consolidatiebeweging op gang zal komen. Ik betwijfel of een fondsbeheerder die minder dan één miljard aan activa onder beheer heeft op het gebied van infrastructuur debt, het vandaag de dag zal kunnen halen, gelet op het team en de expertise die nodig zijn om een hoogwaardige dienst te kunnen verlenen.'

### Is ESG-integratie in alternative fixed income uitdagender dan in de traditionele vastrentende waarden?

**Downer:** 'Ik denk dat de asset class alternative fixed income zich juist beter leent voor ESG-integratie dan sommige meer liquide traditionele vastrentende waarden. Als wij een alternatieve lening maken voor infrastructuur, hypotheek en private debt, besteden we zeker drie tot zes maanden aan het gedetailleerd in kaart brengen van de onderneming waaraan we willen gaan lenen. Dat gaat gepaard met het onderzoeken van alle ESG-aspecten.'

**Widijanto:** 'In de meeste alternative fixed income-beleggingen kun je beter over de voorwaarden onderhandelen dan wanneer je bijvoorbeeld in een bedrijfsobligatie investeert. Je kunt specifieke voorwaarden aan de financiering uitonderhandelen. Bij private debt is dat logisch, maar ook bij bijvoorbeeld hypotheek kun je sommige voorwaarden uitonderhandelen, zoals een energielabel of minimale financiering die wordt aangewend voor verbetering van het energielabel van een huis.'

**Sukdeo:** 'Vanuit een hypotheekperspectief moet je een beetje buiten het kader van de traditionele ESG-beleidsmaatregelen

denken. De meeste waarde die je vanuit ESG-perspectief kunt toevoegen, betreft de E, het milieu. Hoe kunnen we consumenten stimuleren om te verduurzamen, wat leidt tot een lagere CO<sub>2</sub>-footprint? Daarnaast kun je door tijdig ingrijpen voorkomen dat consumenten die moeite hebben met hun aflossing in grote financiële problemen geraken.'

**Widijanto:** 'Er is ook meer ruimte voor engagement. Omdat je bijvoorbeeld bij private debt een directe relatie hebt met de leningnemer, kun je altijd in gesprek gaan met het management.'

**Meijer:** 'Wij besteden ook veel aandacht aan ESG als wij SME-bedrijven een lening geven. Ons SME-fonds heeft daarnaast ook een duidelijke focus op impact investing. Hoe help je de maatschappij vooruit? Ik denk dat dit thema naast ESG steeds belangrijker wordt.'

**Van den Bergh:** 'Bij het verstrekken van leningen aan het MKB besteden we veel aandacht aan ESG. Dat betekent dat we de betreffende bedrijven systematisch vragen naar hun ESG-beleid. Hoe ziet bijvoorbeeld hun CO<sub>2</sub>-footprint eruit? Door een bedrijf vragen te stellen over ESG-onderwerpen, geven wij aan dat we belang hechten aan ESG.'

**Dupont:** 'Onze sector, infrastructuur, is van nature innig verstrengd met ESG, alleen al omdat we investeren in activa die de gemeenschap ten goede komen. Vergeet ook niet dat dit illiquide langetermijnbeleggingen zijn. Het is daarom essentieel om rekening te houden met de impact op het milieu, de sociale impact en de governance die samenhangt met de regulering van de onderneming, omdat we alleen dan op duurzame wijze de vooropgestelde rendementen en doelen kunnen leveren.'

### Hoe ziet de alternatieve vastrentende markt er in 2030 uit?

**Sukdeo:** 'Ik denk dat het meer mainstream wordt. Mijn verwachting is dat in 2030 alternative fixed income in principe traditioneel fixed income is.'

**Meijer:** 'Ik denk dat we het in 2030 niet meer over alternatieve

> **Frank Meijer, PhD**, werkt sinds 2005 bij Aegon Asset Management en is hoofd Alternative Fixed Income. Hij is een vaste gastdocent aan de Vrije Universiteit Amsterdam. Meijer was voorheen verantwoordelijk voor de Quant groep en heeft de Structured Credit Desk opgezet. Voordat hij bij Aegon Asset Management begon, werkte hij op de afdeling Credit Risk Modelling & Product bij ABN AMRO. Meijer is cum laude afgestudeerd in de technische natuurkunde aan de Rijksuniversiteit Groningen en is gepromoveerd aan de Technische Universiteit Delft.



vastrentende waarden hebben, maar ‘gewoon’ over private debt in tegenstelling tot de publieke schuldmarkt. Ik ben er vrijwel zeker van dat er een grotere private debt markt in Europa zal zijn dan vandaag de dag, waarin een aantal asset managers een grote rol gaat spelen. Dat is in ieder geval onze ambitie.’

**Dupont:** ‘Om infrastructure debt goed te beheren, zijn zoveel middelen vereist, dat in mijn ogen enkel de topspelers een service van hoogwaardige kwaliteit kunnen leveren over de komende tien jaar. Verder is infrastructure debt vandaag de dag een asset class die alleen toegankelijk is voor institutionele beleggers met significante allocatie. Ik denk dat de distributie van dit product in de komende tien jaar veel geavanceerder wordt, door middel van wellicht open-end fondsen en structuren met een mix van liquiditeit en illiquiditeit. Op die manier zou de asset class voor elke belegger toegankelijk kunnen worden.’

**Widijanto:** ‘Ik denk dat de private debt markt zal groeien. Wat ik echt hoop, is dat kunstmatige intelligentie een game-changer gaat worden, in de zin dat complexere deals veel makkelijker kunnen worden gesloten omdat een groter, gediversificeerd universum, veel goedkoper en sneller geanalyseerd kan worden.’

**Downer:** ‘Alternative fixed income is erg aantrekkelijk voor de retailbelegger, dus is het te hopen dat, zoals gezegd, deze asset class toegankelijk wordt voor alle beleggers. Ik heb er geen probleem mee dat alternative fixed income illiquide is.’

**Fintzen:** ‘De asset class alternative fixed income zal groeien. Nu zitten we nog in de zogenoemde institutionele fase, dat wil zeggen dat institutionele beleggers de asset class ontwikkelen en stimuleren, maar ik denk dat retailbeleggers er in toenemende mate toe zullen overgaan hun bankdeposito’s, waar nauwelijks meer rendement op wordt gemaakt, (gedeeltelijk) op te geven en te gaan beleggen in alternative fixed income. Die markt wordt meer mainstream, ook geholpen door de kapitaalmarktunie. Verder zitten we in alternative fixed income bij wijze van spreken nog in de middeleeuwen als het gaat om custodians. Er is echt behoefte aan blockchain en ontwikkelingen die de markt efficiënter en goedkoper maken.’

**Van den Bergh:** ‘Technologie zal de markt van alternative fixed income in 2030 veel transparanter en toegankelijker maken, wat de kosten zal drukken en de asset categorie mainstream zal maken.’

## CONCLUSIE

De markten van alternative fixed income bieden een aantrekkelijke risico-rendementsverhouding. Dat geldt voor zowel hypotheek als voor directe kredietverlening. Bij infrastructuur is de maatschappelijke impact van beleggen van belang. Uit studies blijkt dat portefeuilles efficiënter worden als de alternatieve beleggingen worden verhoogd tot 30, 40 procent. Omdat de Europese private debt markt minder ontwikkeld is dan de Amerikaanse, zijn er meer mogelijkheden. Direct lending leer je niet uit boeken, maar door ervaring: het sluiten van deals. Direct lending heeft in Europa nog geen echte cyclus

doorgemaakt, dus heb je managers nodig die weten wat ze moeten doen als een herstructurering dient te worden uitgevoerd. Wellicht leent alternative fixed income zich juist beter voor ESG-integratie dan sommige meer liquide traditionele vastrentende waarden. Alternative fixed income is erg aantrekkelijk voor de retailbelegger, dus is het te hopen dat deze asset class toegankelijk wordt voor alle beleggers. De verwachting is dat er in 2030 niet meer gesproken wordt over alternatieve vastrentende waarden, maar ‘gewoon’ over private debt in tegenstelling tot publieke schuld.

# De uitdagingen op het gebied van Alternative Fixed Income

DOOR JOLANDA DE GROOT

Financial Investigator stelde Markus Schaen, Senior Fund Manager bij MN, een aantal vragen over Alternative Fixed Income.

## **Wat verstaat u onder alternative fixed income?**

'Dit is een vraag waar hele sessies op alternatives-conferenties aan worden gewijd. Voor de pensioenbelegger werkt een opsomming van niches die onder alternative fixed income vallen minder goed, aangezien de beleggingsmogelijkheden die onder alternative fixed income worden geschaard steeds groeien. Investeringsmogelijkheden die eerst voorbehouden waren aan banken, verzekeraars en gespecialiseerde partijen, worden meer en meer opengesteld voor institutionele beleggers. Derhalve is het beter om je op de kenmerken te richten. Als ik alternative fixed income definieer als de tegenhanger van traditional fixed income, dan onderscheidt alternative fixed income zich van traditional fixed income door de volgende kenmerken:

Traditional Fixed Income:

- Publieke markt
- Hoge mate van liquiditeit (zeker onder normale markt-omstandigheden)
- Categorieën binnen Traditional Fixed Income correleren hoog met andere vermogenscategorieën
- Markten zijn vrij efficiënt, waardoor beta de belangrijkste return driver is
- Eigenaar vermogenstitel heeft meestal een passieve rol

Alternative Fixed Income:

- Publieke en private markt
- In veel gevallen meer illiquide
- Lagere correlatie met andere vermogenscategorieën
- Meestal minder efficiënte markten (waardoor ook de performance-dispersie tussen managers groter is)
- Vaak een meer actieve rol van eigenaar van de vermogenstitel gevraagd
- Vaak complexer'

## **Welk percentage zouden institutionele beleggers minimaal in alternative fixed income moeten investeren om daadwerkelijk impact te hebben op de performance van de gehele beleggingsportefeuille?**

'We hebben zelf geen minimumpercentage voor alternative fixed income bepaald, maar hanteren over het algemeen als stelregel dat elke beleggingscategorie waarin we beleggen of willen beleggen, een materiële allocatie moet hebben. Anders heeft de toevoeging van een nieuwe vermogenscategorie nauwelijks nut en staan de potentiële baten, zoals diversificatie, lagere correlatie en impact op totaalrendement, niet in verhouding tot de directe en indirecte kosten, zoals aandacht vanuit fiduciair en pensioenfondsen. Vaak hanteren we 4% als ondergrens.'

**Het illiquide karakter brengt met zich mee dat de beheerder in veel gevallen geen afscheid kan nemen van de vermogenstitel als zaken (dreigen te) verslechteren.**



Foto: Ruben Eshuis Photography

MARKUS SCHAEN



## **Wat is de grootste uitdaging bij het alloceren naar alternative fixed income?**

'De grootste uitdagingen zie ik bij het identificeren van de afzonderlijke risico's, het per risico vaststellen van de vergoeding die ter compensatie van dit risico minimaal nodig is en het vervolgens ook verkrijgen van deze vergoeding. Transacties en portefeuilles bevatten zelfs binnen een categorie andersoortige risico's en zijn daarom lastig met elkaar te vergelijken. De uitdaging is hierbij gelegen in het feit dat het meestal private markets betreft en geen openbare markten, hetgeen zijn uitwerkingen heeft op de beschikbaarheid van data. Vergeleken met publieke markten zijn er maar zeer beperkt data beschikbaar. Data zijn meestal managerspecifiek en hebben betrekking op de door hem gerealiseerde rendementen. Door het gebrek aan vergelijkingsmateriaal is het moeilijk deze rendementen te vergelijken met hetgeen de markt heeft gedaan of andere partijen met vergelijkbare portefeuilles. Daarnaast dekken de datareeksen in veel gevallen een niet al te lange periode af. Hierdoor is het lastiger te analyseren hoe een vermogenscategorie beweegt gedurende een hele economische cyclus. De kortere reeksen betekenen ook dat het moeilijker is om het effect van de kwantitatieve verruiming op de rendementen en spreads in te schatten en hiervoor te corrigeren.'

## **Hoe selecteert u aanbieders van alternative fixed income? Waar kijkt u specifiek naar?**

'De factoren waar we binnen onze organisatie bij managerselectie en monitoring naar kijken, hebben we onderverdeeld in de categorieën Parent, Process, People, Performance en Planet (ESG). Bij de selectie van een alternative fixed income manager zullen we aan dezelfde factoren vasthouden. Door de eerder gekenschetste kenmerken van alternative fixed income is het tegelijk inherent dat we anders naar bepaalde factoren kijken dan we gewend zijn bij de selectie van een manager van een meer traditionele fixed income-categorie. Als performance data bijvoorbeeld maar zeer beperkt beschikbaar zijn, portefeuilles nauwelijks met elkaar te vergelijken zijn en er geen representatieve benchmark is, dan moet anders met het onderdeel Performance omgegaan worden. Per search en vermogenscategorie bedenken we dan additionele performance KPI's anders dan het pure rendement. Bij People speelt dat de meeste teams binnen alternative fixed income op niet zo'n lang trackrecord kunnen terugkijken als beheerders binnen traditional fixed income. De teams zijn vaak in de laatste jaren begonnen. Meestal zijn de personen wel al langer actief in de sector, maar hebben ze voorheen gewerkt voor banken en hebben ze nu de overstap naar asset management gemaakt. In

**We hanteren over het algemeen als stelregel dat elke beleggingscategorie een materiële allocatie moet hebben.**

## **De vraag overtreft het aanbod, waardoor de kredietnemer kan kiezen uit een ruim aanbod aan kredietverstrekkers.**

andere gevallen is de beheerder onderdeel van een verzekeraar. Het team is al langer actief voor het eigen boek in de vermogenscategorie en de verzekeraar heeft besloten de strategie nu voor derden beschikbaar te stellen, hetgeen ook voor extra aandachtspunten in de due diligence zorgt. Een ander specifiek aandachtspunt voor selectie binnen alternative fixed income is sourcing. In veel categorieën binnen alternative fixed income is er schijnbare schaarste, zeker aan goede transacties. De vraag overtreft het aanbod, waardoor de kredietnemer kan kiezen uit een ruim aanbod aan kredietverstrekkers. Dealsourcing is dan een belangrijke kwaliteit van een manager: hoe komt hij tot zijn transacties? Hoort hij bij de eerste partijen die door een begeleidende bank of adviseur gebeld worden bij een interessante transactie? En indien de manager tot dit groepje behoort, waarom is dat het geval? Omdat hij genoeg neemt met een lagere marge of met slechtere documentatie of convenanten? Of omdat het een betrouwbare, langdurige tegenpartij is met prima executiekwaliteiten? Het illiquide karakter brengt met zich mee dat de beheerder in veel gevallen geen afscheid kan nemen van de vermogenstitel als zaken (dreigen te) verslechteren. Dat betekent dat hij naast sourcing-kwaliteiten, ook over kwaliteiten moet beschikken om de zaken goed te monitoren, bij te sturen en indien nodig in te grijpen en een actieve rol in de workaround moet kunnen spelen om een goede recovery-waarde te realiseren.' «

**Alternative Fixed Income kenmerkt zich door een sterkere nadruk op de private markt, een hogere mate van illiquiditeit en een lagere correlatie met andere vermogenscategorieën. Daarnaast zijn de markten voor Alternative Fixed Income minder efficiënt en vereisen ze een meer actieve rol van de eigenaar van de vermogenstitel.**

**Wij beleggen alleen in categorieën die een materiële allocatie hebben.**

**Het gebrek aan data over private markten vormt een uitdaging bij het alloceren naar Alternative Fixed Income.**

**Bij selectie en monitoring kijken we naar de categorieën Parent, Process, People, Performance en Planet.**

# DE TOEGEVOEGDE WAARDE VAN ALTERNATIVE FIXED INCOME

Door Bas Kragten en Jules Koekkoek

De lage rendementen van de afgelopen jaren hebben geleid tot een zoektocht naar additioneel rendement buiten de gebaande paden. Veel institutionele partijen (zoals verzekeraars) beleggen inmiddels in Alternative Fixed Income-strategieën.

Dit betreft onder andere direct lending of middle market corporate loans, leveraged loans (ook wel: 'bank loans'), infrastructure debt, commercial real estate loans en hypotheek. Daarnaast onderscheiden we trade finance, guaranteed credit facilities (ECA en multilaterale ontwikkelingsbanken), repo en secured funding, fund financing, SME loans en overige bancaire leningen.

Veelal sluiten de beleggingsdoelstellingen van verzekeraars aan bij de belangrijkste karakteristieken van Alternative Fixed Income. Er zijn drie hoofdredenen om te beleggen in deze beleggingscategorie.

## 1) GENEREREN VAN ADDITIONEEL RENDEMENT, VOORAL OP BASIS VAN LIQUIDITEITSPREMIE

Het behalen van een liquiditeitspremie ten opzichte van traditionele vastrentende-waardenbeleggingen wordt vaak genoemd als reden voor het beleggen in Alternative

Fixed Income. Dit is gebaseerd op de veronderstelling dat een premie vereist is voor de lagere liquiditeit van deze beleggingen. Om te bepalen of deze premie aantrekkelijk is, is het belangrijk de premie transparant te maken en te kwantificeren.

Vaak kan de premie worden toegeschreven aan meerdere factoren:

- Liquiditeit
- Complexiteit
- Marktsegmentatie
- Balansspecifieke omstandigheden

Ten eerste zouden minder liquide beleggingen een premie moeten opleveren versus liquide beleggingen ter compensatie voor het gebrek aan verhandelbaarheid. Liquiditeit is aantrekkelijk, maar brengt ook (impliciete) kosten met zich mee vanwege een lager beleggingsrendement.

Beleggers zullen moeten afwegen in welke

mate liquiditeit benodigd en gewenst is en of illiquide beleggingen beleggingsrendement kunnen opleveren. De uiteindelijke keuze zal onder andere worden gedreven door balansmanagement en risico-/rendements-technische overwegingen. Veelal is een bepaalde mate van illiquiditeit gepast, gezien de lange verplichtingen en de boekhoudkundige en fiscale randvoorwaarden die logischerwijs leiden tot een meer 'buy-and-hold'-beleggingsstijl.

Ten tweede zijn diverse Alternative Fixed Income-beleggingen meer complex, bijvoorbeeld door het gestructureerde karakter (bijvoorbeeld bij securitisaties), de juridische context, de operationele omstandigheden of de onderliggende activa. Complexiteit wordt vaak gezien als iets wat te allen tijde (en dus tegen alle kosten) zou moeten worden vermeden. Dat geldt zeker voor complexiteit waar geen extra premie tegenover staat (unrewarded risks). Daarentegen zijn professionele investeerders vaak juist goed in staat om complexiteit te analyseren en weloverwogen een additionele premie te verzilveren. De premie is dan een vergoeding voor de aanwezige kennis, expertise en het langetermijnkarakter van beleggers. Het vermijden van complexiteit tegen elke prijs betekent dat een mogelijk interessante rendementsbron wordt uitgesloten en dat de verzekeraar andere risico's moet nemen om het gewenste rendement te behalen.

Ten derde worden diverse markten gedomineerd door bancaire spelers, waardoor ze lastig toegankelijk zijn voor

Figuur 1: Balans tussen benodigde liquiditeit en het genereren van additionele rendementen door middel van liquiditeitspremie



Bron: ACTIAM

institutionele beleggers. Dit is vaak historisch gegroeid door complexiteit, die een barrière voor toetreding vormt. Voorbeelden van dergelijke deelmarkten zijn trade finance en fund financing. Voor het verstrekken van deze leningen is kennis, infrastructuur en een netwerk benodigd, wat niet makkelijk te dupliceren is. Hier kunnen vaak relatief aantrekkelijke rendementen worden gemaakt, die redelijk stabiel zijn gegeven de Basel-kapitaalvereisten.

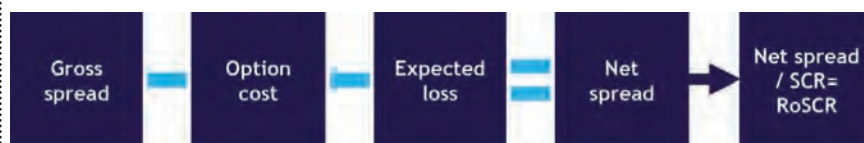
Ten slotte kunnen substantiële premies worden gevonden in Alternative Fixed Income-beleggingen die gedreven worden door specifieke omstandigheden bij de leningnemer (regelgeving, kapitaalsbeslag of specifieke balanstechische factoren). Dit type transactie kan aantrekkelijke rendementen opleveren ten opzichte van vergelijkbare liquide beleggingen, maar ze zijn vaak complex en arbeidsintensief.

Voor een gefundeerde investeringsbeslissing is het dus belangrijk om de hoogte en bestaansreden van de diverse premies goed te kennen en te begrijpen. De vier beschreven redenen voor het bestaan van een premie bovenop vergelijkbare investeringen, zijn in veel gevallen niet eenduidig en zijn vaak sterk met elkaar verweven. Dat verklaart ook waarom alle premies vaak onder de noemer van 'liquiditeitspremie' worden geschaard. De beschreven premies kunnen daarnaast verschillen per looptijd en zijn niet constant in de tijd en door de economische cyclus heen. In de huidige markt kunnen diverse illiquide beleggingen worden gevonden die nauwelijks een premie betalen boven de liquide alternatieven.

## 2) OPTIMALISATIE VAN RENDEMENTEN VERSUS KAPITAALSVEREISTEN

Een belangrijke doelstelling van verzekeraars is het behalen van aantrekkelijke rendementen voor de aandeelhouders. Daarvoor is het belangrijk om een aantrekkelijk rendement te halen versus de hoeveelheid kapitaal die vereist is voor een individuele belegging. Daarbij wordt dus een afweging gemaakt over de optimale vergoeding per eenheid vereist kapitaal (SCR) binnen de context van de doelstellingen, de risicobereidheid en de

**Figuur 2: Vertaalslag van brutovergoeding op Alternative Fixed Income-beleggingen naar nettorendement en verhouding van deze nettovergoeding tegenover benodigde hoeveelheid Solvency II-kapitaal (Return on SCR)**



Bron: ACTIAM

Het is niet altijd eenduidig hoe de nettorendementen op Alternative Fixed Income-beleggingen te bepalen. Hierbij zal rekening moeten worden gehouden met alle kostprijs-elementen behorende bij een dergelijke belegging: de kosten voor beheer, opties zoals vervroegde aflossing en verwachte (krediet)verliezen. Deze vormen niet zelden een groot deel van de initieel geobserveerde liquiditeitspremie. Daarnaast is er vaak sprake van een vermenging van de vergoeding voor kredietrisico en de overige premies voor liquiditeit en complexiteit.

randvoorwaarden vanuit balansmanagement, accounting en fiscale overwegingen.

Vanuit dit perspectief kan Alternative Fixed Income juist gezien worden als een aantrekkelijke beleggingscategorie, aangezien er additionele rendementen (premies) kunnen worden verzilverd die goed aansluiten bij het typische karakter van een verzekeringsbalans. Ook brengt deze categorie onder het Solvency II-regime veelal geen direct additioneel kapitaalsbeslag met zich mee.

## 3) BEHALEN VAN DIVERSIFICATIEVOORDELEN

Het toevoegen van Alternative Fixed Income-beleggingen door verzekeraars kan diversificatievoordelen opleveren. De mate waarin hangt af van wat exact aan de portefeuille wordt toegevoegd en in welke mate dat correleert met de rest van de verzekeringsbalans. De diversificatiewaarde op balansniveau moet niet worden overschat, aangezien de meeste beleggingen van verzekeraars een vastrentend karakter hebben met vergelijkbare karakteristieken en afhankelijkheden van de kredietcyclus.

Alternative Fixed Income-beleggingen kunnen echter wel degelijk leiden tot additionele - en dus diversificerende - kredietrisicofactoren (zoals bij hypotheek, fund financing en trade finance). Daarnaast kan het waardevol zijn om bestaande risico's naar grote investment grade bedrijfsobligaties te diversifiëren, naar middle market corporate loans of SME loans. In lijn met de economische diversificatie zal de

Solvency II-diversificatiewaarde eveneens gelimiteerd zijn, aangezien de meest voor de hand liggende kapitaalsmodule voor Alternative Fixed Income de spread risk SCR-module is. Het toevoegen aan deze categorie zal geen additionele diversificatievoordelen opleveren op balansniveau, aangezien de spread risk-module tevens wordt toegepast op traditionele fixed income-beleggingen en normaliter al de grootste component is van SCR voor marktrisico.

Er kan wel additionele diversificatie onder Solvency II gerealiseerd worden door beleggingen toe te voegen, waarbij gebruik kan worden gemaakt van de counterparty risk-module (in tegenstelling tot de spread risk-module). Een goed voorbeeld is het toevoegen van hypotheek, maar ook van vormen van secured funding of beleggingen met een garantie.

## CONCLUSIE

Er is een breed scala aan potentieel interessante beleggingen beschikbaar met uiteenlopende karakteristieken zoals de mate van liquiditeit, complexiteit, rendement, risico, kapitaalefficiëntie en diversificatiewaarde. Het toevoegen van Alternative Fixed Income-beleggingen kan leiden tot een verdere optimalisatie van de beleggingsportefeuille van een verzekeraar, zowel in absolute als relatieve zin. «

**Dit artikel is geschreven door Bas Kragten, Co-Head Fixed Income & Multi Asset en Jules Koekkoek, Senior Portfolio Manager Fixed Income Alternative Credits bij ACTIAM.**

# Beleggen in distressed debt biedt vooral nú kansen

DOOR HARRY GEELS

Beleggen in distressed debt wordt juist nu interessant omdat de kredietcyclus op zijn eind loopt, de opkoopprogramma's worden afgebouwd en de economische groei vertraagt. De spreiding in resultaten tussen bedrijven gaat toenemen en dat biedt kansen, zo betoogt Galia Velimukhametova, recent aangetreden bij Pictet Asset Management.

## **Wat is de definitie van distressed debt?**

'Wat ons betreft gaat het om afgestrafte of zwaar ondergewaardeerde bedrijfsobligaties, zowel investment grade als high yield. Meestal is er sprake van een 'event' dat of reeds heeft plaatsgevonden of aanstaande is. Beleggers calculeren door bedrijfs- of sectorspecifieke omstandigheden een hoog risico op faillissement in. De kans is groot dat een bedrijf in problemen moet onderhandelen met de schuldeisers over de sanering van de schulden. De technische definitie van 'distressed' is een obligatie die meer dan 10%, ofwel duizend basispunten, boven de risicovrije rente staat. Er wordt ook wel onderscheid gemaakt tussen 'stressed' en 'distressed' credit. Bij stressed debt heeft een bedrijf nog wel diverse opties om de balans te verbeteren, bijvoorbeeld door het uitgeven of omzetten van schuld in aandelen of het verkopen van bedrijfsonderdelen. Distressed debt zien we eerder terug bij high yield, maar ook investment grade-bedrijfsobligaties kunnen distressed raken. Bedrijven kunnen in korte tijd van investment grade naar high yield en distressed vallen. Het gebeurt niet vaak, maar het kan. Denk aan Parmalat, Enron, Lehman en meer recent Steinhoff en DIA. Bij de meeste beleggers wordt distressed debt als onderdeel gezien van de allocatie naar bedrijfsobligaties. Wat liquiditeit betreft, ligt het tussen investment grade en direct lending.'

## **Waarom is Distressed Long/Short interessant voor beleggers en voor welke beleggers precies?**

'Ten eerste zien we dat beleggers in distressed situaties vaak overdrijven. Als de betreffende bedrijven echter een goede sanering weten door te voeren, stijgen de koersen vaak erg snel. Als een bedrijf moet saneren door schuld om

**Distressed debt zijn afgestrafte of zwaar ondergewaardeerde bedrijfsobligaties.**

**De technische definitie van 'distressed' is een obligatie die meer dan 10%, ofwel duizend basispunten, boven de risicovrije rente staat.**

te zetten in aandelen, zien we vaak een vergelijkbaar herstel van de koersen, vaak nog verder omdat op de aandelenkoersen geen plafond ligt, terwijl obligaties op par worden afgelost. Dit zien we vaak gebeuren in cyclische sectoren als energie en materialen. We denken verder dat distressed debt vooral nu een interessante beleggingscategorie is omdat we een massieve groei hebben gezien van de bedrijfsobligatiemarkten, zowel in investment grade, high yield en leveraged loans, door de steeds lager wordende rente en doordat we aan het eind van de kredietcyclus zitten. Dat wil zeggen dat, als de rente zal stijgen, er meer spreiding komt in de prestaties van de verschillende bedrijven, afhankelijk van bijvoorbeeld hoeveel schuld ze op de balans hebben. Ook het langzaam terugdraaien van de opkoopprogramma's van de centrale banken zou de spreiding in resultaten doen toenemen. Het ligt voor de hand dat het percentage bedrijven dat distressed raakt, gaat toenemen, temeer daar we nu een vertraging zien van de economische groei. Daarom is het ook interessant om short te kunnen gaan. De laatste zes tot twaalf maanden zien we de spreiding in yields en volatiliteit al sterk toenemen en dit zal voorlopig wel zo blijven.'

## **Zijn shortposities goed op te zetten?**

'Het hangt sterk van de situatie af. Voor de grotere bedrijven kunnen we Credit Default Swaps inzetten om invulling te geven aan een eventuele negatieve visie. Ook securities lending behoort tot de mogelijkheden, behalve als bedrijven in een zware distressed situatie terechtkomen. Dan droogt de markt voor securities lending meestal op. Waar het dus

op aan komt, is op tijd zijn, dus al short gaan voordat zich een distressed situatie manifesteert. De winsten zijn dan ook groter. We delen shortposities overigens in drie verschillende categorieën in. Ten eerste shortposities in cyclische sectoren die in een tijdelijke economische neergang zitten. Ten tweede zetten we shortposities op in sectoren die een massale herstructurering doormaken, door bijvoorbeeld maatschappelijke veranderingen. Denk aan de retailsector, waar traditionele businessmodellen niet meer werken. De derde categorie betreft bedrijven waar sprake is van speciale situaties, zoals fraude, wat we enkele malen per jaar tegenkomen.'

### **Wat zijn de risico's? Illiquiditeit?**

'Er zijn intrinsieke risico's verbonden aan de analyses van de bedrijven en sectoren. Er zijn financiële risico's die betrekking hebben op de financiële cijfers en waardering en op juridische risico's die vooral tot uiting komen bij een herstructurering, waarbij de vraag is hoe gemakkelijk en tegen welke kosten geld kan worden teruggehaald. Illiquiditeit is inderdaad ook een risico, maar wij focussen op de leningen met grotere marktkapitalisaties. Verder is er het risico van de economische cyclus, bijvoorbeeld als een eventuele recessie en daarmee gepaard gaande herstructureringen langer duren dan verwacht.'

### **Wat maakt een distressed belegger succesvol?**

'Ervaring in het uitvoeren van zowel financiële als juridische analyses. Er moeten waarderingen van bedrijven worden gemaakt om te beoordelen of een bedrijf onder- of overgewaardeerd is. En juridische documenten, zoals 'bond indentures', prospectussen en leningovereenkomsten, moeten goed worden doorgrond. Het is belangrijk een team te hebben waarbij de mensen verschillende economische cycli hebben doorgemaakt en hebben geleerd van fouten uit het verleden. Verder zijn onderhandelingsvaardigheden van belang.'

### **Hoe benaderen jullie Distressed Debt?**

'Het is onze strategie om vooral bottom-up analyse toe te passen, waarbij bedrijven en relevante documenten financieel en juridisch grondig worden onderzocht. Ook kijken we goed naar het juridische kader van de landen waarin we beleggen en houden we allerlei macro-economische en sectorstudies bij. Een voorbeeld van zo'n studie voor de energiesector is de correlatie tussen de kans op succesvolle herstructureringen en de volatiliteit van energieprijzen. Bij de portefeuilleconstructie kiezen we

***Ervaring in het uitvoeren van zowel financiële als juridische analyses maakt een distressed belegger succesvol!***

## ***Bij de portefeuilleconstructie kiezen we voor een combinatie van stressed en distressed bedrijven.***

voor een combinatie van stressed en distressed bedrijven. We streven er niet naar om marktneutraal te zijn. We kunnen nettolong of -short zitten. Over de tijd zal het 'long book' wat groter zijn dan het 'short book'. Normaal gesproken wordt het meeste geld verdiend door te profiteren van herstructureringen. Extra alpha voegen we toe met enkele goede shorts waarbij de herstructureringen niet goed slagen.' «

Foto: Archief Pictet Asset Management



### **CV**

Galia Velimukhametova is verantwoordelijk voor Distressed Debt bij Pictet Asset Management. Daarvoor was zij Distressed Debt Portfolio Manager bij Man GLG van 2008 tot 2018, waarbij de nadruk lag op Europese stressed high yield bedrijfsobligaties en distressed debt credit. Eerder was Velimukhametova Managing Director, Partner en lid van het beleggingscomité, verantwoordelijk voor managerselectie en portefeuillesamenstelling bij King Street Capital, Europe. Zij heeft ook gewerkt als handelaar in Debt/Equity en Capital Structure Arbitrage bij JP Morgan. Velimukhametova heeft een MBA behaald aan de Washington University en een Honours Degree in Economie aan de Moscow State University.

# Vastgoedbeleggen: van lineariteit naar circulariteit en adaptiviteit

DOOR HARRY GEELS

De wereld verandert snel door de sterk voortschrijdende technologie, globalisatie en urbanisatie. Ook de demografie is in veel landen sterk aan het veranderen. Maatschappelijk verantwoord beleggen staat daarnaast steeds hoger op de agenda. Dit alles vereist een nieuwe aanpak van een vastgoedvermogensbeheerder, zo betogen Marleen Bosma, Head of Research & Strategic Advisory, en Dick van Hal, Chief Executive Officer van Bouwinvest.

## **Hoe zag grosso modo het beheer van vastgoedportefeuilles er in het verleden uit?**

Dick van Hal: 'Ten eerste was beleggen in vastgoed op de nationale markt gericht. Veel pensioenfondsen hadden nog altijd een overwegend Nederlandse vastgoedportefeuille. Ten tweede hebben we een verschuiving gezien van direct vastgoed (op de balans van een pensioenfonds) naar indirect vastgoed (via fondsen en partnerships). En ten derde werden vastgoedportefeuilles vooral op basis van historische data beheerd. Het rendement in het verleden was vaak een richtlijn voor de toekomst. Het was een lineaire wereld. Een goed gebouw zal wel een goed gebouw blijven. Een goede

regio zal wel een goede regio blijven. Een slechte buurt zal wel een slechte buurt blijven. Het gedrag van huurders en consumenten was redelijk voorspelbaar. Zo zit de wereld echter niet meer in elkaar. Dat wil overigens niet zeggen dat we het verleden maar moeten negeren. Wie het verleden niet kent, kan het heden niet begrijpen en de toekomst niet voorspellen.'

Marleen Bosma: 'Er vinden in de wereld momenteel veel grote veranderingen plaats, zoals snel voortschrijdende technologische ontwikkelingen, globalisatie en urbanisatie en het door grote delen van de maatschappij omarmen van het duurzaamheidsconcept. Dat vereist een andere wijze van beleggen. In zijn algemeenheid is het perspectief breder geworden dan alleen het gebouw. Een langetermijnbelegger kan zich niet meer puur technisch focussen op een bepaald vastgoedobject, zoals de staat van het onderhoud van het gebouw of de kwaliteit van de huurcontracten. De snelle veranderingen in de wereld vereisen een 'outside-in benadering', waarbij allerlei maatschappelijke trends in het beleggingsproces worden geïntegreerd.'

## **Over welke trends hebben we het dan?**

Van Hal: 'Door globalisatie internationaliseert de wereld. De verschillende vastgoedmarkten in de wereld worden deels een substituuut voor elkaar. Zo zit het geld in de VS, zo weer in Europa of Azië. Natuurlijk is vastgoed een illiquide beleggingscategorie, maar door de professionalisering van de vastgoedwereld, kijk bijvoorbeeld naar de ontwikkeling van beleggingsfondsen, neemt de flexibiliteit van de belegger toe. Voor vastgoedbeleggers is de wereld veel groter geworden. Daarom hebben wij ook een kantoor in Sydney geopend en zijn we bezig een kantoor in New York te openen. Naast vijf op Nederland gerichte sectorfondsen, voor woningen, kantoren, winkels, zorgvastgoed en hotels,



Foto's: Archief Bouwinvest

MARLEEN BOSMA

beheren we voor het pensioenfonds voor de bouw (bpfBOUW) voor € 3,5 miljard aan vastgoedmandaten in het buitenland.'

Bosma: 'Door deze internationale focus kunnen we dwarsverbanden leggen. Zo zien we dat ontwikkelingen in de door urbanisatie ontstane grote metropolen in de wereld op elkaar lijken. We kunnen daardoor ervaringen die we opdoen in één regio grotendeels doortrekken naar de andere regio's. Verder zien we het groeiend belang van duurzaam investeren in alle delen van de wereld terug, al verschilt het tempo van het duurzaamheidsdenken van regio tot regio. Australië loopt voorop, de VS loopt wat achter. Verder zijn er technologische trends, bijvoorbeeld rondom smart buildings en cities, big data, voorspellende analyses en blockchain. Tot slot is er nog de snelle groei van de wereldbevolking, met de daarbij behorende grondstoffenschaarste, de verschillen tussen arm en rijk en het gebrek aan ruimte. In het kielzog hiervan spelen migratiestromen een rol.'

### **Hoe ziet de nieuwe benadering voor een vastgoedvermogensbeheerder er dan uit?**

Bosma: 'De snelle ontwikkelingen vergen een andere houding: van de lineariteit van het verleden naar adaptiviteit van het nu en de toekomst. Wij moeten daarbij denken in scenario's, innovatief zijn en onze prognoses sneller aanpassen met meer sturingsinfo en scenario-analyses. De beleggingsbenadering moet adaptief zijn. Circulariteit zouden we kunnen omschrijven als hoe flexibel we zijn in het omvormen van vastgoed als nieuwe ontwikkelingen dat noodzakelijk maken. Daarbij moeten we ook rekening houden met hoe flexibel we zijn in het hergebruiken van de bouwmaterialen. De snel veranderende wereld vraagt meer adaptief vermogen van een organisatie en beleggings-technisch gezien meer flexibiliteit.'

Van Hal: 'Die flexibiliteit zien we in alle facetten terug. Zo moeten de meeste gebouwen multifunctioneel zijn in gebruik. Neem bijvoorbeeld het WTC in Rotterdam, een van onze beleggingen, dat kantoren, winkels en straks ook een hotel herbergt. Als de marktsituatie erom vraagt, kan de functie van het gebouw veranderen. Wij hebben deze specifieke belegging opgesplitst in drie verschillende fondsen, eerder genoemd en door ons beheerd, omdat beleggers in de bekende sectoren denken. Met onze vijf sectorfondsen spelen wij daarop in en kunnen we tegelijkertijd de noodzakelijke flexibiliteit met betrekking tot het vastgoed organiseren.'

Bosma: 'Vastgoedbeleggen is complexer geworden, maar dat neemt niet weg dat het een interessante beleggings-categorie is en blijft, met aantrekkelijke risicopremies en stabiele dividenden. Maar binnen de allocatie zitten verschuivingen en dit vergt van beleggers een continue kritische blik om ontwikkelingen goed te blijven monitoren. De kansen zitten wat ons betreft ook nu vooral in groei-



DICK VAN HAL

sectoren, zoals hotels, zorgvastgoed en studentenwoningen. Voor wat betreft winkels is het momenteel niet zo duidelijk waar de markt door online winkelen naartoe gaat, maar alsnog denken wij dat er ook in de winkelmarkt goede beleggingsmogelijkheden zijn. Uiteindelijk draait het bij winkels om de locatie, het product en weten waar de consument behoefte aan heeft. Als je dat weet, bouw je een waardevolle portefeuille op om het juiste rendement te maken op de lange termijn. Het researchteam prognosticeert, op basis van een grote hoeveelheid data, demografische profielen voor verzorgingsgebieden voor optimale sturingsinformatie.'

### **Waar moeten we verder nog op letten als we naar de toekomst van vastgoed kijken?**

Van Hal: 'Het is interessant dat onze institutionele klanten steeds professioneler worden en meer en meer een internationale bril opzetten. Ze verwachten dat we een visie hebben op de snelle ontwikkelingen en op hoe we die integreren in onze beleggingsbenadering. Vermogensbeheerders en klanten stimuleren elkaar zo in de professionaliteitsslag. Een visie op de trends formuleren, betekent ook keuzes maken. Door de trend van urbanisatie concentreren wij ons in Nederland bijvoorbeeld voor kantoren op de G4, de vier grootste gemeentes: Amsterdam, Rotterdam, Den Haag en Utrecht. Voor woningen hebben we kernregio's benoemd. Dergelijke keuzes in gebieden en steden maken we internationaal ook.'

Bosma: 'Wij kijken per categorie naar de fundamentele 'drivers'. De trends vinden hoog over plaats, maar de uitwerking kan per categorie verschillen. We moeten ons

verder realiseren dat er nieuwe trends kunnen komen of dat bepaalde trends zich versnellen of juist vertragen. We zijn dus niet klaar met het benoemen van de huidige trends. Ook concurrenten kunnen veranderen. Stel dat Amazon en Google straks vastgoedobjecten aan beleggers aanbieden. Daarnaast wordt het belang van impact investing en ESG steeds belangrijker voor institutionele beleggers.'

### **Zuinig omgaan met energie dus?**

Van Hal: 'Het gaat niet alleen om het energielabel, het gaat om maatschappelijk rendement. Hoe goed is een gebied ontsloten? Hoe kunnen we de leefbaarheid en betaalbaarheid van gebieden en woningen vergroten? Hoe kunnen we bijdragen aan de groeiende vraag naar woningen? Kan een wijk of zelfs een hele regio energieneutraal functioneren? Hoe veilig en rustig is een bepaald gebied? Kan de zorg voor ouderen beter ingericht worden? Kortom, hoe toekomstbestendig zijn de vastgoedobjecten? 'Sustainability' is wat mij betreft een breed begrip en dat vertaal ik met toekomstbestendigheid. We hebben de zeventien UN Sustainable Goals onderschreven. We concentreren ons op de duurzaamheidsdoelstellingen die vastgoed raken: energie, duurzame steden, arbeidsomstandigheden op de bouwplaats, mobiliteit en betaalbaarheid.'

Bosma: 'Betaalbaarheid is wat betreft woningen een van onze speerpunten. We hebben een 'Affordability Model' gebouwd dat we meenemen in verwachte woningprijsstijgingen en onze beleggingsbeslissingen. De huurprijsstijging hebben we in deze krappe woningmarkt het afgelopen jaar gemaximeerd op inflatie plus 1%. Dit lijkt een demping op het rendement te impliceren, maar op de lange termijn is een snelle groei van de huren toch niet houdbaar. Uiteindelijk zijn wij gebaat bij gebieden waar diverse groepen kunnen wonen, werken en verblijven. Dit levert ons de grootste kans op een langjarig stabiel rendement. Als een van de grootste woningbeleggers in Nederland voelen wij de verantwoordelijkheid en hebben wij deze maatregel daarom genomen, maar uiteindelijk is de oplossing dat er meer gebouwd moet worden om het probleem structureel op te lossen. Dit kan als je zorgvuldig met de verstedelijkingsagenda omgaat en dus op een goede manier gaat verdichten.'

### **Wat betekent de nieuwe beleggingsbenadering voor de inrichting van jullie organisatie?**

Bosma: 'De hoeveelheid data waarover we tegenwoordig beschikken, is een veelvoud van twintig jaar geleden. We weten veel over een gebied of zelfs een straat. We hoeven vastgoedobjecten eigenlijk niet eens meer te bezoeken. We hebben de afgelopen drie jaar veel geïnvesteerd in een data warehouse, met hierin alle data waarvan we denken dat we die nodig hebben voor een optimale besluitvorming. Het data warehouse wordt gevoed door open-source marktdata, door betaalde externe researchdata en data van onze eigen portefeuilles. Voor het goede inzicht gaat het ook om de

## **De snelle veranderingen in de wereld vereisen een 'outside-in benadering', waarbij maatschappelijke trends in het beleggingsproces worden geïntegreerd.**

juiste combinatie en ontsluiting van de data. Hier komen we op het gebied van data analytics en data science en dat vraagt om nieuwe expertise.'

Van Hal: 'We zijn tegenwoordig eigenlijk continu bezig met het vergroten van kennis en inzicht. Zo hebben wij bijvoorbeeld voor heel Nederland, met een druk op de knop, inzichtelijk hoe betaalbaar woningen zijn. We kunnen ook veel betere prognoses maken op basis van diverse scenario's, bij wijze van spreken op straatniveau. Maar hoe mooi de resultaten uit de analyses ook zijn, we moeten altijd kritisch blijven nadenken. Naast data moet er ook een goed netwerk van partners zijn. Dat geldt voor zowel de informatie die nog uit de markt moet worden gehaald als voor het uitvoeren van transacties. Er moeten goede samenwerkingen bestaan tussen beleggers, bouwers, gemeenten en projectontwikkelaars. Het gaat in die partnerships niet alleen om de prijs, maar ook om de kwaliteit van de partijen. Vastgoed blijft namelijk ook een people's business.' «

**Snelle veranderingen in de wereld vereisen een 'outside-in benadering', waarbij maatschappelijke, economische en politieke trends in het beleggingsproces worden geïntegreerd.**

**Door de globalisatie internationaliseert de wereld en gaan geldstromen, ook voor vastgoed, sneller de wereld rond.**

**De snel veranderende wereld vraagt beleggingstechnisch gezien meer flexibiliteit van een beheerorganisatie.**

**Duurzaamheid is niet alleen het energielabel, het gaat vooral om het totale maatschappelijk rendement.**

**Geavanceerde analyses, die mogelijk gemaakt worden door nieuwe technologie en een datawarehouse waarin data van open sources, externe datavendors en eigen portefeuilles worden gecombineerd, zijn tegenwoordig onmisbaar bij een goede besluitvorming.**

**Vastgoed blijft een people's business.**





# COLUMN

## ESG en logistiek: er komen andere tijden

Wanneer de meeste mensen denken aan industriële logistieke centra, komen factoren als energiebesparing, technologie en koolstofinnovatie meestal niet meteen bij hen op.

Wat zich echter in werkelijkheid binnen de logistiek afspeelt, verdient nadere aandacht. Uit een analyse blijkt dat delen van de sector ESG-factoren serieus nemen.

Eind 2018 hebben we een enquête gehouden onder honderd eigenaren en gebruikers van logistieke centra in heel Europa. We wilden meer inzicht krijgen in problemen die van invloed zijn op de sector. De uitkomsten schetsten een genuanceerd beeld van hoe de markt met ESG-factoren omgaat.

Er zijn vier ESG-ontwikkelingen die van invloed zijn op wereldwijde vastgoedbeleggingen die in onze ogen een bruikbare manier bieden om de uitkomsten van de enquête te bekijken.

- Veranderend milieu en klimaat
- Meer governance, betrokkenheid en oproepen tot transparantie rond beleggingen
- Veranderende demografie
- Snelgroeiende technologie, connectiviteit en infrastructuur

Dit zijn de drie ontwikkelingen die het relevantst zijn voor de logistieke sector:

### Veranderend milieu en klimaat

Ongeveer 71% van de respondenten zegt ESG-initiatieven in te voeren om de negatieve milieueffecten van hun activiteiten te compenseren. We hebben deze trend gezien in onze recente aankopen binnen de logistieksector. Deze bedrijven zijn zeer energiezuinig, bijvoorbeeld dankzij milieuvriendelijke panden en koolstofarme energie via zonnepanelen.

Het beheersen van operationele kosten is essentieel voor het concurrentievermogen. De garantie van goedkope, lokaal opgewekte energie is één manier om dit te bereiken. Tegelijkertijd helpen extra capaciteit en infrastructuur een gebouw toekomstbestendig te maken bij steeds geavanceerdere technologieën.

### Veranderende demografie

Veranderende consumptiepatronen worden door logistieke bedrijven beschouwd als hun op een na grootste risico.

Tegelijkertijd wordt locatie nóg belangrijker. Er is een duidelijke trend om zich dichterbij de eindconsument te vestigen, wat een strijd om locaties aan de rand van steden zal ontketenen.

### Veranderende technologie en infrastructuur

De impact van technologie op de sector is mogelijk een van de belangrijkste bevindingen van het onderzoek. Amper 10% van de ondervraagden investeert momenteel in robotica, maar 56% is van plan dit in de toekomst te doen. Ruim 60% houdt rekening met de impact van zelfrijdende vrachtwagens. Ook blijkt 25% al in magazijnautomatisering geïnvesteerd te hebben en is nog eens 43% van plan dit te gaan doen. Technologische ontwikkelingen zullen ongetwijfeld gevolgen hebben voor de 11 miljoen werknemers in de Europese logistieke en transportsector. Veel van deze laaggeschoolden verrichten goedkope handmatige taken. De omvang van deze beroepsbevolking lijkt te krimpen; 47% van de respondenten zei dat magazijnautomatisering invloed zal hebben op het benodigde personeelsbestand.

We verwachten dat de aard van het werk het sterkst zal veranderen. Naarmate faciliteiten geavanceerder worden, ontstaat er meer behoefte aan hoogopgeleide werknemers die de steeds specialistischere apparatuur kunnen onderhouden.

De komst van beter betaalde banen waarvoor speciale vaardigheden vereist zijn, is positief. Maar automatisering gaat ook banen kosten, een uitdaging die logistieke bedrijven - en ook overheden - onder ogen moeten zien.

Er vinden in de logistiek grote veranderingen plaats. Bemoedigend is echter dat de sector bezig is zich aan te passen. ESG-overwegingen worden niet langer gezien als 'extraatje'. Ze zijn inmiddels onderdeel van de cruciale zakelijke besluitvorming van eigenaren en gebruikers van logistieke centra.

Nu ESG-overwegingen een belangrijk onderdeel zijn geworden van de besluitvorming over beleggingen, liggen er interessante tijden voor ons. «

**VOORZITTER**

Anne Gram, Toezichthouder en onafhankelijk adviseur pensioenfondsen

**DEELNEMERS**

John Adu, J.P. Morgan Asset Management

Marcel de Berg, 21C

Vincent van Bijleveld, Finance Ideas

Barbara Bleijenbergh, Pensioenfonds Metalektro

Marta Jankovic, BlackRock

Edwin Mars, SPDR ETF

Joris Roggeveen, Altis Investment Management

*Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met BlackRock, J.P. Morgan Asset Management en SPDR ETF.*

Foto's: Rogier Cremers Fotografie



# ESG: DE ASSET MANAGER MOET AAN DE BAK

Door Arnoud Veilbrief

ESG is inmiddels een begrip. Maar in hoeverre is het daadwerkelijk onderdeel van het beleggingsbeleid van pensioenfondsen? En koop je iets van de plank of creëer je gewoon je eigen index? Een gesprek tussen asset managers en pensioenfondsbestuurders over de toekomst van ESG.



## Wie trapt er af? Is ESG definitief een mondiale trend?

**Joris Roggeveen:** 'Nederlandse en Scandinavische institutionele beleggers, waarvan een groot deel pensioenfondsen, zijn internationaal leidend op ESG-gebied. Voor deze beleggers is het niet meer een trend, het is een standaard. Op dit moment nog vooral in aandelen en minder in vastrentende waarden, maar dat komt ook op. Daar verwachten wij juist een sterke groei de komende jaren.'

**Marta Jankovic:** 'De leidende rol van Nederland en Scandinavië zien wij ook. Daarnaast speelt Frankrijk een steeds grotere rol, vooral in ESG-strategieën gericht op het halen van de klimaatdoelen. Verder weg zijn er clusters van landen in de Azië-Pacific regio, zoals Australië, Nieuw-Zeeland en in

toenemende mate Japan, die zichtbaar betrokken zijn. Ook Canadese institutionele beleggers zijn actief betrokken en het bewustzijn in de VS neemt toe. Kortom, de laatste vijf jaar hebben veel landen hun ESG-strategieën versterkt. We verwachten dat Europese beleggers voorop zullen blijven lopen. De groei in ESG-assets in andere regio's zal blijven toenemen.'

**Roggeveen:** 'Er is nog geen instemming over wat ESG is. Iedereen definieert het weer anders. Maar er is wel een gemene deler. Controversiële wapens en bedrijven die in non-compliance zijn met de UN Global Compact Principles, daar bestaat bijna geen discussie meer over. Niet-militaire wapens is ook een categorie waar steeds meer asset owners en managers niet meer in willen beleggen. Sommige breiden dat uit naar tabak of steenkool. Zo kun je steeds groener beleggen, en wij verwachten dat ook voor de komende jaren. Maar klanten

> **Anne Gram** is ruim 25 jaar werkzaam in de financiële sector. Zij is sinds 2006 onafhankelijk deskundige, lid en adviseur van pensioenfondsbesturen, beleggingscommissies en Raden van Toezicht. Daarvoor in vermogensbeheer als onder andere portfolio manager, Chief Investment Officer en Directeur Beleggingen. Gram heeft uitgebreide ervaring met onder andere duurzaamheid, toezicht, governance, balans- en vermogensbeheer, strategische asset allocatie, het Nederlandse pensioenstelsel en fiduciair management.





> **John Adu** is Hoofd van ETF's voor de UK, Scandinavië en Nederland bij J.P. Morgan Asset Management. Voorheen was Adu werkzaam bij Deutsche Asset Management waar hij verantwoordelijk was voor Cross-Asset Distribution van alternatieve, actieve en passieve strategieën voor Britse klanten. Hij werd oorspronkelijk ingehuurd door Deutsche AM om hun ETF-activiteiten in de UK te leiden en werd vervolgens gepromoveerd tot het leiden van hun groothandelsactiviteiten in de UK en Ierland. Adu startte zijn carrière bij Barclays Global Investors en werd in 2013 door het Financial News erkend als een van de aanstormende talenten in de vermogensbeheersector.

moeten dan wel rekening houden met eventueel hogere kosten en een hogere tracking error.'

**John Adu:** 'Er is nog geen vastomlijnd idee van wat ESG is. Maar er begint zich wel, door een continue dialoog met beleggers en door fundamenteel onderzoek, een zekere overeenstemming af te tekenen over wat belangrijk is bij ESG. Dat manifesteert zich in het uitsluiten van producten en bedrijven en in publiekelijk opkomen voor ESG.'

**Barbara Bleijenbergh:** 'We hebben het nu vooral gehad over het soort product, maar niet over het productieproces. Daar gaat ESG óók over. Ik denk bijvoorbeeld aan kinderarbeid. Of aan produceren op een manier die de omgeving schaadt. Wij geloven dat E, S en G-factoren invloed hebben op de waarde van de beleggingen van PME. En we voelen ons verantwoordelijk voor de gevolgen van onze beleggingen.'

**Vincent van Bijleveld:** 'Voor mij is de eerste vraag: wat is je doel? De wereld een beetje verbeteren? Een ander risico-rendementsprofiel aan je portfolio geven? Een bedrijfstak veranderen? Ik zou zeggen: denk daar eerst over na en werk van daaruit verder. Een willekeurige categorie producten uitsluiten is nog geen ESG-strategie.'

**Jankovic:** 'Laten we niet vergeten dat er nog steeds institutionele beleggers zijn voor wie ESG vrij nieuw is en die een conservatievere visie hebben. Andere willen juist snel bewegen. Je moet keuzes bieden. Een andere trend is dat klanten niet alleen meer kijken naar de producten die een asset manager aanbiedt, ze willen een gesprekspartner. Weten wat zijn visie op ESG is. Wij krijgen nauwelijks nog RFP's binnen zonder vragen over ESG. Een asset manager moet daar antwoord op kunnen geven, wil hij nog serieus worden genomen.'

**Edwin Mars:** 'Dat ben ik met je eens. En je moet alle facetten van ESG bestrijken. Regionale verschillen spelen hierbij een rol. Frankrijk heeft bijvoorbeeld een andere kijk op kernenergie dan de Scandinavische landen. Daar moet je dus je aanbod op aanpassen. Tegelijk wil het management van een wereldwijd opererende vermogensbeheerder het liefst een product dat je overal kunt verkopen. Dat is denk ik een van de redenen waarom het aantal producten vrij langzaam groeide in het verleden. Maar we zien nu een enorme acceleratie aan de vraag- en aanbodzijde.'

**We kunnen vaststellen dat de industrie volwassen is geworden. Een spectaculaire groei, hogere verwachtingen van klanten en een stijgende behoefte aan keuze. Laten we het hebben over het IMVB-convenant. Hoe kijken jullie daartegenaan?**

**Van Bijleveld:** 'Ik denk dat IMVB een heel belangrijke stimulans is voor institutionele beleggers om ESG-eisen in het mandaat van asset managers op te laten nemen. Maar het zou van een te smalle visie getuigen om alleen te zeggen: ok, ik gooi die kolenmijn uit mijn portefeuille en dat is het dan. Het uitdragen van kennis en het beïnvloeden van anderen is minstens zo belangrijk. Dat kunnen je deelnemers zijn, dat kunnen andere pensioenfondsen zijn. Maar in ieder geval asset managers.'

**Adu:** 'Juist!'

**Van Bijleveld:** 'En als ESG-bewuste klant moet je je asset manager ook beoordelen op zijn stemgedrag bij aandeelhoudersvergaderingen. Het uiteindelijke doel is



## Een willekeurige categorie producten uitsluiten is nog geen ESG-strategie.

verandering. Samenvattend: kijk niet alleen naar wat je asset manager in zijn portfolio heeft. Kijk ook naar al die andere zaken.'

**Adu:** 'Je snijdt interessante punten aan. Als ik mag ingaan op wat je zegt over het einddoel: als asset managers proberen wij bij onze klanten een positieve verandering ten aanzien van ESG te bewerkstelligen. Door gesprekken op het allerhoogste niveau te voeren, kun je veel bereiken. Er ontstaat een feedback loop. En een ETF is een ideaal instrument voor een ESG-strategie, vanwege de dagelijks bijgehouden informatie. En let op het belang van due dilligence. Kijk niet alleen naar welke effecten de ETF bevat, maar ook naar welke collateral er eventueel tegenover staat.'

### We gaan nu al redelijk de techniek in. Heeft iemand nog iets te zeggen over ESG in het algemeen?

**Mars:** 'Ik wil nog wel even de enorme vlucht schetsen die ESG bij ons heeft gemaakt. Vijf jaar geleden hadden wij welgeteld één collega die de wereld rondvloog om alle ESG-congressen af te lopen en naar kansen te zoeken. Vandaag is dat een team van 18 mensen en dat groeit nog sterk. Dit team onderzoekt hoe we kunnen evolueren van uitsluiten van beleggingscategorieën naar werkelijke engagement, stemgedrag, ambassadeurschap, het beïnvloeden van bestuurders. Dat is in de praktijk niet altijd even makkelijk gezegd als gedaan. Probeer maar eens een raad van bestuur die de afgelopen tien jaar prima resultaten heeft geboekt te vertellen dat zij hun team diverser moeten maken. Dat is een uitdaging.'

**Van Bijleveld:** 'Begrijp me goed, je moet niet met de botte bijl te werk gaan. Je kunt de wereld niet van de ene op de andere dag veranderen.'

> **Marcel de Berg** stimuleert als 'connector' (samentrekking van 'verbinden' en 'handelen') vanuit 21C maatschappelijke veranderingen. Onder meer door een vrije ruimte te creëren waar bedrijven, onderzoeksinstituten, overheden, vermogensbeheerders, pensioenfondsen en niet te vergeten burgers, hun krachten kunnen bundelen rond maatschappelijke uitdagingen. Een belangenvrije plek waar ieder zich als persoon met waarde-vraagstukken kan verbinden. Afgelopen tien jaar was De Berg als Investment Manager en strateeg werkzaam bij Appolaris, en daarvoor onder meer bij PGGM en IDEAM, de duurzame dochter van Amundi. De Berg studeerde economie aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam en is een gekwalificeerd beleggingsprofessional (VBA/CFA).



### Proef ik tot nu toe dat de groei van ESG eerder door de klanten komt dan door stimulering vanuit de asset managers? Meer vraag-gestuurd dan aanbod-gestuurd?

**Mars:** 'Zoals al eerder opgemerkt: Nederland en Scandinavië zijn de koplopers in ESG en we praten er constant over met asset managers uit de hele wereld, maar het zit nog niet echt in de genen van de grote firma's. Het begint te komen, maar het is de komende jaren nog werk in uitvoering.'

**Roggeveen:** 'Het is een geleidelijk proces. We zien vooral dat institutionele partijen hun assets duidelijk sturen naar duurzame indexoplossingen. Asset managers spelen hierop in door steeds meer en steeds betere ESG-indexproducten aan te bieden.'

**Jankovic:** 'Wat me opvalt is dat de discussie tot nu toe nogal binair wordt gevoerd. Je bent goed bezig met ESG óf je hebt nog een achterstand. Je hebt het 'in je genen' of niet. Zo zwart-wit ligt het niet. Wij beschouwen beleggen met ESG-inzichten als iets voor alle asset classes. Ik zou iedereen willen aanraden: kijk naar wat er in de PRI-rapporten van je asset managers staat





> **Vincent van Bijleveld** is verantwoordelijk voor het duurzaam en verantwoord beleggen team van Finance Ideas. Samen met dit team adviseert hij pensioenfondsen, asset managers en andere institutionele partijen over het opzetten, implementeren en monitoren van een science based MVB-beleid. Van Bijleveld is kwantitatief econoom/actuaris en was eerder werkzaam als Partner/Director bij Willis Towers Watson en bij de duurzame asset manager ACTIAM.

over ESG! En om nog even terug te komen op IMVB, dat is een Nederlands initiatief. Je zou dit convenant als blauwdruk of voorbeeld kunnen gebruiken in gesprekken met asset managers in andere landen, zo vergroot je je invloed. Zo begon de PRI (Principles for Responsible Investment) ook en kijk eens wat voor invloed dat heeft gekregen. Je kunt zeggen dat de PRI niet ver genoeg gaat, maar verandering gaat in stapjes. En we hebben voorlopers, zoals Nederland, nodig.'

**Bleijenbergh:** 'Daar ben ik het helemaal mee eens! Een convenant als IMVB kan ook kleinere pensioenfondsen helpen bij het vormgeven en implementeren van hun ESG-beleid. Een ander goed voorbeeld is de gezamenlijke dialoog Climate Action 100+. In deze groep zitten 320 beleggers met een gezamenlijk belegd vermogen van 33.000 miljard euro. We trekken samen op, om in gesprek te gaan met de honderd grootste uitstoters van CO<sub>2</sub>.'

### **Marcel, hoe kijk jij daartegenaan als beleggingsstrategie bij een wat kleiner pensioenfonds?**

**Marcel de Berg:** 'Als je een systeem wilt veranderen, kun je dat niet doen met de regels die het probleem veroorzaakt hebben.'

Einstein zei dat, dus... Het begint met intrinsieke motivatie. Als ik een asset manager leer kennen, benader ik hem alsof ik tegenover een kok sta. En ik vraag hem om zijn lekkerste maaltijd te bereiden. Maar, zeg ik, je mag bepaalde ingrediënten niet gebruiken. Dus in dit geval: niet de MSCI World Index. Dat is lastig voor ze. Dan dwing je ze om hun eigen filosofie, hun intrinsieke motivatie, hun beleggingsideeën op tafel te leggen. Dat doe ik om de asset manager te leren kennen. En dan komt er een gesprek op gang. Ik heb de wijsheid niet in pacht, hij heeft de wijsheid niet in pacht. Maar samen komen we tot ideeën. Dat is volgens mij het soort leiderschap dat we vandaag de dag nodig hebben in deze wereld.'

### **Dat is nogal een uitdaging voor de asset managers. Wie wil die handschoenen oppakken?**

**Jankovic:** 'Wij besteden veel tijd aan onderzoek van data om te zien hoe ESG-beleid en de langetermijnoutputperformance van bedrijven samen kunnen gaan. Die resultaten delen we in onderzoeksrapporten voor klanten. Dat is één manier om leiderschap te tonen, als je het zo wilt noemen. De andere manier is leading from the top, door onze stem te laten horen. De brief van Larry Fink (CEO BlackRock) over het belang van duurzaamheid in de financiële markten heeft een flinke impact gehad in de industrie. De brief is veel gedeeld en verspreid. Over onze stem- en engagement aanpak zijn we volkomen open. We zijn een van de grootste beleggers ter wereld en dat brengt verantwoordelijkheid met zich mee om continu met bedrijven in gesprek te zijn. Wij hanteren een 'engagement-first'-benadering, waarbij de nadruk ligt op een directe dialoog met bedrijven over governance en andere ESG-kwesties die een materiële impact hebben op de financiële prestaties op lange termijn.'

### **Hoe implementeer je ESG via passieve en actieve instrumenten? En wordt ESG de nieuwe standaard?**

**Bleijenbergh:** 'Ja, we zien hoe Europese autoriteiten bezig zijn standaarden op te zetten voor nieuwe klimaatbenchmarks. Ik vraag me af of we dat echt nodig hebben of dat we vooral vrije informatie nodig hebben van bedrijven om zelf de benchmark te



bepalen. In onze ogen moet het mogelijk blijven je eigen visie op duurzaam beleggen te hanteren. Als je je keuzes maar kunt uitleggen. Ik ben nieuwsgierig hoe anderen hierover denken.'

**Mars:** 'Jouw vraag onderstreept nog eens in welk stadium ESG zich bevindt. Wij werken nu samen met het bedrijf SASB, de Sustainability Accounting Standards Board. We moeten dezelfde taal spreken om een hoogwaardige data-analyse te kunnen maken. Dat begrippen als 'duurzaamheid' of 'diversiteit' voor iedereen in de sector dezelfde betekenis hebben, voordat je de volgende stap zet.'

**Adu:** 'Hebben we een nieuwe index nodig? Als het alleen maar herverpakken is van iets wat al bestaat, dan denk ik dat het antwoord nee is. Voor sommige instrumenten is een benchmark denk ik wel nuttig. Maar echte verandering kunnen we bewerkstelligen door dialoog met bedrijven op het hoogste niveau. Meer dan 70 procent van de vragen van onze analisten is ESG-gerelateerd, waardoor het ESG-beleid zich continu ontwikkelt.'

### Hoe ziet jullie portefeuille eruit?

**Bleijenbergh:** 'In het illiquide deel doen we voor een deel aan impactbeleggen in de Nederlandse innovatie, onze eigen deelnemers. Daarnaast beleggen we via infrastructuurprojecten in het thema 'energietransitie'. In het liquide deel hebben we een actief beheerde aandelenportefeuille waarin ESG volledig is geïntegreerd in de fundamentele analyse. Maar voor het grootste deel beleggen we in aandelen op een passieve manier. ESG gaat niet ten koste van het rendement. Dat eisen onze deelnemers van ons. Ja, die vraag krijgen we vaak. Op de langere termijn betaalt het zich uit, daar zijn we van overtuigd. Als ik het over passief beleggen heb, bedoel ik trouwens dat de kosten lager zijn. Niet dat we niet nadenken over waarin we precies belegd zijn.'

### Als passieve investeerder kun je veel actieve invloed uitoefenen.

> **Barbara Bleijenbergh** werkt sinds 2011 bij PME als strategist. PME beheert de pensioenrechten van circa 620.000 deelnemers. De sector omvat 1.370 grote en middelgrote ondernemingen, van scheepswerven tot producenten van halfgeleiders. Het vermogen bedraagt zo'n € 49 miljard. Als strategist houdt ze zich onder andere bezig met de integratie van het beleggingsbeleid en het MVB- beleid. Hiervoor werkte Bleijenbergh bij Pensioenfonds Stork en een aantal vermogensbeheerders. Bleijenbergh is bedrijfseconoom (1998) en CFA (2001).



**Adu:** 'Mag ik die stelling op een constructieve manier uitdagen? Je zegt dat je uit kostenoverwegingen passief belegt, waarmee je impliceert dat actief beleggen duurder is. Dat hoeft niet het geval te zijn. Onze missie is om met fundamenteel onderzoek en in samenwerking met onze klanten tot een concurrerend geprijsd beleggingsproduct met een positieve ESG-impact en een hoog rendement te komen. Dat is een enorme ambitie, dat erkennen we. Maar met voldoende schaalgrootte en feedback kan het. Hoe meer asset eigenaren tot overeenstemming komen over ESG-doelen, hoe meer ze fiduciaire beleggers met elkaar kunnen laten concurreren en des te lager de kosten worden. Wat ik maar wil zeggen is: als je maar genoeg schaalgrootte hebt, kun je actief beleggen voor de prijs van passief beleggen.'

**Bleijenbergh:** 'Wat bedoel je hier met 'actief'? Het selecteren van bedrijven?'

**Adu:** 'Fundamentele research gebruiken met daarin verwerkte ESG-factoren, door bijvoorbeeld gebruik te maken van Dividend Discount Modellen.'

**Roggeveen:** 'Dat klinkt inderdaad mooi. Als je maar groot genoeg bent of bereid bent om meer te betalen, kun je vrijwel





> **Marta Jankovic** is hoofd iShares Sustainable EMEA bij BlackRock en is verantwoordelijk voor de groei van duurzame ETF's in deze regio. Voor ze in december 2018 bij BlackRock kwam, controleerde ze bij APG Asset Management de ESG-prestaties van bestaande en nieuwe beleggingen. Daarvoor hield ze zich ruim 10 jaar als jurist in Sydney en Londen bezig met onder meer private fondsen en bedrijfsrecht. Ze studeerde rechten aan de University of New South Wales in Sydney en behaalde haar master-graad aan King's College in Londen.

alles laten maken. Maar de overgrote meerderheid van bijvoorbeeld de pensioenfondsen is te klein voor zulke maatwerkproducten, of om hun eigen benchmark te creëren. En dus kunnen asset owners wel prachtige ESG-strategieën of -beleid bedenken, maar als de asset managers de bijbehorende producten niet bieden, heb je nog niks. Het is dus soms een balans weten te vinden tussen wensen en beschikbaarheid.'

### Is ESG de nieuwe standaard?

**Roggeveen:** 'Er is een grote behoefte aan gunstig laag geprijsde, fiscaal-vriendelijke ESG-indexproducten met een lage tracking error. De behoefte aan dat ESG-element zal alleen maar toenemen. De standaard is nog steeds MSCI World, maar we zijn al een eind op weg.'

**Bleijenbergh:** 'Wij werken eraan. Het is nog geen standaard, maar we kijken hoe we ESG in onze benchmark kunnen integreren. Mensen vinden het belangrijk. Ze willen niet meer in alles belegd zijn via hun pensioen. Je moet als deelnemer weten waar je geld naartoe gaat.'

**Van Bijleveld:** 'Ik ben heel blij met pensioenfondsen die de overstap durven te maken van blind de MSCI volgen naar een

bewuste keuze voor een andere benchmark. Pensioenfonds Detailhandel is daar een voorbeeld van. Dat is een heel belangrijke stap, die laat zien dat pensioenfondsen echt een keuze hebben. Of misschien moet ik wel zeggen: een keuze moeten maken. En voor mij als adviseur wordt het door zulke pensioenfondsen veel makkelijker om tegen klanten te zeggen: je bent niet de enige die verandert.'

### Dat helpt.

**Van Bijleveld:** 'Ja, dat helpt echt. Onderschat dus niet de drijvende kracht die uitgaat van de voorloper. Maar goed, hoe vertaal je dat in een beleggingsstrategie? Ik noem twee mogelijkheden. Als je hoge verwachtingen hebt van ESG als een bron van rendement, dan ligt een actieve strategie voor de hand. Als je ESG vooral ziet als iets dat waarde toevoegt aan de samenleving als geheel en zorgt voor duurzaam haalbare economische groei, dus het meer benadert als een beta ding zozegd, dan zul je eerder een passieve strategie volgen.'

**Adu:** 'Daar wil ik heel graag op ingaan. Volgens mij is het niet langer een kwestie van actief versus passief, want ze sluiten elkaar op geen enkele manier uit. Alle fiduciaire beleggers aan deze tafel zijn uiteindelijk bezig met het bedenken van oplossingen voor de behoeftes van onze klanten. Waar ik grote kansen zie is in smart beta, alternatief gewogen indices met een sterke ESG-component. Dat in combinatie met producten die zeker ook een ESG-component hebben, maar daarnaast ook sterk gericht zijn op een hoger rendement, dat lijkt mij een sterke beleggingsstrategie. Welnu, de MSCI schat dat er op 30 juni 2018 voor 150 miljard dollar aan ESG-benchmarked assets was belegd, waarvan 10.7 miljard via ETF's. Naar schatting is dat 250 miljard in 2028. Om dat te bereiken, is het noodzakelijk dat we luisteren naar de zorgen van beleggers en zorgdragen voor een goedkoop, transparant investeringsvehikel.'

**Jankovic:** 'Daar ben ik het zeer mee eens. Wat ik zie is dat het steeds meer mogelijk wordt om op een verfijndere manier ESG in ETF's te verwerken, door de beschikbaarheid van data en doordat we de data alsmaar beter begrijpen, de mogelijkheid om tilts (een net iets andere weging dan een standaardindex) te gebruiken. Dus al met al, de klassieke passief-actief





## Engagement activiteiten aangaande ESG-onderwerpen is dé manier om ESG-integratie te stimuleren bij passief beleggen.

tegenstelling is achterhaald. Je kunt tegenwoordig met passieve instrumenten ontzettend veel doen.'

**De Berg:** 'Het kost tegenwoordig ook helemaal niet meer zoveel om je eigen modelportfolio te maken. Je gaat met je adviseur aan tafel zitten en op basis van je ideeën over investeren en ESG creëer je je eigen benchmark.'

**Roggeveen:** 'In de praktijk valt dat tegen, ben ik bang. Daar heb je toch wel een flinke omvang voor nodig.'

**De Berg:** 'Nee, dat is volgens mij niet het geval.'

**Van Bijleveld:** 'Het maken van je eigen index wordt inderdaad steeds goedkoper. Maar voor een kleiner mandaat is een fee van 50.000 euro toch nog steeds een flink bedrag.'

**De Berg:** 'Leiderschap is durven opstaan tegen de gevaren van groepsdenken, schrijft Margaret Heffernan in haar boek 'Wilful Blindness'. Durf je belemmerende overtuigingen en je blinde vlekken onder ogen te zien en een echte strategische keuze te maken? Een index is hieraan dienend en niet andersom. De tijd vraagt van ons om over onze 'peer group' druk van de 'MSCI-world' heen te stappen en leiderschap te tonen.'

**En is het nog nodig om een eigen index te laten bouwen? Als je het aanbod aan ETF's van de grootste partijen ziet, dan zit er altijd wel iets bij dat op zijn minst dicht in de buurt komt van wat je zoekt.**

**Jankovic:** 'Maatwerk is geen oplossing voor iedereen. We onderzoeken eerst wat klanten nodig hebben.'



## Wat is meerwaarde van een ETF ten opzichte van andere passieve instrumenten?

**Mars:** 'Wij zien de ETF als een transparante en efficiënte wrapper tegen lage kosten, die ook zeer geschikt is voor retailbeleggers. Ik vraag mij af of de lage rentestand een handicap is voor ESG-initiatieven. Het is lastig om een behoorlijk rendement te halen, de kosten moeten laag blijven en een product mag niet mislukken. Dat zou een rem kunnen zijn op innovatie van ETF's met een ESG-component. Het ESG-screenen van leningen en hier een goede index van maken, is gecompliceerder dan de ontwikkeling van een ESG-aandelenindex, omdat je hier onder andere te maken hebt met de kwaliteit van de leningen, de looptijd, enzovoort. Het belegt vermogen in ESG fixed income indices is dan ook maar een fractie van dat in aandelenstrategieën. Actief en passief.'

**Jankovic:** 'Ik denk dat het gebruik van fixed income ETF's gaat groeien. Obligaties zijn een groot onderdeel van portefeuilles. De overgang naar meer duurzame portefeuilles, waarbij ook ETF's als bouwstenen worden gebruikt, zal de komende jaren gaan versnellen.'



> **Edwin Mars** is sinds 2013 Senior Sales Manager voor de SPDR ETFs van State Street Global Advisors. In deze functie is hij verantwoordelijk voor positionering van oplossingen naar vermogensbeheerders en het distributiekanaal (banken) in Nederland. De groeiende behoefte aan verantwoord beleggen wordt intern gecommuniceerd, zodat product development hierop kan inspelen met passende strategieën/ETF's. Mars heeft bedrijfskunde gestudeerd en is onder andere werkzaam geweest voor ING Barings en Bank of America waar hij als equity dealer verantwoordelijk was voor het technology/financials handelsboek en later voor de handel in mid/smallcap aandelen.



> **Joris Roggeveen** is Senior Portfolio Manager bij Altis Investment Management, met een focus op index strategieën. Hij is verantwoordelijk voor (re)search, selectie en monitoring van vermogensbeheerders, het managen van institutionele klantportefeuilles en het onderhouden van klantrelaties. Hiervoor heeft Roggeveen bij ING gewerkt als beleggingsadviseur en bij het ING Investment Office als beleggingsanalist. Hij is geregistreerd bij het DSI als beleggingsanalist en institutioneel portfolio manager, en is een CAIA charterholder.

**Aan het begin van de discussie kwam het onderwerp van uitsluitingen voorbij. Van lichtgroen tot diepdonkergroen ESG-beleggen. Is er geen risico dat ESG-beleggen doorslaat, dat beleggers en asset eigenaren elkaar onder druk van de media opjutten in een race wie de groenste is?**

Anne Gram lacht als ze zelf als eerste haar vraag beantwoordt: 'Daar ben ik niet zo bang voor. Als je ziet in welk tempo het gaat.'

**Bleijenbergh:** 'Er is wel een risico van green washing.'

**Roggeveen:** 'Daar ben ik ook niet zo bang voor. Als je te radicaal bent in de ogen van je stakeholders, dan zullen ook je kosten en je tracking error toenemen. Dan verlies je te veel rendement en zul je dat moeten verantwoorden aan je deelnemers.'

**Tot slot het onderwerp 'engagement en passief beleggen'. Hoe verhouden die zich tot elkaar?**

**Jankovic:** 'Als ETF-belegger kun je geen individuele posities in de index verkopen. Dus engagement activiteiten aangaande ESG-onderwerpen is de manier om ESG-integratie te stimuleren

bij passief beleggen. De verantwoordelijkheid groeit met omvang. Wij hebben daar veel in geïnvesteerd met het aanstellen van een groot Investment Stewardship team. We proberen zo open mogelijk te zijn over de investment stewardship aanpak, met omschrijvingen van de engagement prioriteiten.'

**Mars:** 'Ik ben het met je eens. Passieve beleggers kunnen actief betrokken zijn bij bedrijven. Meer nog dan actieve beleggers die de aandelen of obligaties van een bedrijf verkopen dat hun niet meer bevalt. Indexbeleggers zijn vaak voor de lange termijn verbonden aan een bedrijf en kunnen zeker hun stem laten horen.'

**Jankovic:** 'Laat ik daarmee afsluiten. Als een passieve investeerder kun je veel actieve invloed uitoefenen.'

**De overgang naar meer duurzame portefeuilles, waarbij ook ETF's als bouwstenen worden gebruikt, zal de komende jaren gaan versnellen.**

## CONCLUSIE

ESG is aan een enorme opmars bezig. Nederland en Scandinavië zetten de trend, maar zijn verre van alleen. Een volledige consensus over wat ESG wel en niet is, bestaat nog niet, maar de contouren worden steeds duidelijker. Er zijn regionale verschillen in de populariteit van ESG en in onderwerpen die belangrijk worden gevonden. De ESG-obligatiemarkt ligt nog redelijk braak, maar de experts aan deze tafel verwachten een inhaalslag. Wat ook opviel, was dat het verschil tussen actief en passief beleggen steeds betrekkelijker wordt, in meerdere opzichten. Een eigen index creëren wordt steeds goedkoper.

Belangrijk is goed na te denken over wat je nu precies wilt met ESG, en waarom je het wilt, voordat je er als belegger instapt. Van asset managers zal steeds meer een integrale visie worden gevraagd. Klanten vragen daar nadrukkelijk om. Met een paar aardige producten redden zij het niet meer. Engagement via dialoog en overtuiging zijn belangrijk, evenals stemgedrag. Pensioenfondsen met durf, die niet veilig de MSCI World Index volgen, maar durven af te wijken, hebben een belangrijke voortrekkersrol. En ook als passieve belegger kun je invloed uitoefenen op bedrijven.



DOOR RAPHIE HAYAT, CFA, LID VAN DE COMMISSIE OPLEIDING VAN CFA SOCIETY  
VBA NETHERLANDS

# COLUMN

## De verschillende gezichten van China

Op 21 maart kwamen 250 beleggingsprofessionals bijeen in het Okura hotel in Amsterdam voor het Annual Dinner van CFA Society VBA Netherlands. Het onderwerp was China, een land waar de meningen nogal over uiteenlopen.

China is belangrijk. Dat het een van de grootste en snelst groeiende economieën van de wereld is, daar zijn de meeste mensen het over eens. Maar daar eindigt de consensus wel een beetje. Hoe hoog en hoe houdbaar is de Chinese groei? Welke risico's kleven er aan investeren en zakendoen in China en kan China de zogenoemde 'middeninkomensval' ontlopen? Allemaal vragen die afhankelijk van wie je de vraag stelt, op verschillende wijzen beantwoord zullen worden.

Zo ook bij het Annual Dinner, waar alle drie de sprekers experts zijn op het gebied van China. Namelijk Guy Verberne (hoofdeconoom van PGGM), dr. Linda Yueh (econome, professor en schrijfster) en Michael Every (hoofd van Financial Markets Research Asia-Pacific bij Rabobank). Verberne opende de avond met een grafiek die de razendsnelle groei van het Chinese inkomen per hoofd liet zien in de afgelopen 30 jaar en vroeg zich af of China zou kunnen doorgroeien tot een land met een middeninkomensniveau. Yueh antwoordde daar een 'ja mits' op.

Yueh beargumenteerde dat de Chinese economische groei, lang (voor een belangrijk deel) gedreven door 'laaghangend fruit' als investeringen in vastgoed, infrastructuur en door bevolkingsgroei, in de toekomst toch echt zou moeten komen van menselijk kapitaal en technologie. Dat laatste vereist structurele en diepgaande hervormingen, bijvoorbeeld op het gebied van de kwaliteit van onderwijs. Als anekdote haalde Yueh aan dat er opleidingen zijn in China waar je bij wijze van spreken kunt afstuderen als fashion designer door niet veel meer te doen dan het maken van foto's van kleding. Hier zal vast een nuance op zijn, maar de

essentie van wat Yueh hier probeert te zeggen, is dat Chinese onderwijsinstellingen hun studenten niet de nodige kennis en kunde geven om een wezenlijke bijdrage te leveren aan de economie. China zou inderdaad kunnen doorgroeien tot een land met een gemiddeld inkomensniveau dat vergelijkbaar is met de meeste ontwikkelde economieën, maar alleen als het structurele hervormingen doorvoert.

Every wees vooral op de risico's van investeren in en zakendoen met China. Zo is er de grote schuldenlast van zowel Chinese huishoudens, de overheid als private ondernemingen. Deze schuldenlast komt niet volledig terug in de officiële statistieken. Deels omdat het niet precies bekend is wat voor bedrag aan schulden de Chinese overheid aan (publieke) bedrijven garandeert en deels omdat schulden van private ondernemingen verborgen zitten onder een web van tegengaranties tussen bedrijven.

Bovendien waarschuwde Every voor mogelijke bubbelvorming in de aandelen- en vastgoedmarkt, voor een eventueel alsnog escalerende handelsoorlog met de VS en voor een mogelijke (forse) depreciatie van de Chinese munt.

Al met al uiteenlopende visies en geen makkelijke antwoorden dus. Maar wel karakteristiek voor de fundamenteel onzekere wereld waarin we leven. Één ding durven we wel met enige zekerheid te zeggen: de deelnemers aan het Annual Dinner van CFA Society VBA Netherlands hebben naast een smaakmakend diner ook een smaakmakende visie gekregen op China... «

# Investeer óók in een leefbare toekomst

DOOR JOLANDA DE GROOT

Financial Investigator stelde Anne Gram, onafhankelijk deskundige, lid en adviseur van pensioenfondsbesturen, beleggingscommissies en Raden van Toezicht, een aantal vragen over maatschappelijk verantwoord beleggen.

## **Hoe bepaal je wat je als institutionele belegger met Maatschappelijk Verantwoord Beleggen moet?**

'Pensioenfondsen zijn grote spelers op de internationale markten. Daardoor kunnen zij veel invloed uitoefenen, meer dan men zich soms realiseert. Als institutionele beleggers zich bewust zijn van de sturende kracht van geld, is een logische vervolgstap te bepalen hoe je hiermee invloed uit wilt oefenen, naast het puur behalen van een financieel rendement. Dat kan immers op veel verschillende manieren. Hier gaat Maatschappelijk Verantwoord Beleggen (MVB) spelen: als belegger kun je de keuze maken om kapitaal te verstrekken aan bedrijven die een bijdrage

leveren aan een duurzame samenleving of juist aan bedrijven die geen bijdrage leveren. Via hun beleggingen verstrekken pensioenfondsen kapitaal aan bedrijven en overheden voor bijvoorbeeld fabrieken, plantages of nieuwe technologieën. Deze activiteiten kunnen bijdragen aan het bestrijden van ondervoeding en het versterken van ecosystemen, maar ook aan het schenden van mensenrechten en aan milieuvervuiling. Dus enerzijds gaat de 'intrinsieke' motivatie bij fondsen leven, anderzijds is het ook zo dat de maatschappij en toezichhouders steeds meer bedrijven en financiële instellingen verantwoordelijk houden voor hun bijdrage aan onze toekomstige samenleving.'

## **Waar staan wij nu in dat proces?**

'Veel pensioenfondsen zitten in het proces van het formuleren of herijken van hun MVB-beleid. Veel fondsen kiezen aan de hand van de Social Development Goals (SDGs) hun aandachtsgebieden: die geven een concreet houvast en een focus voor het beleid dat bij de identiteit van het fonds past. Waar het kiezen van thema's of speerpunten een fonds kan helpen om eerste stappen te zetten, 'ontslaat' dit logischerwijze een fonds er niet van om duurzaam regie te voeren op de hele portefeuille.

Het MVB-beleid begint vaak bij de tien principes van de UN Global Compact, gericht op naleving van fundamentele arbeidsnormen, elementaire mensenrechten, zorg voor het milieu en het tegengaan van corruptie. Alle pensioenfondsen hebben ook beleid gericht op uitsluiting van investeringen in controversiële wapens, zoals antipersoonsmijnen, clustermunitie, kernwapens, alsmede biologische en chemische wapens. Maar pensioenfondsen hebben

**Als institutionele beleggers zich bewust zijn van de sturende kracht van geld, is een logische vervolgstap te bepalen hoe je hiermee invloed uit wilt oefenen.**

Foto: Archief Anne Gram



**Het 'check-the-box' gevaar ligt op de loer wanneer bijvoorbeeld mechanisch wordt uitgesloten op basis van ESG-Ratings: wordt er uitgesloten om maar te kunnen zeggen dat er aan uitsluiting gedaan wordt of om daar écht iets mee te bereiken?**

nauwelijks beleid op het gebied van controversiële wapenhandel en op belangrijke maatschappelijke thema's als dierenwelzijn, biodiversiteit of volksgezondheid, evenals beleid voor investeringen in risicosectoren als de mijnbouwsector en olie- en gasector. Veel pensioenfondsen willen wel al investeren in duurzame vormen van energie en nemen stappen om de vastgoedportefeuilles te verduurzamen. Maar in het algemeen moet het duurzaamheidsbeleid rondom bijvoorbeeld woningen en vastgoed en andere sectoren die een grote impact hebben op het klimaat, nog meer body krijgen.

Ook kunnen de doelstellingen concreter geformuleerd worden, bijvoorbeeld: 'In 2025 de CO<sub>2</sub>-uitstoot van de beleggingen halveren' of 'in 2030 CO<sub>2</sub>-neutraal' zijn. Daarbij hoort uiteraard het meten van en rapporteren over de broeikasgasemissies van beleggingen.

Veelal richt men zich op het proces: middels bijvoorbeeld 'engagement' wordt de dialoog met bedrijven aangegaan, en wordt er vooralsnog minder bij het 'wat' stilgestaan: waarover gaat men in gesprek?! Het 'check-the-box' gevaar ligt op de loer wanneer bijvoorbeeld mechanisch wordt uitgesloten op basis van ESG-Ratings: wordt er uitgesloten om maar te kunnen zeggen dat er aan uitsluiting gedaan wordt of om daar écht iets mee te bereiken? Dit verdient in ieder geval aandacht.'

**Er wordt verschillend gedacht over de relatie tussen MVB en rendement. Hoe kijkt u hiertegen aan?**

'Inmiddels is uit onderzoek en ervaringen duidelijk gebleken dat maatschappelijk verantwoord beleggen in ieder geval geen rendement hoeft te kosten en vermoedelijk juist een positief effect op het risico-rendementsprofiel van beleggingen kan hebben.

Ik ben ervan overtuigd dat een gunstigere risico-rendementsverhouding te realiseren is door ESG-factoren mee te nemen in beleggingsbeslissingen. Het meest manifest wordt dat uiteraard voor de 'E' van environment. Klimaatontwrichting is vermoedelijk het grootste risico waar wij als mensheid, en als beleggers, mee te maken hebben: het adresseren hiervan is dus ook vanuit risicobeheersing een must. Zoals DNB het ook aangeeft,

Figuur 1: Sustainable Development Goals



Bron: [www.sdgnederland.nl](http://www.sdgnederland.nl)

zullen beleggers met zowel transitierisico's als met het risico van stranded assets te maken krijgen. Als deze risico's niet worden meegenomen, zal het logischerwijze ook ten koste gaan van het rendement.

Ook wat betreft 'social' en 'governance' kunnen zowel risico- als rendementsoverwegingen een bijdrage leveren aan het resultaat in de breedste zin.'

**Wat is de grootste uitdaging bij MVB beleggen en hoe voorkom je onnodige complexiteit?**

'Op dit moment zie ik een uitdaging voor pensioenfondsen om onder andere hun beleid te vertalen naar concrete doelen. 'Iedereen' is nu met MVB-beleid bezig, mede doordat Nederlandse pensioenfondsen volgens de Nederlandse Pensioenwet verplicht zijn om in hun jaarverslag verantwoording af te leggen over de gevolgen van hun investeringsbeslissingen op het gebied van milieu, klimaat en mensenrechten en hun deelnemers te betrekken bij de keuzes die worden gemaakt in het verantwoord beleggingsbeleid. Deze ontwikkeling is heel positief, maar voorkomen moet worden dat het meer tot een soort check-the-box of window-dressing verwordt. Dat vanuit een defensieve reactie schoorvoetend invulling wordt gegeven aan MVB-beleid. Denk positief: hoe kunnen wij het denken en handelen naar een volgend level brengen? Hoe kunnen wij het beste een bijdrage aan onze deelnemers, aan onze bedrijven en aan ons land leveren? Los van het feit dat wij nu natuurlijk ontzettend hard aan het werk moeten om een milieu- en klimaatrap, die onze wereld en levenswijze fundamenteel kan veranderen, te voorkomen, ben ik ervan overtuigd dat er ook hierdoor juist voor investeerders mogelijkheden ontstaan.'

**Wat zijn de grootste verschillen tussen actief en passief beleggen als het gaat om MVB-proof beleggen?**

'Omdat MVB fundamenteel raakt aan de afweging waar wel en niet in te beleggen, zal een herijkt ESG-beleid veelal tot aangepaste benchmarks leiden. De samenstelling van deze



Foto: Roger Cremers Fotografie

benchmarks c.q. beleggingsuniversa is cruciaal. In de traditionele 'semantiek' refereert 'actief/passief' vooral aan de implementatiewijze van een gegeven benchmark en werd de keuze ten aanzien van de benchmarksamenstelling minder belicht in die discussie. Feitelijk kan de samenstelling van een benchmark ook als een actieve dan wel bewuste keuze worden gezien, wat veel meer impact heeft dan de actief/passief afweging bij de implementatie van security selection. Zo kunnen overigens ook factor benchmarks als actief worden beschouwd. Dus de actief/passief discussie raakt wat op de achtergrond, temeer omdat de lange horizon van pensioenfondsen het conceptueel juist mogelijk maakt om eventueel de benchmark wat meer los te laten. Wees je er in ieder geval bewust van dat de samenstelling van de benchmark dan wel het universum ook kwalitatieve elementen zal behelzen, mede omdat een mechanische constructie van een universum lastig de ESG-doelstellingen van het fonds zal vangen. ESG-ratings

**Klimaatontwrichting is vermoedelijk het grootste risico waar wij als mensheid, en als beleggers, mee te maken hebben: het adresseren hiervan is dus ook vanuit risico-beheersing een must.**

## Op dit moment zie ik een uitdaging voor pensioenfondsen om hun beleid te vertalen naar concrete doelen.

hebben immers ook kwalitatieve en dus 'actieve' elementen. Een belangrijke overweging omtrent de traditionele actief/passief discussie is het belang van kosten: zekere, hoge kosten gaan direct ten koste van het rendement. Een vaak niet gerealiseerde outperformance weegt doorgaans niet op tegen deze hogere kosten. Het streven naar lage kosten is dus altijd relevant, maar kan ook op andere manieren worden gerealiseerd, bijvoorbeeld door lagere omzetten, denk aan een 'buy-and-hold'- benadering. Doelen concreet formuleren en zorgen dat deze in een beleid vertaald worden, gaat dus voor en verder dan implementatieoverwegingen.'

### Talk is cheap. Wat kunnen institutionele beleggers doen op het vlak van MVB-beleggen?

'Nogmaals, door de sturende kracht van geld in te zetten, kunnen pensioenfondsen bijdragen aan een duurzame wereld. Noblesse oblige. De maatschappelijke impact van het grote Nederlandse pensioenkapitaal moet niet onderschat worden.

Er is op dit moment een verschuiving gaande: waar veel pensioenfondsen voorheen sec op het financiële rendement stuurden, erkennen ze nu dat de waarde van de toekomstige pensioenen mede wordt bepaald door de leefbaarheid van de wereld.

De manier waarop wij de wereld tot zover hebben ingericht, is niet meer houdbaar. Hierdoor zijn zowel de ecologische als sociale en financiële systemen kwetsbaar. Wij moeten zorgvuldiger omgaan met grondstoffen, mensen en klimaat om niet ten onder te gaan. Heel direct: als voedsel en water schaars worden door verontreiniging en klimaatontwrichting zal meer van het pensioen opgaan aan basisbehoeften, en dan hebben wij het nog niet eens over echte tekorten (aan bijvoorbeeld voedsel). Als het poolijs smelt, zullen wij meer geld aan dijkversterking moeten besteden, lees: meer belasting moeten betalen, lees: een lager besteedbaar inkomen overhouden. En deze effecten hebben alleen maar betrekking op de koopkracht. Gevolgen voor de gezondheid (meer astma, hart en vaatziekten) door verontreiniging laten we dan nog buiten beschouwing. En wat te denken van economische en sociale destabilisatie door aanzwellende migratiestromen van klimaatvluchtelingen? De klimaatontwrichting zal de grootste impact hebben in landen waar nu al armoede heerst, zoals Sub-Saharan Africa. Die mensen kunnen straks niets meer verbouwen en zullen begrijpelijker wijze hun heil elders zoeken, en komen naar Europa.'

Veel redenen dus om serieus aan de slag te gaan. «



DOOR THIJS JOCHEMS, ADVISEUR EN PRIVATE INVESTOR

# COLUMN

## Passief beleggen en 'The Big Five': kiest u bewust?

**Wat is risico? De kans dat je niet krijgt wat je verwacht. Wij hebben het sterke vermoeden dat bij de beslissing, 'wel of niet' passief beleggen, lang niet alle risico's en 'opportunity' kosten zijn meegenomen.**

Hierbij een korte beschouwing ten aanzien van de vraag in hoeverre 'The Big Five', dat zijn de vijf langdurige, structurele veranderingen waar onze wereld nu midden in zit, namelijk globalisering, de innovatiegolf, verstedelijking, demografie en ESG/climate change, impact hebben op de risico's en kosten van passief beleggen.

Het idee om passief te beleggen, is gebaseerd op de heersende mening in de financiële industrie dat actief management alleen loont in inefficiënte markten. Daarnaast is het algemene sentiment dat de meerderheid van de actieve managers geen outperformance laat zien. Bovendien zijn de outperformers niet een consistente groep. Waarom dan extra kosten maken voor actief beheer?

Het draait om de betekenis die gegeven wordt aan de begrippen kosten en risico's. Marktindices waarin passief wordt belegd, bestaan uit de grotere, gevestigde bedrijven. Bij passief beleggen wordt risico gedefinieerd als de afwijking van de gekozen index. Kosten zijn de basispunten die men betaalt voor het 'tracken' van de index. Maar zijn dit ook de relevante kosten en risico's?

Feit is dat 'The Big Five' een verregaande impact hebben op de samenstelling en omvang van economische groei en winstgroei. Ter illustratie twee verschijnselen. Uit cijfers van het US BLS (Labour Statistics) blijkt dat gepensioneerden na hun pensioen gemiddeld 22% minder besteden en dat de samenstelling van hun bestedingen drastisch verandert. Lees 'bestedingen worden minder', behalve voor gezondheidszorg. In het 'Future of Jobs Report 2018' van het World Economic Forum kunnen we lezen dat het percentage van banen dat door robots wordt vervuld, stijgt van 29% in 2018 naar 52% in 2025 (!). Dit soort ontwikkelingen hebben

grote impact op de samenstelling en omvang van de consumptie, de belangrijkste bestedingscomponent van het Nationaal Inkomen. De snelheid waarmee dit plaatsvindt, heeft gevolgen voor de manier waarop wij beleggen.

Bij het selecteren van een relevante index worden keuzes gemaakt ten aanzien van wegingen van landen, sectoren, ESG-aspecten en dergelijke. Wat opvalt, is dat bij de selectie van indices waarin passief belegd wordt, zelden wordt meegenomen dat de wereld dusdanig snel verandert dat marktindices weleens sterk kunnen afwijken van de beoogde exposures van institutionele beleggers. Neem Emerging Markets. Daarin wordt belegd vanwege de hogere verwachte winstgroei. Echter, vele indices in Emerging Markets representeren maar in beperkte mate de onderliggende economie. In Peru schijnt de index maar 31% van de onderliggende economie te representeren. In China wordt de marktkapitalisatie overwegend gevormd door 'old economy'-bedrijven die ook nog grotendeels staatsbedrijven zijn, die notoir slechte rendementen op assets halen. Ofwel, de groei van de consumenten in China zit daar maar mondjesmaat in. Ook de te verwachten sterke groei van nieuwere trends als renewable energy, life sciences, media, digitale platforms voor distributie en de disrupties die daarmee gepaard gaan, zijn nog maar beperkt vertegenwoordigd in de marktindices. En niet alleen in Emerging Markets.

Passief beleggen, sterk 'geframed' door de beperkte definities van kosten en risico, doet vaak geen recht aan de 'opportunity-kosten' die gepaard gaan met de snelheid waarmee de veranderingen als gevolg van 'The Big Five' plaatsvinden. Het risico dat u, door passief beleggen, uiteindelijk belegt in een wereld die afwijkt van het wereldbeeld dat u zelf heeft, neemt bij de huidige versnelling in ontwikkelingen toe. «

# Reconciling Responsible Investing with Passive Management

BY GERT-JAN VERHAGEN, HEAD OF ETF, INDEXING & SMART BETA BUSINESS BENELUX AT AMUNDI

Responsible investing is becoming increasingly popular and investors more demanding. To better answer investors' needs, asset managers now implement ESG criteria in active but also in passive strategies.

## Defining responsible investment

How can ESG levers be applied to indexing management? Does it mean integrating Environmental, Social and Governance (ESG) factors into a screening process? Or should companies like arms manufacturers be avoided? And what duties do investors have as responsible stewards of their assets? Any commitment to this style of asset allocation requires a clear investment philosophy. A good starting point is to evaluate companies systematically using

a rating system based on ESG criteria. This can be implemented for publicly listed companies as well as corporate bond issuers. For example, a company's impact on its environment should be assessed to determine if it is actively managing the risks associated with climate change. How well a company manages its staff and its clients also needs to be analysed as well as evaluating its corporate processes to determine if it is well governed. Mapping these factors enables an investor to determine which businesses are likely to be sustainable over the long-term. These complementary metrics give greater insight than financial metrics alone. Investors can also use their voting rights to act responsibly on their assets. But how can these levers be applied to indexing management?

## Applying SRI to index investing

Contrary to conventional wisdom, index management is compatible with responsible investment. The first stage is the voting policy. Amundi has a dedicated team which votes on behalf of its clients for all its passively and actively managed products. The firm's size and scale makes it an effective influencer. The next stage is to systematically screen individual stocks for ESG characteristics. This is now possible because there are far more data on ESG today than there were some years ago. Companies from around the world can be screened against a broad variety of characteristics. As a result, index providers can now respond to investor demand by producing more

*Despite its popularity, responsible investing is still complex to define.*

sophisticated indices. For example, MSCI has used its large ESG data services to develop its SRI index range. This has been selected by Amundi as a benchmark for its equity (MSCI US SRI, MSCI Europe SRI, MSCI World SRI and MSCI Emerging Markets SRI indices) and fixed income SRI ETF range. The methodology of the MSCI SRI index family is designed to exclude those stocks which are known as 'ESG controversies'. That includes those firms which are in breach of international norms such as the UN Global Compact. The benchmark also excludes stocks participating in 'controversial activities' such as manufacturers of civilian fire arms, conventional weapons, gambling, genetically modified organisms, nuclear power, tobacco, alcohol, thermal coal or adult entertainment. The remaining stocks are only included in the index if they have a minimum ESG rating, which is determined by systematically screening against these criteria. Once this screening has been carried out, each sector will be reconstructed using only 25% of the stocks of each individual universe by selecting those with the best ESG score. As a result, the index narrows the investable universe down to around 400 stocks from a total of 1,600 in the case of the MSCI World universe.



GERT-JAN VERHAGEN



Figure 1: MSCI SRI Index methodology - the highest level of ESG selection

<b>STOCK UNIVERSE</b>		The constituents of the MSCI Global Investable Market Indexes
<b>ELIGIBILITY</b>		The MSCI SRI Indexes use company ratings and research provided by MSCI ESG Research to determine eligibility for index inclusion.
<b>EXCLUSION</b>	ESG Controversies	Red Flag
		Controversial Weapons
	Controversial Activities	<p>Business activities excluded from the MSCI SRI Indexes:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Civilian Firearms</li> <li>• Tobacco</li> <li>• Alcohol</li> <li>• Adult Entertainment</li> <li>• Conventional Weapons</li> <li>• Gambling</li> <li>• Genetically Modified Organisms</li> <li>• Thermal coal</li> <li>• Nuclear Power</li> </ul> <p>For further information on tolerance levels, please consult the MSCI SRI Indexes Methodology document available on <a href="http://www.msci.com">www.msci.com</a></p>
<b>SELECTION</b>	Min ESG Rating	"B" - "A" (new constituents)
	Min ESG Controversy score	"4" (new constituents)
	Stock Selection	25% of each sector with the best ESG score

Source: MSCI September 2018

## Investing responsibly in corporate bonds

It's possible to apply similar investment criteria to corporate bond indices. Not only does this make sense as it helps identify more specific factors which could have an impact on a company's credit risk, it also allows investors to take a consistent approach across their portfolio. Amundi's SRI ETF range includes two bond ETFs, namely on Bloomberg Barclays MSCI US Corporate SRI and Bloomberg Barclays MSCI Euro Corporate SRI Index. These benchmarks combine Bloomberg's and Barclays' expertise in corporate indices with MSCI's ESG research capabilities. They offer a way to invest responsibly in the corporate market both in Europe and in the US. Like the MSCI SRI equity counterparts, these indices do not invest in companies involved in alcohol, civilian firearms, gambling, military weapons, nuclear power, tobacco, thermal coal, adult entertainment and genetically modified organisms.

They also incorporate an additional 'controversial activities' and a minimum

## Contrary to conventional wisdom, index management is compatible with responsible investment.

ESG score filter. This produces a socially responsible investment in corporate bonds, which, despite excluding stocks, has a very low level of tracking error compared to reference benchmarks. This makes it possible to use these ETFs as a core allocation.«

**Responsible Investment – a growing demand.**

**Defining responsible investment.**

**Applying SRI to index investing.**

**Investing responsibly in corporate bonds.**

Important information: This document is not intended for citizens or residents of the United States of America or to any "U.S. Person", as this term is defined in SEC Regulation S under the U.S. Securities Act of 1933. The "US Person" definition is provided in the legal mentions of our website [www.amundi.com](http://www.amundi.com).

Investors are subject to the risk of loss of capital. Promotional & non-contractual Information which should not in any way be regarded as investment advice, an investment recommendation, a solicitation of an investment offer, or a purchase of any financial securities. The accuracy, completeness and relevance of the information, forecasts and analyses provided are not guaranteed. They have been prepared from sources considered reliable and may be altered without prior notice. The information and forecasts are inevitably partial, provided on the basis of market data observed at a particular moment, and are subject to change. This document may contain information from third parties that do not belong to Amundi ("Third Party Content"). Third Party Content is provided for information purposes only (for illustration, comparison, etc.). Any opinion or recommendation contained in Third Party Content derives exclusively from these third parties and in no circumstances shall the reproduction or use of those opinions and recommendation by Amundi AM constitute an implicit or explicit approval by Amundi AM. Information reputed exact as of November 2018. Reproduction prohibited without the written consent of the Management Company. Amundi ETF designates the ETF business of Amundi Asset Management. This Document was not reviewed/ stamped/ approved by any Financial Authority. Amundi ETF funds are neither sponsored, approved nor sold by the index providers. The index providers do not make any declaration as to the suitability of any investment. A full description of the indices is available from the providers. This document may not be distributed to any person other than the person to whom it is addressed without the express prior consent of Amundi. Amundi Asset Management, French "Société par Actions Simplifiée" - SAS with capital of €1,086,262,605 - Portfolio Management Company approved by the AMF (French securities regulator) under no. GP 04000036 - Registered office: 90 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France. 437 574 452 RCS Paris.

# DE WEDLOOP VAN ONS LEVEN IN EEN NOTENDOP (REVISITED)

Door Jeremy Grantham

**Dit is het verhaal over koolstofdioxide en homo sapiens. Een verhaal dat slecht dreigt af te lopen als we niet snel in actie komen.**

Zonder koolstofdioxide zou de temperatuur op aarde min 25°C zijn – een bevroren bal zonder leven, behalve misschien wat bacteriën. De cruciale 200 tot 300 deeltjes koolstofdioxide per miljoen<sup>1</sup> hebben ons van die bevroren toestand naar de mooie, aangename wereld van vandaag gebracht. CO<sub>2</sub> is dus een opmerkelijk effectief broeikasgas.

De beroemde grafiek zoals weergegeven in Figuur 1 kent u wellicht van Al Gore. Het laat zien dat de atmosfeer van de aarde honderdduizenden jaren tussen de 180 (ijstijden) tot 300 (interglaciaal) deeltjes koolstofdioxide per miljoen bevatte. In 1950 stonden de koolstofdioxidegehalten aan de top van dit historische bereik, klaar om de komende duizenden jaren naar een nieuwe ijstijd te glijden. Maar toen voegden we nóg eens 120 deeltjes per miljoen extra toe. In slechts zeventig jaar; een dramatisch en roekeloos experiment.

De komende decennia laten we het CO<sub>2</sub>-niveau doorstijgen, met naar verwachting nog eens 120 deeltjes per miljoen. Het verschil tussen een ijstijd en een interglaciaal is dan verdrievoudigd, en hopelijk niet meer dan dat. Maar de technologie schrijdt gelukkig voort, ook in de grote strijd tegen het broeikas-effect. Over 80 jaar zijn we waarschijnlijk volledig fossielvrij. Gebrek aan groene energie zal dan geen probleem meer zijn. De pijnlijke waarheid is echter dat we tientallen jaren hebben verspild sinds we weten dat de mens verantwoordelijk is voor klimaatverandering. We veranderen

zó langzaam dat het tegen de tijd dat onze economie fossielvrij is, op aarde al 2,5 tot 3°C warmer zal zijn. Met alle gevolgen van dien.

Van alle terreinen die worden geraakt door klimaatverandering, vormt landbouw het grootste probleem. Het gaat om twee afzonderlijke effecten, waarvan één onmiddellijk: toegenomen droogte, meer overstromingen en een hogere temperatuur verslechteren de jaarlijkse oogsten. Daarnaast is er een permanent effect op de langere termijn: een hogere temperatuur zorgt voor meer waterdamp in de atmosfeer. Dit leidt tot aanzienlijk meer zware stortbuien, die bodemerosie veroorzaken. Er zijn schattingen dat er, afhankelijk van de plek op aarde, nog maar 30 tot 70 goede oogstjaren over zijn. Als we niet snel radicaal veranderen, is er daarna simpelweg te weinig goede landbouwgrond meer over. Maar zo'n verandering gaat in de conservatieve landbouwsector decennia duren, en een start is nog nauwelijks gemaakt. Ondertussen hebben we een groeiende bevolking te voeden.

Landbouw draagt de zwaarste consequenties van klimaatverandering, terwijl



Jeremy Grantham

## CV

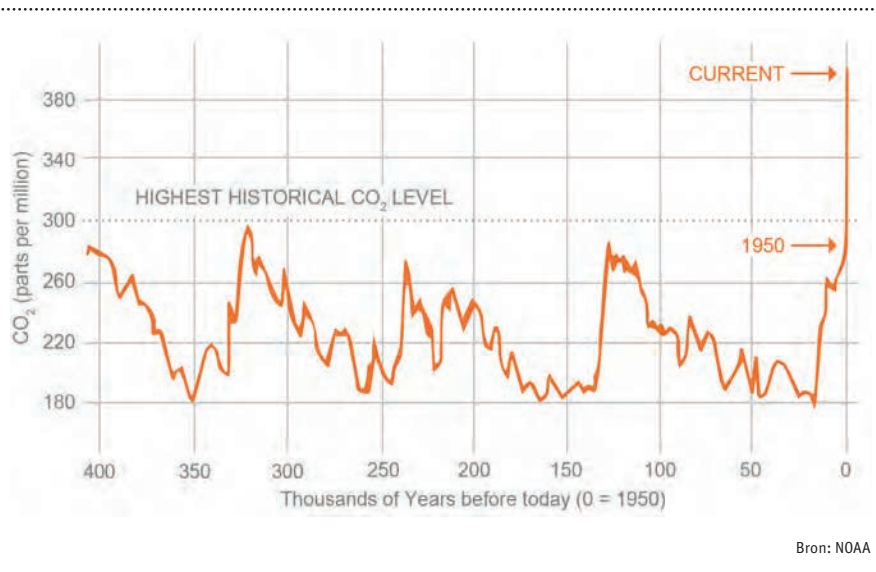
Jeremy Grantham is medeoprichter van institutioneel vermogensbeheerder GMO. Onlangs kondigde Grantham aan 98% van zijn privévermogen te doneren aan The Grantham Foundation, een stichting die wereldwijd academisch klimaatonderzoek en klimaatprojecten financiert.

juist landbouw de sleutel is tot ons toekomstige succes of falen. Maar helaas is dit niet het enige probleem rondom klimaatverandering. Ook kapitalisme is dat, omdat het geen oog heeft voor de zeer lange termijn. Grote ondernemingen zijn niet geïnteresseerd in gebeurtenissen die zich voordoen over 25 jaar of later. In die logica hebben kleinkinderen geen waarde. Bedrijven gaan ook slecht om met externe factoren. Daardoor ontbossen we ons land, putten we onze bodem uit, vervuilen en verkwisten we ons water en behandelen we onze lucht als een open riool. Al deze zaken zijn niet terug te zien op de balans- en resultatenrekening van ondernemingen. Erger nog, elk verstandig beleid wordt tegengewerkt door fossiele energiebedrijven en hun bondgenoten, met goed gefinancierde programma's om de politiek en de publieke opinie te beïnvloeden. Dat gebeurt vooral in de Engelssprekende olieproducerende landen – de VS, het VK en Australië. Klimaatverandering kan alleen worden aangepakt door regeringen die leiderschap tonen en voor regelgeving zorgen. Er is geen andere weg. Maar de VS kent momenteel een regering die zich slechts richt op het eigen landsbelang en de kortetermijnwinsten van ondernemingen.

### BELEGGEN EN HET MILIEU

Er zijn enorme investeringen nodig om de klimaatverandering het hoofd te bieden. Wij zijn ervan overtuigd dat bedrijven die zich richten op het beperken van en aanpassen aan klimaatverandering, uitstekende beleggingsmogelijkheden kunnen bieden. Nu de kosten voor wind- en zonne-energie én voor energieopslag dalen, bereiken we een omslagpunt waar hernieuwbare energie steeds concurrerender wordt ten opzichte van fossiele bronnen, zelfs zonder subsidies. Dit zal de overgang naar een schone energiewereld stimuleren en tot een sterke groei leiden van de betrokken economische sectoren. Met onze portefeuille gericht op klimaatverandering proberen we, met een beetje voorsprong op de markt, de krachtige maar gecompliceerde ontwikkelingen in de

Figuur 1: Historische CO<sub>2</sub>-niveaus (reconstructie uit ijskernen)



energietransitie te begrijpen. Het zal niet verbazen dat die portefeuille zich vooral richt op schone energie, grondstoffen zoals koper (dat vijf keer meer wordt gebruikt in elektrische auto's dan in auto's met verbrandingsmotoren) en ondernemingen die zich richten op energie-efficiëntie. Tot slot bestaat ongeveer 20% van de portefeuille uit landbouw-gerelateerde beleggingen.

De wedloop waarin we zijn verwickeld, gaat om meer dan het beschermen van onze beleggingsportefeuilles tegen klimaatverandering en stranded assets. Dat is nog het makkelijkst van alles. Portefeuillebeheerders die ook menselijk zijn, hebben een veel belangrijkere taak. De wedloop gaat niet alleen om het beschermen van onze portefeuilles, of om het beschermen van onze kleinkinderen. Het gaat om het redden van onze soort. Dus we moeten aan de slag.

### LEIDERSCHAP

Mensen hebben altijd moeite gehad om verstandig om te gaan met ontwikkelingen op de lange termijn. Dat geldt ook voor de bedreigingen die ons nu langzaam besluipen: klimaatverandering, bevolkingsgroei, toenemende milieuvuiling en de impact van deze drie zaken op ons toekomstige vermogen om de 11 miljard mensen te voeden die in het jaar 2100

onze aarde zullen bevolken. De problemen versnellen zich nu tot een ware crisis.

Ondanks verrassend snelle technologische vooruitgang op het gebied van duurzame energie, hebben we de laatste decennia terrein verloren en tijd verspild, vooral in de laatste jaren. We moeten een manier vinden om het beter te doen. We moeten onze technologische kracht verder versterken en onze neiging tot wishful thinking bestrijden. We moeten stoppen met het ontkennen van hinderlijke langetermijnproblemen. We moeten vooral ook inspirerend leiderschap vinden. Zonder dat leiderschap is onze wedloop tegen klimaatverandering – misschien wel de belangrijkste strijd in het bestaan van onze soort – waarschijnlijk niet te winnen. We hebben dus het beste leiderschap nodig en alle wetenschap en technologie die we hebben. Daarnaast moeten we allemaal hard aan het werk. En dan nog hebben we een flinke portie geluk nodig om deze strijd te winnen. Het is echt de wedloop van ons leven. «

1 Het aantal moleculen CO<sub>2</sub> per miljoen andere moleculen in de lucht.

Dit artikel is geschreven door Jeremy Grantham, medeoprichter GMO.

# INVESTING WITH CLIMATE CHANGE IN MIND

By Henrik Wold Nilsen

Despite public statements supporting the Paris Agreement, many asset managers have increased investment in coal. In this article, we look at how investors can help make the planet great again.

InfluenceMap, a non-profit organisation, recently reported that the world's 15 largest investors (with a combined \$ 40 trillion of assets under management) have grown their holdings of thermal coal reserves by an average 20% since the 2015 Paris Agreement. This dramatic increase – some have more than doubled their exposure – has come despite many of the same asset managers claiming publicly that climate change represents a growing risk to investment returns.

To be consistent with the IPCC's objectives, in December 2018 we announced an acceleration of our coal

divestment strategy. We have excluded companies that derive over 30% of their revenues from coal since 2013 and intend to reduce this threshold by 5% every second year, to divest fully from coal by 2026.

There are now few who question the urgency of reducing our carbon emissions and dependency on fossil fuels. In an increasingly short-termist world, pension savings represent a truly long-term project and it is essential that those who manage their combined \$ 40 trillion of global assets consider the impact of climate change on future risk and returns.

Across Europe, an increasing number of institutions are taking action by committing to portfolio decarbonisation. In the UK and France, rules have been introduced to improve investor disclosure of climate change risks while Norges Bank has recommended that the large Norwegian sovereign wealth fund pulls out from upstream oil and gas companies.

## SEARCHING FOR SUSTAINABILITY

Institutions globally have tried to come up with methods to reduce their exposure to emissions and position themselves for the low carbon transition. They have chosen to do this in different ways, given the lack of a 'one size fits all' solution and the difficulties involved in finding one.

*We have excluded companies that derive over 30% of their revenues from coal since 2013 and intend to reduce this threshold by 5% every second year, to divest fully from coal by 2026.*

A common challenge is that the labels of products advertised as being sustainable can be misleading and it is important that investors look at the substance of low carbon portfolios, rather than their form. The InfluenceMap report found that two exchange traded funds from State Street, which are marketed as fossil-free and constructed using MSCI indices, have exposure to thermal coal. Similarly, the FTSE All-World ex Controversial Weapons Climate Balanced Factor Index counts ExxonMobil, Total and Royal Dutch Shell among its top ten holdings and has over 6.5% exposure to Oil & Gas companies, which investors may consider to be at odds with a strategy seeking to reduce fossil fuels and carbon emissions. ExxonMobil, for example, plans to pump 25% more oil and gas in 2025 than in 2017 while investment in fossil fuels generally dwarfs the current \$ 300bn a year committed globally to renewable energy.

Photo: Archive Storebrand Asset Management



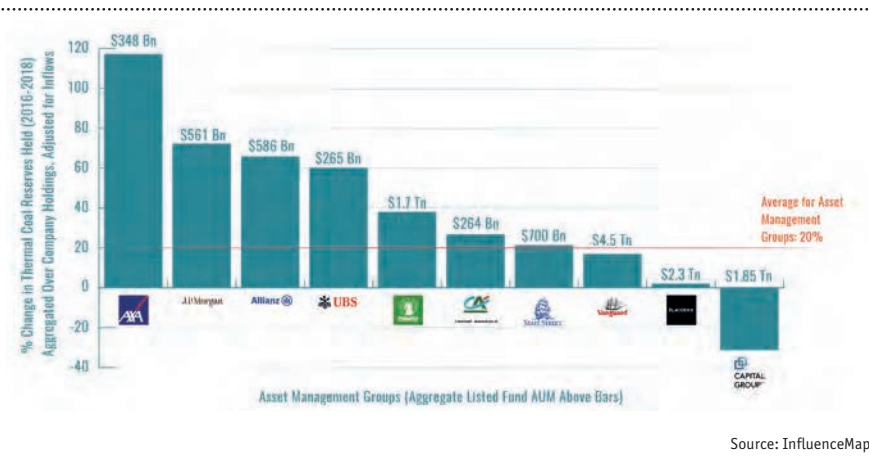
Henrik Wold Nilsen

There are typically four possibilities to invest with climate change in mind:

1. The first step for many institutions is to apply general ESG analysis, with the 'E' capturing climate change-related information. The UN supported Principles of Responsible Investment (PRI), an investor group committed to incorporating ESG issues into investment analysis, now has nearly 2,000 signatories from over 50 countries, representing \$ 82 trillion of assets.
2. The next step is to try to improve the carbon footprint of portfolios through initiatives such as the Portfolio Decarbonization Coalition. AP4, the Swedish national pension fund, for example, identified the worst performing 150 companies in the S&P 500 index in terms of carbon intensity and divested its holdings in them. The remaining 350 stocks track the performance profile of the index closely, but have 50% of its carbon footprint.
3. Other investors exclude fossil fuel producers altogether. For a future compatible with the Paris Agreement, which saw more than 190 countries commit to reducing carbon emissions in order to keep temperature rises within 2°C above pre-industrial levels, not all known fossil fuel reserves can be extracted and burned. This has led to the stranded assets hypothesis, as presented by organisations such as Carbon Tracker. If accurate, investors may well

*ESG ratings capture a wide range of environment-related indicators and strong governance is critical for company trust.*

Figure 1: Asset Managers, Funds and Thermal Coal: progress since Paris



4. A fourth commonly used method is to improve their returns by divesting from fossil fuel producers now and an increasing number have chosen to do so.
4. A fourth commonly used method is to dedicate a proportion of an investment portfolio to impact or solution-oriented investments (for example renewable energy, energy efficiency and low-carbon transportation). These are the companies which stand to profit the most, should the world implement the Paris Agreement faster than the market currently assumes.

We believe that each of these approaches has pros and cons. ESG ratings capture a wide range of environment-related indicators and strong governance is critical for company trust. However, their breadth also means that climate-related information can play a relatively small role in the overall ESG score. De-carbonising goes to the core of the problem, but suffers from a lack of lifecycle data. For example, by assessing a solar panel and a car producer equally in terms of factory-related emissions, the lifecycle emissions of the products are ignored. Divestment is transparent and easy to implement but, by definition, binary and all non-excluded companies are treated equally, whether they are a railway or an airline company.

Investments in renewable energy funds contribute towards funding the low carbon transition, but are often high risk and often low market capitalization, making them suitable for a small part, at most, of an institutional portfolio.

Our objective is to design investment strategies compatible with the prevailing view on climate change and we use many complementary tools to achieve this goal. We combine all four strategies with others to create a portfolio that is better positioned for the low energy transition than each strategy alone. In addition, it offers a low cost solution with low tracking error, which should encourage the pensions industry to align the bulk of its investments with the goal of the Paris Agreement.

Our hope is that by adopting this approach, the investment industry can play its part in delivering the goals of the Paris Agreement and safeguard not only pensions, but also a world where we and future generations can enjoy retirement. «

**This article was written by Henrik Wold Nilsen, Senior Portfolio Manager of Storebrand Asset Management. Storebrand's strategies are distributed by SKAGEN Funds in the Netherlands.**

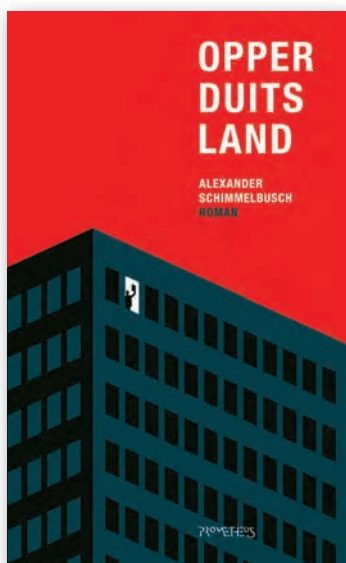


Titel: De Saoedi's  
 Auteur: Mark Blaisse  
 Uitgever: Balans  
 ISBN: 9789463820042

## De Saoedi's

Door Hans Amesz

**D**e ondertitel van 'De Saoedi's' luidt: 'De ongewisse toekomst van een machtige oliestaat.' Hoe ongewis die toekomst is, heeft Mark Blaisse indringend beschreven. Volgens hem is het moderne Saoedi-Arabië een mysterie, bij de meeste mensen alleen bekend aan de hand van steekwoorden: olie, woestijn, Mekka, islamitisch, steenrijk, vrouwonvriendelijk en recentelijk ook moordzuchtig (op 2 oktober is de Saoedische journalist Jamal Khashoggi in Istanbul vermoord, volgens de CIA in opdracht van de Saoedische kroonprins Mohammed bin Salman). De auteur is erin geslaagd om Saoedi-Arabië als het ware te openen voor nieuwsgierige lezers door talloze onderwerpen in alfabetische volgorde te beschrijven. Blaisse reisde veel en langdurig door het land en kon daardoor, en door het lezen van relevante boeken, diep in de samenleving van het land doordringen. Onlangs schreef hij een stuk in Het Parool: 'Portemonnee gevuld, dus kijken we weg.' De vraag is waarom het Westen het 'geheven vingertje' achterwege laat inzake Saoedi-Arabië, immers een koninkrijk dat verantwoordelijk is voor dood en verderf in een buurland, tegenstanders van het regime vermoordt, vrouwen een voogd opdringt zodat ze zich niet vrij kunnen bewegen, zijn religieuze overtuiging met geld en geestelijken over de wereld wil verspreiden en zich niets aantrekt van mensenrechten, vrijheid van meningsuiting en respectvolle behandeling van werknemers. Het antwoord: business as usual. Zo heeft de Nederlandse Minister van Buitenlandse Zaken, Stef Blok, aangekondigd dat er geen sprake kan zijn van het opzeggen van de betrekkingen met de Saoedi's. De handel over en weer is, zegt Blaisse, veel te belangrijk (vijf miljard euro per jaar) en er zouden ruim 4.000 arbeidsplaatsen op de tocht komen te staan die verband houden met Saoedische investeringen in Limburg en Brabant.

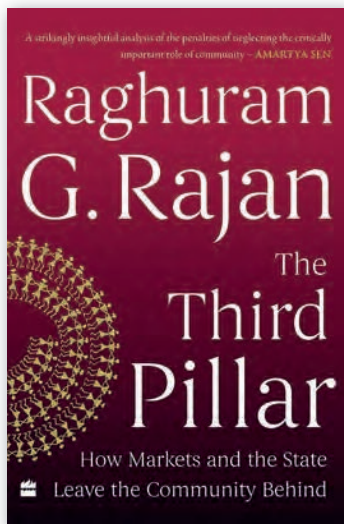


Titel: Opperduitsland  
 Auteur: Alexander Schimmelbusch  
 Uitgever: Prometheus  
 ISBN: 9783608503807

## Opperduitsland

Door Hans Amesz

**A**ls investment banks voor bedrijven zouden analyseren wat de baten en risico's van een fusie of acquisitie zouden kunnen zijn, is dit fundamenteel niet serieus te nemen. Victor, de hoofdpersoon in een roman van Alexander Schimmelbusch, die ooit investment-banker in Londen was en nu schrijver en auteur is, ziet dat ook zo. Hij is een product van de marktgerichte Duitse maatschappij, een groot nummer in M&A (mergers and acquisitions), bewoont een villa van glas in het Taunusgebergte bij Frankfurt, bezit ruim honderd woningen in Berlijn, rijdt in een elektrische Porsche, logeert in het uiterst luxe Adlon-hotel bij de Brandenburger Tor, en is opgeklommen tot Partner van de private Birken Bank in Frankfurt. Victor gelooft overigens niet dat men in het leven krijgt wat men verdient. Alles hangt van het toeval af en met name waar iemands wieg stond. Victor is een grootmeester in het afsluiten van deals: de Pitch voor nieuwe klanten is wat hem betreft vooral een retorische uitdaging. Hij denkt ook te beschikken over schrijverskwaliteiten, maar zijn roman-exposé over een onderzeebootkapitein en een geestelijk gestorven prostituée wordt door de uitgever afgewezen. Een nieuwe pitch, een politiek manifest in McKinsey-stijl, een radicaal project om het Duitse volk te verenigen, wordt wel enthousiast ontvangen, in eerste instantie door Victors vriend Ali Osman, waarmee hij op de Londen School of Economics zat en die nu Bondsdagafgevaardigde voor De Groenen is. Het is het voorspel voor een veelomvattend nationalisatieprogramma. Er wordt voor elke burger een vermogensgrens van 25 miljoen euro vastgesteld. Alles daarboven komt als kapitaal ter beschikking van de German Investment Authority (GINA), waardoor Duitsland weer met China of Arabische heersende families kan concurreren. De beweging die dit tot stand moet brengen, wordt door Victor 'Deutschland AG' genoemd, een naam die heimwee suggereert naar de oude Bondsrepubliek Duitsland. Vorig jaar zorgde Hochdeutschland in Duitsland welhaast voor een sensatie. Recensenten van Die Zeit tot de Süddeutsche Zeitung prezen Schimmelbusch ongeveer de hemel in. Zijn roman zou het Duitse antwoord zijn op Michel Houellebecq. Volgens de auteur zou Bondskanselier Angela Merkel hele passages onderstreep hebben. Hoe hij dat weet? Uit betrouwbare bron.



Titel: The Third Pillar  
Auteurs: Raghuram Rajan  
en Jonathan Tepper  
Uitgever: William Collins  
ISBN: 97800082762623



Titel: Austerity  
Auteurs: Alberto Alesino, Carlo  
Favero en Francesco Giavazzi  
Uitgeverij: Princeton  
ISBN: 9780691172217

## The Third Pillar

Door Joost van Mierlo

Misschien zou het goed zijn als de Europese Unie, wanneer het de volgende fase richting de Verenigde Staten van Europa inslaat, naar de mening van de burgers vraagt. Het lijkt bijna een opmerking tussen neus en lippen door, maar de kritiek van Raghuram Rajan is er niet minder duidelijk om. Politici hebben de belangen van de gemeenschappen die ze vertegenwoordigen uit het oog verloren.

De vingerwijzing naar de Europese Unie is een logische conclusie in het betoog van Rajan. Hij heeft wereldwijd krediet als voormalig hoofdeconoom van het IMF en heeft daarnaast tussen 2013 en 2016 leiding gegeven aan de Centrale Bank van India. Zijn onafhankelijke positie maakte een herbenoeming voor een nieuwe termijn onmogelijk.

Tegenwoordig doceert Rajan aan de University of Chicago. Dat is de bakermat van economen die vonden dat de rol van de staat moest worden teruggedrongen om marktkrachten meer ruimte te geven.

Rajan vraagt in dit boek aandacht voor de meest wezenlijke factor in het maatschappelijk leven: de gemeenschap. Zijn verwijzingen naar dorpen waar degene wiens huis afbrandde de helpende hand werd toegestoken door zijn dorpsgenoten, of de tijd dat de buurvrouw nog als kraamvrouw opereerde, klinken enigszins nostalgisch.

Maar Rajan raakt tevens een gevoelige snaar. Als mensen het gevoel krijgen dat de belangen van hun naasten wel door anderen zullen worden behartigd, ontstaat een situatie waarin populistische politici feilloos aanvoelen hoezeer mensen zich tekort gedaan voelen.

Dit is een belangrijk boek. Rajan adresseert een situatie die van toepassing is op de meeste westerse landen. Mensen voelen zich niet zozeer misbruikt, iets wat populistische politici hen doen geloven, maar nutteloos. Rajan komt niet met echte oplossingen, maar misschien is het adresseren van het probleem al verdienstelijk genoeg.

## Austerity

Door Joost van Mierlo

Het lijkt tegenwoordig bijna op vloeken in de kerk, maar Alberto Alesina uit in dit boek, samen met zijn medeauteurs Carlo Favero en Francesco Giavazzi, een lofzang op het bezuinigingsbeleid. Het moge duidelijk zijn dat de Amerikaanse president Donald Trump en de Italiaanse populistische regering die het begrotingstekort wil negeren, dit boek ongelezen zullen laten. Bezuinigingen zijn, zo schrijven Alesina en de zijnen, het logische gevolg van politiek falen in het verleden. In een periode waarin de kosten van schuld extreem laag zijn, en de verleiding om de schuld op te voeren dus extreem hoog, wordt dit nog weleens vergeten.

De auteurs bepleiten een beleid waarbij hoge overheidstekorten niet worden teruggedrongen door hogere belastingen, maar door bezuinigingen binnen de overheid zelf. Dat zou veel succesvoller zijn.

Hoe hoog met name Alesina ook staat aangeschreven, zijn ster is dalende sinds de kredietcrisis. De analyse is wat kort door de bocht. Voorbeelden van landen waar overheidstekorten juist wel succesvol met hogere belastingen werden bestreden, zoals het Verenigd Koninkrijk in de jaren negentig, of Nederland in de jaren tachtig, krijgen nauwelijks melding. Het boek is door het overvloedig gebruik van wiskundige formules en grafieken niet eenvoudig leesbaar. De conclusies zijn ook niet evident. Maar waar Alesina jarenlang zijn bezuinigingsdogma's kon prediken in een omgeving waar welwillend naar hem geluisterd werd, is dat tegenwoordig anders.

Dat maakt het boek beter verteerbaar. Nu hij in de verdediging is gedrongen, moet Alesina meer moeite doen om zijn politieke tegenstanders te overtuigen.

Volgens Alesina moeten centrale banken de negatieve gevolgen van een bezuinigingsbeleid opvangen met een ruim monetair beleid. Dat wil zeggen dat de rente laag moet worden gehouden. Dat dit tevens betekent dat overheden gemakkelijker in de verleiding komen om op grote schaal te lenen, lijkt een ironie die aan de auteurs voorbijgaat.



DOOR ANDY LANGENKAMP, SENIOR POLITICAL ANALYST BIJ ECR RESEARCH

# COLUMN

## Europees populisme – Alive & Kicking

**Financiële markten waren enthousiast over de verkiezing van Donald Trump in de VS en Jair Bolsonaro in Brazilië. Zullen markten ook een verdere opmars van Europese populistten hartelijk verwelkomen?**

Dat een vijfde van Nederland bij de provinciale verkiezingen op populistisch-rechts stemde, bewees dat nationaal-populisme geen kortstondige hype is. Ander bewijs zien we in onder andere Italië, Oostenrijk, Hongarije, Polen, Denemarken en Zweden. Volgens Matthew Goodwin en Roger Eatwell zijn vier factoren bepalend voor succes van populistten:

- Afkeer van tot zelfs haat tegen bestuurlijke elite en democratische instituties.
- Angst dat de 'eigen' cultuur verloren gaat.
- Het tekort gedaan worden ten opzichte van anderen door afbrokkeling van de verzorgingsstaat, toenemende ongelijkheid en oneerlijke verdeling van lasten.
- De groeiende kloof tussen en het losgezongen raken van kiezers en traditionele partijen.

De gevolgen werden kernachtig verwoord door columnist Arie Elshout:

'Als verandering wordt ervaren als vervreemding, volgt verrechtsing...Terugkeer naar het (geïdealiseerde) verleden is onmogelijk. Wat wel kan, is het beter controleren, reguleren en afremmen van mondialisering en immigratie...Verandering vergt kanalisering.'

Met kanalisering wil het nog niet voldoende vlotten. Wel proberen mainstream politici de populistische voedingsbodem weg te nemen. Echter, meestal vervallen zij in een geschokte en pedante reactie op populistisch succes. Of kiezen ze voor populisme light. Daarin schuilt het gevaar dat kiezers het een slap aftreksel vinden van het origineel, maar dat met dergelijk surrogaat-populisme toch essentiële onderdelen van de democratische rechtsstaat wankelen en kiezers de knieval van mainstream als legitimering zien van het 'origineel'.

Nationalistisch populisme hoeft in eerste instantie niet slecht te zijn voor financiële markten. De S&P 500 onder

Trump en de Braziliaanse Bovespa na de overwinning van Bolsonaro, deden het fantastisch. Maar het is maar de vraag of in Europa verder opstomend populisme investeerders zal bekoren. Europese landen zijn te klein om zelf een vuist te maken tegen grootmachten als Amerika en China. Samenwerking is noodzakelijk. Maar politici als Baudet en Salvini lopen te hoop tegen Europese integratie. Als Europa verzwakt, staan Beijing en Moskou te popelen om daarvan te profiteren. Ze spelen landen nu al tegen elkaar uit. Economische betrekkingen mogen veelal geen zero-sum-game zijn, maar op het snijvlak van (geo)politiek en economie is dat regelmatig wel het geval.

Derhalve kunnen Europese verkiezingen eind mei de markten redenen geven om te twijfelen over de Europese economische vooruitzichten. Weliswaar blijven de centrumrechtse Europese Volkspartij (EPP) en de centrumlinkse Socialisten & Democraten (S&D) de grootsten, maar waarschijnlijk krijgen zij voor het eerst niet gezamenlijk een meerderheid. De grootste winnaar wordt vermoedelijk Europa van Naties en Vrijheid (ENF). Samen met andere eurosceptische fracties kan ENF dan het functioneren van de EU danig frustreren.

Het lijkt daarom onverstandig ervan uit te gaan dat Europa de VS en Brazilië achterna kan gaan in de zin dat populistisch succes leidt tot goed presterende aandelenmarkten. Ook omdat in tegenstelling tot Trump en Bolsonaro een deel van de in Europa succesvolle populistten een op sociaal-cultureel gebied rechts geluid regelmatig samen laten gaan met een linkse sociaal-economische koers. Europa mag volgens veel kiezers kraken en menigeen mag denken dat het de verkeerde kant opgaat, maar politici als Salvini en Baudet brengen niet de noodzakelijke omslag. Misschien veroorzaken ze wel een ommekeer, maar dit zal dan eerder een aanslag zijn op Europese economie en markten dan dat het ons continent weer vleugels geeft. «





## RENÉ DE WIT

VAN NN INVESTMENT PARTNERS  
NAAR PICTET ASSET MANAGEMENT



Foto: Archief Pictet Asset Management

### Proficiat met uw nieuwe baan. Hoe bevalt uw nieuwe functie?

Goed! De functie van Senior Sales Manager sluit volledig aan bij wat ik voor ogen had voordat ik besloot over te stappen. Naast het feit dat Pictet AM sterke producten heeft, kan ik mijn werkgebied, Nederland, zien als mijn eigen business waar ik verantwoordelijk voor ben. Achter de thematische fondsen, waar de nieuwe organisatie waarvoor ik werk sterk in is, zit een goed verhaal dat moet worden verteld. Bovendien kan ik meer zelf beslissen. De combinatie van goede producten en meer kunnen ondernemen, bevalt me uitstekend.

### U begon uw carrière bij ABN AMRO Bank. Wat was uw functie daar?

Mijn vader werkte 40 jaar in het bankwezen en ik zei altijd: 'dat wil ik dus niet'. Dat is mij niet gelukt, zo blijkt nu. Ik begon mijn carrière bij ABN AMRO als accountmanager, waar ik een vaste portefeuille klanten bediende door advies te geven op verschillende vlakken. Daar kwam ik logischerwijs in aanraking met beleggingsadvies en dus ook met de wereld van Asset Management. Dat had direct mijn interesse en leidde er uiteindelijk toe dat ik de overstap maakte naar ABN AMRO Asset Management.

### Verder heeft u gewerkt bij NN Investment Partners en PGGM. Kunt u heel kort aangeven welke kennis u daar heeft opgedaan?

Bij PGGM kreeg ik een kijkje in de keuken van het op een na grootste pensioenfonds van Nederland, PFZW, en heb ik veel geleerd over de institutionele markt en benadering. Ik stond daar alleen verder af van beleggen, iets dat ik erg miste. Daardoor kwam ik uiteindelijk terecht bij NN IP, waar ik uiteindelijk ruim zes jaar heb gewerkt. Daar deed ik veel kennis op rondom de Nederlandse wholesalemarkt.

### Wanneer kwam Pictet AM in beeld?

De Nederlandse wereld van Asset Management is eigenlijk

heel klein en iedereen kent elkaar. Ik kende Pictet AM vanuit NN IP natuurlijk als concurrent, met name op het gebied van Emerging Market Debt, omdat NN IP en Pictet AM beide actief zijn op deze terreinen. Pictet AM heeft mij benaderd om deze functie te gaan vervullen.

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

Mijn belangrijkste expertise is mijn kennis van de wholesalemarkt in het algemeen. Ik ken het speelveld en weet wat klanten beweegt. Daardoor begrijp ik wat er gebeurt binnen de Nederlandse markt, die niet te vergelijken is met markten als België, Duitsland en Frankrijk. In Nederland is meer concurrentie en is de markt vooruitstrevender. Daarnaast kan ik het netwerk dat ik door de jaren heen heb opgebouwd goed gebruiken.

### Vindt u het een uitdaging om opnieuw te beginnen?

Daar kan ik heel kort over zijn: zonder uitdaging is verandering niet noodzakelijk. Ik ben deze verandering niet aangegaan om weer exact hetzelfde te gaan doen.

### Wat verwacht u bij Pictet AM te bewerkstelligen?

Binnen de Nederlandse wholesalemarkt is Pictet AM bekend op drie gebieden: thematische beleggingen, Emerging Market Debt en ESG-beleggen. Ik wil Pictet AM nog meer op de kaart zetten als dé speler op het gebied van thematisch beleggen. Ook de opkomst van ESG en Pictet's focus en kwaliteit daarin, wil ik verder naar voren brengen.

### Hoe staat het met uw persoonlijke ambitie?

Mijn ambitie is dat als er binnen de wholesalemarkt over thematisch beleggen wordt gesproken, mijn naam en die van Pictet AM automatisch worden genoemd.

» **MARCEL ZUIDAM**

is benoemd tot CEO van Nationale-Nederlanden. Zuidam volgt Erik Muetstege op, die directeur Customer & Commerce Nationale-Nederlanden wordt. Beiden maken deel uit van het managementteam van Nationale-Nederlanden.

» **MARTIN STOLKER**

is benoemd tot Hoofd Manager Selectie bij ABN AMRO. Stolker komt over van AA Advisors, waar hij Executive Director was.

» **TIES PRIESTER EN DOMINIQUE SCHILLINGS**

zijn aangesteld als respectievelijk Transactiemanager en Senior Portefeuillemanager bij Aberdeen Standard Investments. Priester komt van BNP Paribas en Schillings komt van Primevest Capital Partners.

» **CHARLES KALSHOVEN**

is begonnen bij pensioenuitvoerder APG als Senior Strateeg. Hij maakt de overstap vanuit PGGM.

» **LIDIA TREIBER**

is benoemd tot Director of Research Fixed Income van Wisdom Tree. Treiber heeft meer dan elf jaar ervaring in de vermogensbeheersector en heeft de afgelopen vier jaar als specialist in vastrentende waarden bij Invesco ETF's gewerkt.

» **ERIK VAN DE WEELE**

is benoemd tot Senior Business Development Manager Benelux bij Allianz Global Investors. Van de Weele heeft hiervoor ruim 12 jaar bij Janus Henderson gewerkt.

» **ALEXANDER PREININGER**

wordt Hoofd van EMEA Institutional bij Robeco. Tot voor kort werkte Preininger als lid van de Board of Managing Directors bij DWS International GmbH.

» **DAVID HARLEMAN**

is benoemd tot Head of Product Development bij Triodos Investment Management. Harleman werd in 2015 Regional Manager Latin America en was sinds 2018 fondsmanager New Business Development.

» **REBECCA DREYFUS EN STEPHANIE MOOIJ**

gaan aan de slag als Senior Engagement Associate bij Aegon Asset Management. Dreyfus was hiervoor werkzaam bij Sustainalytics en Mooij heeft onlangs haar PhD aan de Universiteit van Oxford afgerond.

» **DICK SLUIMERS**

is benoemd als voorzitter van de Raad van Commissarissen van NIBC. Sluimers was voorheen vicevoorzitter van de RvC en voorzitter van het Audit Committee en was bestuursvoorzitter van APG.

» **JUDI SEEBUS,**

hoofdredacteur van het Europese vastgoedblad PropertyEU dat zij in 2006 oprichtte, is toegetreten tot de directie van Bellier Financial. Seebus werkte 15 jaar voor het Financieel Dagblad.

» **ERIK-JAN ELVING**

is aangesteld als Partner en Senior Beleggingsadviseur bij Mercurius Vermogensbeheer. Elving was eerder werkzaam als beleggingsspecialist bij Rabobank.

» **MARC DE KLOE**

is aangesteld als Partner bij Amsterdam Theta Capital Management. De Kloe was tot nu toe COO bij Adamas Asset Management en werkte daarvoor bij ABN AMRO Private Banking.

» **PHILIP NIEMEYER**

is door Bedford Row Capital aangesteld als Head of Markets en General Manager van het kantoor in Amsterdam. Niemeyer komt van CrossLend GmbH, waar hij VP Business Development was.

» **MARC LEEUW**

is in dienst getreden bij Auréus Vermogen als Associate Partner. Leeuw was 22 jaar werkzaam als beleggingsadviseur bij Rabobank.

» **JOCHEM TIELKEMEIJER**

is benoemd tot Investment Consultant bij Natixis Investment Managers. Hiervoor was hij werkzaam bij Fisher Investments Europe.

» **RUTH VAN DE BELT**

wordt fondsmanager van het Triodos Sustainable Mixed Fund. Van de Belt werkt sinds januari 2018 bij Triodos Investment Management als Senior Investment Strategist.

» **JANNIE MINNEMA**

treedt toe tot de directie van MN. Zij start op 1 mei als Directeur Informatievoorziening. Minnema werkte meer dan twintig jaar voor Oracle.

» **PIM LIEVENSE**

is gestart bij Responsible Investing van NN Investment Partners. Lievensen was hiervoor werkzaam bij Achmea Investment Management als Senior Advisor Responsible Investing.

» **ERIK VAN DE WEELE**

is bij Allianz Global Investors begonnen als Director Business Development Retail/Wholesale Benelux. Van de Weele werkte eerder onder andere voor Janus Henderson Investors en voor ABN AMRO Asset Management.

» **VALERIA DINERSHTEYN (FOTO)**

is gestart als Strateeg Duurzame Beleggingen bij Northern Trust Asset Management. Zij komt over van Kempen waar zij actief was als Responsible Investment Analyst.



Foto: Ruben Eshuis Photography

Valeria Dinershteyn

Unieke  
line-up van  
sprekers!

# 21<sup>e</sup> PBM PENSIOENSYMPOSIUM

## Dynamiek in de pensioensector

Donderdag 9 mei 2019, 15.00 uur

Locatie: Planetarium, Amsterdam-Zuidoost,  
fraai gelegen in het Gaasperpark,  
met ruime parkeergelegenheid  
en direct bij het openbaar vervoer!

Mis het  
niet!



**15.00 – 15.30** Ontvangst  
Met als inspirerende,  
zeer betrokken dag-  
voorzitter **Theo Langejan**,  
o.a. Pensioenfederatie



**15.30 – 15.50** **Bianca Tetteroo**,  
RvB Achmea/Achmea  
Pensioenservices:  
**Innovatie in de  
pensioensector**



**15.50 – 16.00** Discussie  
**16.00 – 16.20** **Gilbert Van Hassel**, CEO Robeco:  
**Verantwoord beleggen 2.0**



**16.20 – 16.30** Discussie  
**16.30 – 16.50** **Jacqueline Lommen**,  
Pensioenstrateeg bij State  
Street Global Advisors:  
**Internationale lessen voor  
ons pensioenstelsel**

**16.50 – 17.00** Discussie

**17.00 – 17.30** Pauze



**17.30 – 17.50** **Maarten van der Tuin**,  
Directievoorzitter AZL:  
**Pensioenen in transitie:  
wendbaar zijn of anticiperen?**



**17.50 – 18.00** Discussie  
**18.00 – 18.20** **Jan-Wouter Bloos**, Partner  
Deloitte: **Winnaars en verliezers  
op de pensioenmarkt**

**18.20 – 18.30** Discussie

**18.30 – 19.00** Aperitief

**19.00 – 20.30** **Diner**  
Tijdens het diner  
vindt de uitreiking plaats van  
de **PBM Communicatieprijs**.

De eindtijd is 20.30 uur. Er is daarna nog  
volop ruimte om verder te netwerken.

U wordt door de dagvoorzitter  
Theo Langejan van harte uitgenodigd  
om tijdens het 21<sup>e</sup> PBM Pensioen-  
symposium aan de discussies mee  
te doen.



# Cost-Efficient U.S. Equity Market Exposure When You Need It

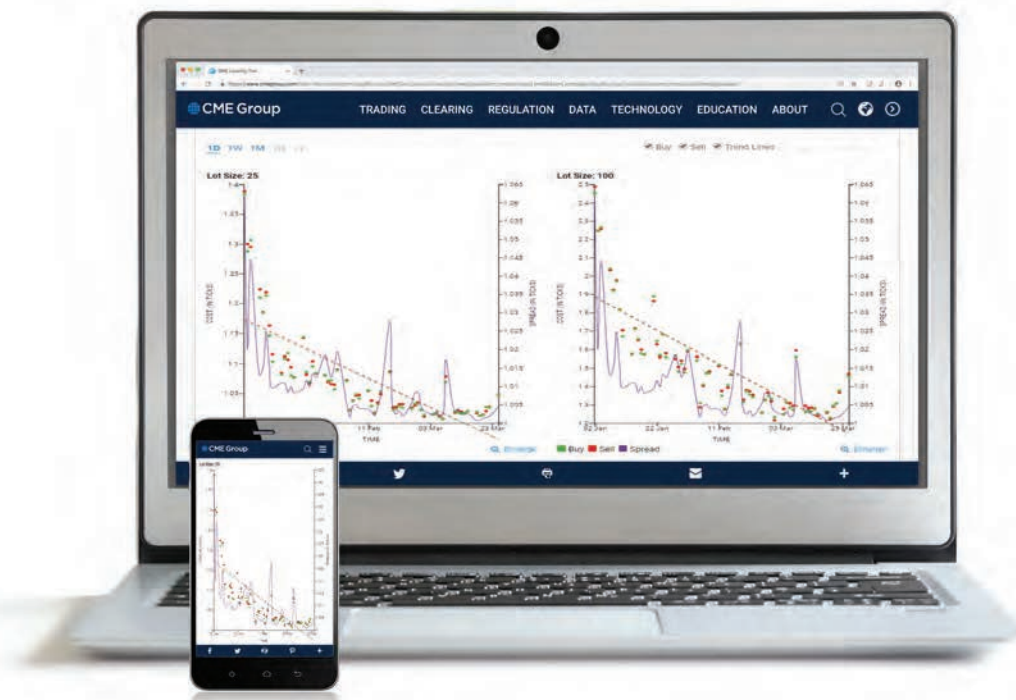
## CME E-MINI S&P 500 FUTURES (ES)

Have U.S. stock market exposure? Manage it with the tax-efficient contract that trades eight times the value of all S&P 500 ETFs combined daily.\*

E-mini S&P 500 futures offer the liquidity and market depth during European trading hours (ETH) to minimize your costs and manage positions without waiting for the U.S. cash open.

Use the CME Liquidity Tool to analyze ETH liquidity by bid-offer spreads, cost to trade and book depth.

### Example: Cost to Trade and Bid-Ask Spread in Q1



Visit [cmegroup.com/findliquidity](https://cmegroup.com/findliquidity) tool to start your analysis.

\*Q1 data comparing CME Group S&P 500 futures vs. SPY, IVV, VOO ETFs.

Derivatives are not suitable for all investors and involve the risk of losing more than the amount originally deposited and any profit you might have made. This communication is not a recommendation or offer to buy, sell or retain any specific investment or service. This communication is not directed at persons who would, were they clients of a firm that is authorised by the UK FCA, be categorised as retail clients in accordance with the UK FCA Rules. The services and derivatives to which this communication refers are not available to persons who would be retail clients and they should not rely on it. CME Group is a trademark of CME Group Inc. The Globe logo, CME, Chicago Mercantile Exchange and Globex are trademarks of Chicago Mercantile Exchange Inc. CBOT and Chicago Board of Trade are trademarks of the Board of Trade of the City of Chicago. NYMEX, New York Mercantile Exchange and ClearPort are trademarks of New York Mercantile Exchange Inc. COMEX is a trademark of Commodity Exchange Inc.

Copyright © 2019 CME Group. All rights reserved. View full disclaimer: [cmegroup.com/disclaimer.html](https://cmegroup.com/disclaimer.html)