

# FINANCIAL INVESTIGATOR

## SOLIDARITEIT TIJDENS PANDEMIE IS HART- VERWARMEND

Prof. Ian Goldin,  
University of Oxford

## RONDE TAFEL FUTURE PROOF INVESTMENTS IN REAL ASSETS

8 experts aan het woord

# ELK PENSIOENFONDS VERDIENT EEN EIGEN MVB-BELEID

Interview  
Rogier Krens,  
Achmea Investment  
Management



RONDE TAFEL  
Toezicht in de  
Financiële Sector

# We zetten grote stappen, maar slaan niks over

De pensioentransitie is onafwendbaar. De wetgeving is uitgesteld, maar de toekomst is al begonnen. En onze gemotiveerde specialisten zijn er klaar voor.

Samen met onze klanten zetten wij grote stappen richting het nieuwe pensioenstelsel. Wilt u dat ook? Kijk voor meer informatie over onze aanpak van de pensioentransitie op: [www.blueskygroup.nl/transitiever snellers](http://www.blueskygroup.nl/transitiever snellers)



De transitieversnellers



Blue Sky Group

**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, Wim Groeneveld, Baart Koster,  
 Joost van Mierlo, Daan Nijssen, Jan Jaap Ormlee,  
 Lies van Rijssen en Esther Waal

**RAAD VAN ADVIES**

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

**REDACTIERAAD**

Michiel Cleij  
 Hellen Goorse  
 Jacqueline van Leeuwen  
 Philip Menco

**AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE**

Gosse Alserda, Cees Harm van den Berg, Elisa Bontrop, James Butterfill, Jaap van der Bijl, Vincent van Bijleveld, Gerald Cartigny, Han Dieperink, Ian Goldin, Dick Gort, Dan Grandage, Colin Greene, Casper van Grieken, Amilcar Grot, Jason Guthrie, Natalie Howard, Erik Hulshof, Jack Jonk, Carlijn Kappelle, Maurice Kraaijenbrink, Rogier Krens, Tim Kruis, Barbara Maltha-Koppelman, Bernardo Korenberg, Andy Langenkamp, Sebastiaan Masselink, Guillaume Masset, Daniëlle Melis, Gilles Moëc, Sophie van Oosterom, José Pellicer, Jeroen van der Put, Pim Rank, Ingrid Reichmann, Tom Ross, Hans de Ruiter, Sarah Russell, Mark Siezen, Bert Slagter, Samantha Steele, Kiermthin Tjong Tjin Joe, Dick Vis, Gisella van Vollenhoven, Wietse de Vries, Ralph Wessels en Qian Zhang

**FOTOGRAFIE**

Ruben Eshuis Photography  
 Kees Rijken Fotografie  
 Cor Salverius Fotografie

**BASISONTWERP**

jannie.design

**OPMAAK**

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

**DRUK EN DISTRIBUTIE**

Scope Business Media in samenwerking met PreVision



**ADVERTENTIES**

Jolanda de Groot  
[jolanda@financialinvestigator.nl](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 waar Financial Investigator zich op richt, kunnen het magazine of de PDF van het magazine zonder kosten toegezonden krijgen. U kunt zich zowel aanmelden als afmelden via onze website [www.financialinvestigator.nl](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 vervoerd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt worden, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, middels fotokopieën, opnamen, of enige andere manieren, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

# Het is zaak om door te pakken

De wereld moet onmiddellijk de uitstoot van broeikasgassen terugdringen, stelt het onlangs gepubliceerde klimaatrapport van de VN. De aarde warmt in hoog tempo op, met als gevolg ernstige klimaatverandering die nu al zichtbaar is. Wereldleiders noemen het rapport van het Intergovernmental Panel on Climate Change een wake-upcall. De gevolgen van klimaatverandering, zoals extreme droogte en zware regenval, zijn overal in de wereld merkbaar en dit verergert snel, tenzij landen snel veel minder broeikasgas gaan uitstoten.

Ook de Nederlandse pensioensector heeft momenteel de handen vol aan het onderwerp klimaatrisico's, op dit moment hét dominante thema binnen de discussie over verantwoord beleggen, aldus Rogier Krens, Chief Investment Officer bij Achmea Investment Management, in het coververhaal. Krens geeft hier zijn visie en zal daarbij het nieuwe Pensioenakkoord niet onbesproken laten. Hij ziet een aantal grote veranderingen ten aanzien van verantwoord beleggen en heeft de overtuiging dat elk fonds hierin zijn eigen beleid zou moeten kunnen voeren.

In deze editie besteedt Financial Investigator veel aandacht aan Real Assets. Ook hierbij is duurzaam beleggen een belangrijk thema. Tijdens de Live Uitzending van het pensioenfondsseminar over Duurzaam beleggen in Real Assets onder het



Nieuwe Pensioencontract werd erop voortgeborduurd. In plaats van je te richten op gescheiden woon- en werkfuncties helpt het transformeren van vastgoed naar mixed use de verduurzaming vooruit, meent een deelnemer aan een van de paneldiscussies. Nu daarin investeren, betaalt zich sneller uit in milieuwinst en blijere huurders.

Bij vastgoedbeleggingen is duurzaamheid een must met het oog op toekomstbestendigheid, zo wordt duidelijk tijdens de Ronde Tafel over Future Proof Investments in Real Estate. Is er sprake van een systemschok? Wat zal er als gevolg van de pandemie gaan veranderen? Als we kijken naar het niveau van verstedelijking, gaan de jaren '20 van deze eeuw dan over suburbanisatie? Wat zijn de do's en don'ts voor toekomstbestendige vastgoedbeleggingen?

Ian Goldin, Hoogleraar Globalisering aan de Universiteit van Oxford, geldt als een van de grote pleitbezorgers van globalisering. De COVID-19-pandemie zorgt wereldwijd voor ontreding en heeft tot een economische crisis geleid. Maar de crisis toont ook de onbaatzuchtige solidariteit van mensen en heeft overheden ertoe bewogen nieuwe wegen te vinden om de economie te stimuleren. Het is nu zaak om door te pakken. Terug naar 'business as usual' is voor Goldin geen optie.

En dan nog dit: denkt u er ook over na of cryptovaluta's een plek in de beleggingsportefeuille verdienen? De markt voor digitale munten is de afgelopen jaren enorm gegroeid. Crypto's, met op de voorgrond Bitcoin, roepen veel emotie op. Zeven beleggingsprofessionals delen hun visies en verwachtingen.

Natuurlijk worden in deze editie ook veel andere zaken belicht. Denk daarbij aan een Ronde Tafel over Toezicht in de Financiële Sector. Als toezichthouder moet je eigenlijk een kameleon zijn. Drie toezichthouders delen met elkaar hun ervaringen, maar ook hun inzichten over hoe de effectiviteit van de toezichthoudende taken kan worden geborgd en verbeterd.

Ik wens u veel leesplezier!

**Jolanda de Groot**  
 Hoofdredacteur

Educatieve bijeenkomst over  
 Balansmanagement en  
 Vermogensbeheer voor  
 Verzekeraars

27 september 2021 van  
 13.00 tot 16.45 uur  
 a.s.r. vermogensbeheer, Utrecht

Meer informatie:  
<https://www.financialinvestigator.nl/semnar-27-september>



Elk pensioenfonds verdient een eigen MVB-beleid

10

COVERVERHAAL

- 10 **Elk pensioenfonds verdient een eigen MVB-beleid**, Interview met Rogier Krens, Achmea Investment Management

THEMA REAL ASSETS

- 18 **Ronde Tafel Future Proof Investments in Real Estate**
- 28 **Het nut van Real Assets verschilt per belegger**
- 30 **Een toekomstbestendige vastgoedbelegging gaat over balans**, Interview met Bernardo Korenberg, Bouwinvest Real Estate Investors
- 32 **A wider perspective on private markets**, Interview met Samantha Steele, Russell Investments
- 34 **Seminarverslag Duurzaam Beleggen in Real Assets onder het NPC**

THEMA BALANSMANAGEMENT EN VERMOGENSBEHEER VOOR VERZEKERAARS

- 64 **EMC is een taaie asset class die zijn strepen heeft verdiend**, Interview met Qian Zhang, Pictet Asset Management

18



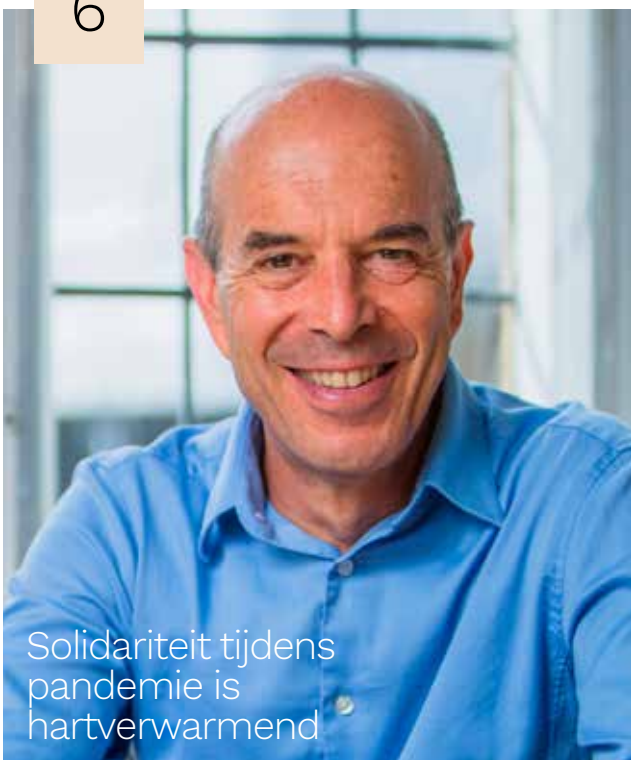
Ronde Tafel Future Proof Investments in Real Estate

- 68 **Private debt and affordable housing: a match?**, Union Bancaire Privée (UBP)
- 70 **Search for yield: private debt en protected equity**, Interview met Maurice Kraaijenbrink, BNP Paribas Asset Management
- 74 **Kansen voor verzekeraars in real estate debt**, Interview met Natalie Howard, Schroders

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

- 6 **Solidariteit tijdens pandemie is hartverwarmend**, Interview met Professor Ian Goldin, University of Oxford
- 14 **Meer een bouwer dan een beheerder**, Interview met Dick Vis, Beleggingsspecialist, Voorzitter en Toezichthouder bij diverse pensioenfondsen

6



Solidariteit tijdens pandemie is hartverwarmend

- 38** **Het nieuwe Pensioenakkoord lijkt ver weg, maar actie is vereist**, Interview met Jack Jonk, Blue Sky Group
- 40** **NN IP gaat met Goldman Sachs de toekomst in**, Interview met Gerald Cartigny, Goldman Sachs Asset Management
- 44** **Renteafdekking vanuit risico- en rendements perspectief**, Aegon Asset Management
- 46** **Spreads are tight but could be tighter**, Interview met Tom Ross, Janus Henderson
- 48** **Ronde Tafel Toezicht in de Financiële Sector**
- 56** **Energy transition: the future is now**, ACTIAM
- 58** **Turning trash into treasure through Sustainable Investing**, Goldman Sachs Asset Management
- 60** **Verdienen cryptovaluta's een plek in de portefeuille?**



Ronde Tafel Toezicht in de Financiële Sector

COLUMNS

- 27** **IVBN:** Een hete herfst voor de Nederlandse woningmarkt
- 43** **CFA Society VBA Netherlands:** Komkommertijd?
- 55** **Han Dieperink:** Biotech verplicht onderdeel portefeuille
- 67** **Andy Langenkamp:** Europa als speeltuin voor of als spelmaker in de wereld
- 73** **Pim Rank:** Het Shell-vonnis: (brand)stof tot nadenken

RUBRIEKEN

- 4** Kort nieuws
- 77** On the move special: **Tim Kruis**
- 78** Boeken
- 80** On the move kort

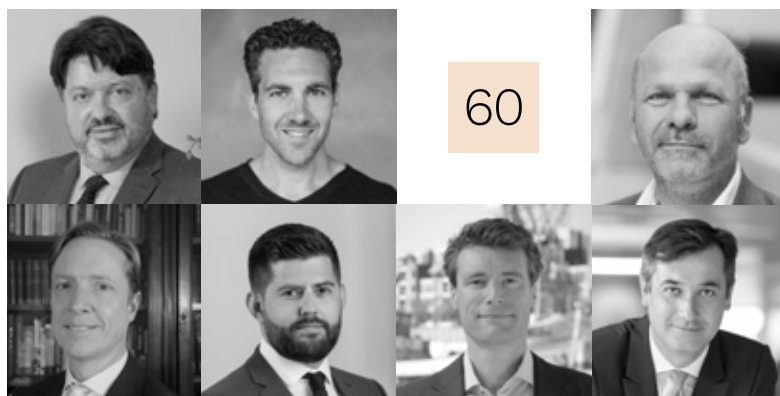
EVENTS KALENDER

**Ronde Tafels komende periode:**

- 15 oktober:** Fixed Income ETFs
- 11 november:** Decarbonisation of Fixed Income portfolios

**Seminars/webinars komende periode:**

- 27 september:** Seminar Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars
- 30 september:** Lunchwebinar Climate Scenario Analysis
- 1 november:** Seminar Klimaatverandering, Klimatrisico's en Transitierisico's voor pensioenfondsen
- 11 november:** Seminar Where to find yield in (Alternative) Fixed Income?



Verdienen cryptovaluta's een plek in de portefeuille?

PGIM FIXED INCOME

# Failissementsrisico in Europa naar historisch laag niveau

Het wanbetalingspercentage onder Europese bedrijven met een lage kredietwaardigheid zal dalen naar het laagste niveau in meer dan een decennium, om daar vervolgens voor langere tijd te blijven. Dat verwachten Jonathan Butler en Steve Logan van PGIM Fixed Income op basis van een bottom-up analyse van de Europese high yield-markt. De 'default rate' zal in de komende twaalf maanden dalen naar 1%, fors lager dan de consensusvoorspelling van 2,16%. In november afgelopen jaar piekte het wanbetalingspercentage nog op 5,06.

Hoewel Europese high yield-obligaties het goed gedaan hebben sinds het

dieptepunt van de COVID-19-crisis, ziet PGIM Fixed Income op de middellange tot lange termijn ruimte voor een verdere daling van de risicopremie.

'Door verschillende factoren kunnen bedrijven de kosten van kapitaal verlagen en de looptijden verlengen, nu waarschijnlijk een nieuw paradigma van historisch lage wanbetalingen aanbreekt', aldus Butler, hoofd van het European Leveraged Finance Team.

De verbeterde bedrijfsresultaten zijn zo'n factor. Veel bedrijven grijpen de marktomstandigheden aan om hun balans te versterken. Ongeveer de helft

van het nieuw uitgegeven schuld papier wordt gebruikt voor herfinanciering of herkapitalisatie. En het herstel in de vrije kasstroomgroei heeft de 'free-cash flow-to-debt ratio' naar het hoogste niveau getild in meer dan tien jaar.

Volgens Butler en Logan zal de Europese high yield-markt veerkrachtig blijven. Voor de korte termijn wordt het optimisme getemperd door het staartrisiko van een COVID-19-mutatie of de mogelijkheid dat centrale banken te vroeg verkrappen, maar voor de lange termijn zullen zich kansen blijven voordoen, vooral in segmenten van de markt waar het nieuwe paradigma nog niet is ingeprijsd.

DE AGENDA VAN

## Carlijn Kappelle

### Prioriteiten zakelijk:

- Organiseren en begeleiden van alle logistieke en facilitaire aspecten rondom diverse (pensioen) programma's.
- Eerste aanspreekpunt zijn voor deze programma's: van communicatie met de deelnemers en de sprekers tot en met het op tijd versturen van de uitnodigingen en de informatie.
- De planning rondom de programma's verzorgen: de sprekers benaderen en uitnodigen en de afspraken met hen vastleggen. En het regelen van de zalen en de catering.
- Begeleiden van het programma op de dag zelf: zorgen dat de zaal, al dan niet digitaal, klaar staat en de sprekers en de deelnemers verwelkomen. Last minute aanpassingen regelen.

■ Zorgdragen voor een vlekkeloos verloop van de programma's. Voor de pensioensector zijn dit onder andere het Executive Pensions Program, Integraal Risicomanagement, Vermogensbeheer en Uitbesteden voor de Pensioensector.

### Prioriteiten privé:

- Sporten: tennis en golf! Met dat golfen ben ik net begonnen.
- Sport kijken. Ik heb deze zomer erg genoten van de Olympische Spelen. Hopelijk kunnen we ook snel weer naar het stadion toe. Dan genieten we toch het meest.
- Eten, koken en borrelen met mijn vrienden. Daarbij halen we ook de karaoke-machine regelmatig van stal.



Werken vanuit huis mag sommigen dan meer rust geven, het maakte haar werk juist nóg intensiever. Deze bedrijfskundige en Senior Programma Coördinator Executive Education van Nyenrode Business Universiteit organiseerde de digitale bijeenkomsten van het opleidingsinstituut vanuit huis, verwelkomde vandaaruit deelnemers en sprekers, begeleidde ze naar hun break-out rooms, stuurde bij waar nodig en bleef, de regie strak in handen, erbij van A tot Z.

## Achmea IM appoints BNY Mellon

BNY Mellon has been appointed by Achmea Investment Management to provide AIFMD depository and global custody services to nearly € 19 billion of investment funds. This latest appointment extends BNY Mellon's relationship with Achmea Investment Management, where it already provides depository and fund administration services for a number of Achmea IM's investment funds.





## Pensioenverplichtingen Henkel naar Nationale-Nederlanden

Nationale-Nederlanden neemt de pensioenverplichtingen en bezittingen over van Stichting Pensioenfonds Henkel Nederland B.V. Deze overeenkomst heeft betrekking op circa 750 deelnemers, (oud-)werknemers, van Henkel. Het over te dragen pensioenvermogen van deze 'buy-out' bedraagt circa € 125 miljoen.

Vanaf 1 juli 2021 neemt Nationale-Nederlanden de pensioenverplichtingen over en ontvangen de deelnemers een levenslang gegarandeerd pensioen. Daarnaast krijgen zij op 1 juli 2021 een eenmalige inhaal-

indexatie en vanaf 1 januari 2022 ook een gegarandeerde jaarlijkse indexatie.

Het voornemen is dat de volledige collectieve waardeoverdracht per 1 november 2021 plaatsvindt, na goedkeuring van DNB. Stichting Pensioenfonds Henkel Nederland B.V. wordt vervolgens geliquideerd. Het pensioenfondsbestuur werd bij de selectie voor de toekomstige uitvoerder bijgestaan door adviseur Willis Towers Watson. AZL zal het volledige transitieproces en de liquidatie van het pensioenfonds begeleiden.

## Allianz neemt Rabo PGGM PPI over

Allianz heeft goedkeuring ontvangen van de toezichthouders voor de overname van Rabo PGGM PPI. Hiermee is aan alle voorwaarden voor de overname voldaan. De overdracht van Rabo PGGM PPI naar Allianz heeft inmid-

dels plaatsgevonden. De nieuwe naam wordt Allianz Premie Pensioen Instelling B.V. Voor Allianz betekent de overname een verbreding van het assortiment pensioenoplossingen voor werkgevers.

ABN AMRO

## Bitcoin ongeschikt als betaalmiddel – en als belegging speculatief

Bitcoin roept veel emotie op, maar of deze cryptomunt definitief aan zal slaan is nog onduidelijk. Het simpele concept van de onderliggende technologie (blockchain) helpt in elk geval en bovendien worden aan Bitcoin de voordelen van het netwerkeffect toegedicht. Een duidelijke 'use case' (functie of nut) en het toevoegen van waarde vormen echter belangrijke voorwaarden voor succes. Voorvechters van Bitcoin menen dat de digitale munt veel potentie heeft als betaalmiddel of belegging. ABN AMRO heeft daarom de voor- en nadelen van Bitcoin op dit vlak geïnventariseerd.

ABN AMRO concludeert dat de meeste argumenten tegen Bitcoin als betaalmiddel spreken. Bitcoin is op meerdere vlakken niet efficiënt en het bevestigde aantal ervan vormt een grote beperking.

'Over het algemeen is iets succesvol als iedereen het massaal toepast', zegt Ralph Wessels, Hoofd Beleggingsstrategie van ABN AMRO. 'Dit gebeurt vanzelf als zaken efficiënter worden of toegevoegde waarde hebben voor de gebruiker. Beide factoren lijken voor Bitcoin niet op te gaan, waardoor het draagvlak voor Bitcoin kan afzakken. Dit gaat weer ten koste van het netwerkeffect en maakt het moeilijker voor Bitcoin om uit te groeien tot wereldwijd betaalmiddel. Daar komt nog bij dat digitale betalingsalternatieven zich lijken aan te dienen.'

ABN AMRO stelt vast dat beleggen in cryptocurrencies zoals Bitcoin, gangbaarder wordt nu meer financiële dienstverleners die mogelijkheid aanbieden. Ook stelt de bank dat Bitcoin schaarser is dan goud en daarmee de functie van goud als anti-fiatgeld gedeeltelijk zou kunnen overnemen. Maar overige vergelijkingen met goud – zoals de waardevastheid – gaan mank, aldus ABN AMRO. Bovendien heeft de digitale munt volgens de bank geen intrinsieke of economische waarde.

In een eerder onderzoek kwam de bank tot de conclusie dat er geen eensluidend antwoord valt te geven op de vraag of cryptocurrencies, waaronder Bitcoin, van toegevoegde waarde zijn in een beleggingsportefeuille. Ook voldoet Bitcoin op meerdere punten niet aan duurzame beleggingscriteria (ESG). Al met al blijft ABN AMRO Bitcoin vooralsnog beschouwen als speculatieve belegging.

# Solidariteit tijdens pandemie is hartverwarmend

De COVID-19-pandemie zorgt wereldwijd voor ontredding en heeft tot een economische crisis geleid. Maar de crisis toont ook de onbaatzuchtige solidariteit van mensen en heeft overheden ertoe bewogen nieuwe wegen te vinden om de economie te stimuleren. Dat biedt tal van mogelijkheden om allerlei geleidelijk ontstane maatschappelijke misstanden aan te pakken.

Door *Joost van Mierlo*

Ian Goldin geldt als een van de grote pleitbezorgers van globalisering. Door de groeiende wereldhandel zijn in zijn ogen wereldwijd miljarden mensen ontsnapt aan de greep van ontluiserende armoede. Maar de voormalige directeur van de Wereldbank heeft ook stelselmatig aandacht gevraagd voor de structurele problemen die overal ontstaan, veelal ook als direct gevolg van diezelfde globalisering.

Goldin heeft zich altijd kritisch uitgelaten over de uitwassen van de dominantie van het marktdenken. Als oprichter van de Oxford Martin School en als hoogleraar Globalisering aan de Universiteit van Oxford heeft hij de afgelopen jaren in tal van publicaties aandacht gevraagd voor de toenemende ongelijkheid en andere structurele maatschappelijke problemen, zoals de klimaatverandering.

Waar anderen nauwelijks bekomen zijn van de schok die COVID-19 veroorzaakte, beseft Goldin dat de door hem gewenste transformatie juist waarschijnlijker is geworden. Hij heeft zijn bevindingen samengevat in een nieuw boek: 'Rescue, From Global Crisis to a Better World'. Via de telefoon licht hij zijn bevindingen toe.

**Wanneer begon het u te dagen dat de COVID-19-crisis juist mogelijkheden bood om de door u door de jaren heen geschetste maatschappelijke problemen aan te pakken?**

'Mensen bleken niet de individualisten te zijn waarvoor ze door met name economen gemakzuchtig werden uitge-

maakt. Integendeel, tijdens de COVID-19-crisis bleek er sprake van een hartverwarmende solidariteit. Dat uitte zich op tal van manieren. Het virus is vooral gevaarlijk voor ouderen, terwijl de maatregelen die genomen werden vooral jongeren hebben geraakt. Ze moesten een belangrijk deel van hun sociale leven opgeven of konden niet langer naar school gaan. Dit is eigenlijk zonder noemenswaardige protesten geaccepteerd. Er was een breed gedeeld besef dat de beperkende maatregelen noodzakelijk waren om een kwetsbaar deel van de bevolking te beschermen.

Tegelijkertijd zag je dat artsen en verpleegkundigen in de gezondheidszorg er alles aan deden om de noodzakelijke hulp te bieden. Dit ging gepaard met grote risico's voor de eigen gezondheid. Er is een nieuwe vorm van waardering ontstaan voor hun werk. Datzelfde geldt voor het onderwijs. De beloningen in de zorg en het onderwijs zijn door de jaren heen onder druk komen te staan. Maar desondanks is de inzet enorm geweest. De toewijding waarmee verpleegkundigen hun taken vervulden, is ongelooflijk. Het brengt een verandering teweeg in het besef welke cruciale beroepen, zoals vuilnisophalers en medewerkers in supermarkten, er werkelijk toe doen.'

**Hoe kijkt u naar de reactie van overheden?**

'Overheden blijken in staat om meer te doen dan ze zelf waarschijnlijk voor mogelijk hielden. Vooral in de rijkere landen is snel gereageerd en is er een netwerk gecreëerd om mensen die gedupeerd werden door het virus, of door



## CV

## Ian Goldin

Ian Goldin (1955) studeerde aan de Universiteit van Kaapstad en later aan de London School of Economics en de universiteit van Oxford. In de jaren negentig werkte hij bij de European Bank for Reconstruction and Development en was hij nauw betrokken bij de regering van Nelson Mandela. Daarna vervulde Goldin diverse functies bij de Wereldbank.



de opgelegde beperkingen, op te vangen. In tal van landen werd de schroom voor hogere overheidstekorten opzij gezet. Dat gold bijvoorbeeld voor Duitsland. En in de Europese Unie werd er op Europees niveau geld geleend voor nieuwe stimuleringsmaatregelen. Dat was voorheen ondenkbaar.

Maar overheden hebben natuurlijk niet overal op dezelfde manier gereageerd. Je merkt dat landen met populistische leiders de problemen hebben onderschat. Dat geldt voor de Verenigde Staten onder Trump, Brazilië onder Bolsonaro, Turkije onder Erdogan en India onder Modi. Ze hebben stuk voor stuk twijfel gezaaid over de bevindingen van wetenschappers. Maar het is duidelijk geworden dat ze ongelijk hadden. Dat biedt mogelijkheden voor bijvoorbeeld de aanpak van klimaatverandering, waar ze zich ook veelal tegen de inzichten van wetenschappers verzetten.

In veel landen is het vertrouwen in de overheid groter geworden. Het is nu zaak om door te pakken. Het grootste gevaar is om weer terug te vallen in de oude apathie. Mensen hebben het erover dat we weer terug moeten naar 'business as usual', maar als dat gebeurt, wordt een kans gemist om de maatschappelijke problemen aan te pakken.

**Het is nu bijna een half jaar geleden dat u uw manuscript inleverde. We naderen het einde van de beperkende maatregelen. Worden uw aanbevelingen overgenomen?**

'Er zijn tal van hoopvolle tekenen. Het beste is misschien wel dat Donald Trump niet is herkozen, iets wat ik overigens nog heb verwerkt in het boek. De 'Build Back Better'-beweging in de Verenigde Staten is een programma dat ik toejuich. De investeringen in de verbetering van de infrastructuur zijn noodzakelijk. Het is goed dat de aandacht wordt verlegd naar klimaatverandering. Daarbij is de rol

van een actieve overheid cruciaal. Het besef dat dit mogelijk is, groeit nog altijd.

Maar er zijn ook ontwikkelingen die me zorgen baren. Hoewel de solidariteit in

veel landen hartverwarmend is, is er sprake van een vermindering van internationale solidariteit. Er is een toename van het protectionisme te zien. Dat geldt bijvoorbeeld rond vaccinaties. Het is begrijpelijk dat landen eerst de eigen bevolking willen vaccineren, maar ik vind het moeilijk om uit te leggen dat je relatief veel minder kwetsbare 12- tot 18-jarigen gaat vaccineren terwijl in tal van armere landen echt kwetsbare mensen nog geen vaccin hebben ontvangen.

Dat is ook gevaarlijk voor Westerse landen. In de armere landen zie je voortdurend nieuwe varianten van het virus ontstaan. Je zou wat dat betreft meer solidariteit verwachten.

Daarnaast is in tal van landen enorm bezuinigd op Ontwikkelingshulp. Ik vind dat kortzichtig. Deze landen hebben niet de mogelijkheden om geld uit te geven zoals in de rijkere landen. Het betekent dat, als gevolg van de crisis wereldwijd, anderhalf miljard mensen onder de armoedegrens terechtkomen, terwijl gevraagd wordt om slechts 0,7% van het nationale inkomen aan ontwikkelingshulp te besteden. Dat vind ik onbegrijpelijk.'

**Dat wordt deels veroorzaakt door de wens om het tekort terug te dringen. Is dat terecht?**

'De overheidsinvesteringen zijn noodzakelijk. Zolang er sprake is van een extreem lage rente, ontstaat er waarschijnlijk geen echt probleem rond de overheidsuitgaven. Maar dat is een situatie die op den duur niet houdbaar is. Dat besef ik ook wel. Maar het hoeft niet te leiden tot nieuwe bezuinigingen of een nieuw 'austerity'-beleid. Overheden moeten gebruikmaken van de nieuwe solidariteit door belastingen te verhogen.'

## ‘De economische groei in China is de motor waar de wereldeconomie op draait. De Verenigde Staten en Europa hebben die groei de komende jaren hard nodig.’

**Dat zou een totale omschakeling zijn. Kiezers zijn immers gewend geraakt aan de belofte van belastingverlagingen. Hoe verander je dat?**

‘Ik heb het hier over belastingverhoging, maar het zou al heel mooi zijn als mensen en bedrijven de belastingen zouden betalen die ze eigenlijk verplicht zijn te betalen. Via tal van constructies, zoals trusts en belastingparadijzen, worden inkomsten versluierd. Het betalen van belastingen voor een effectieve overheid en goede publieke diensten zou de normaalste zaak van de wereld moeten zijn, maar dat is het niet.’

Je ziet dat er verandering komt op dat gebied. Er is verontwaardiging over de manier waarop rijke individuen en bedrijven hun geld wegsluizen. Dat blijkt bijvoorbeeld uit de ophef over de Panama Papers.

Maar zo hoeft het natuurlijk niet. Het is helemaal niet zo lang geleden dat een marginale hoogste belastingvoet van 70% geaccepteerd werd in de meeste landen. Maar er moet een gevoel bestaan dat het geld op een nuttige manier wordt gebruikt. En dat besef is, vanwege de groeiende solidariteit als gevolg van de COVID-19-crisis, aanwezig. Politici moeten daar gebruik van maken.’

**Het zijn nog niet de geluiden die je hoort in de Verenigde Staten of in het Verenigd Koninkrijk.**

‘Dat klopt, maar in tal van Europese landen, waaronder Nederland, zijn relatief hoge belastingen veel vanzelfsprekender. Dat zijn ook de landen waar de maatschappelijke ongelijkheid minder groot is. Dat geldt zelfs voor een land als Frankrijk. Met de problemen waar we de komende tijd voor staan, als gevolg van bijvoorbeeld digitalisering en klimaatverandering, zal ook in andere landen het besef groeien dat een actieve rol van de overheid noodzakelijk is.’

**Het gaat niet alleen over stimulans op nationaal gebied, maar ook over internationale samenwerking. De rol van China is cruciaal. Bent u daar optimistischer over dan veel andere wetenschappers?**

‘Natuurlijk ben ook ik geschokt door de behandeling van de Oeigoeren in China en de mensenrechtenschendingen in Hongkong. Maar ik ben ervan overtuigd dat het geen zin

heeft om China publiekelijk de les te lezen. Het is naïef om te denken dat noodzakelijke veranderingen in China van de ene dag op de andere zullen plaatsvinden. Natuurlijk moet je ze adresseren, maar alleen in onder-

linge contacten en op een manier waarmee je respect voor het land en de regering toont.’

**U noemt het naïef. Waarom?**

‘Bij velen heerst de simpele veronderstelling dat economische groei tot democratische hervormingen en meer politieke vrijheid zal leiden. Dat zijn we in het Westen misschien zo gewend, maar men beseft onvoldoende hoe uitzonderlijk de prestatie van China is. De economische metamorfose van het land is historisch gezien ongekend. Het is niet zo gek dat de Chinezen een deel van de verantwoordelijkheid daarvoor toeschrijven aan de eigen overheid. In plaats van een verminderd vertrouwen in de Communistische Partij heeft het bij veel Chinezen juist voor meer vertrouwen gezorgd.’

**Wat moet er gebeuren?**

‘We moeten voorkomen dat er een nieuwe Koude Oorlog ontstaat. Dat is het laatste dat we nodig hebben. China speelt immers een cruciale rol in bijvoorbeeld het tegengaan van klimaatverandering of het stoppen van toekomstige pandemieën. Maar niet alleen daarvoor. De economische groei in China is de motor waar de wereldeconomie op draait. De Verenigde Staten en Europa hebben die groei de komende jaren hard nodig.’

Ik heb meer waardering voor de benadering van Nixon en Kissinger in de jaren zeventig dan die van Trump en Biden op dit moment. Kissinger begreep dat je het niet overal met elkaar over eens hoeft te

zijn, maar dat dit geen belemmering mocht zijn om met elkaar in gesprek te gaan over zaken die belangrijk zijn.

In plaats van de confrontatie op te zoeken, moet gezocht worden naar een diplomatieke manier om aan de ene kant duidelijk te maken dat er verschillend gedacht wordt over tal van zaken, maar aan de andere kant de deur open te houden voor het aanpakken van de wereldwijde problemen. Daarvoor is de bijdrage van China, als land met een enorme bevolking en binnenkort het hoogste nationale inkomen ter wereld, cruciaal.’ ■



Educatieve bijeenkomst voor pensioenfondsen  
Klimaatverandering, Klimatrisico's en Transitierisico's

Maandagmiddag 1 november 2021 van 13.00 tot 17.45 uur

Achmea Investment Management, Zeist

Hoe integreer je als pensioenfonds klimaatgerelateerde risico's in de governance, het risicomanagement en je rapportages? In hoeverre kunnen klimatrisico's worden meegenomen in de ALM-studie? Hoe meet je fysieke risico's en transitierisico's?

Op **maandagmiddag 1 november van 13.00 tot 17.45 uur** zullen diverse experts ingaan op deze en andere relevante en actuele vragen, ten kantore van **Achmea Investment Management in Zeist**. De middag wordt voorgezeten door **Marcel Andringa**, Uitvoerend bestuurder bij Pensioenfonds Metalelektro, verantwoordelijk voor Vermogensbeheer.

Verschillende experts zullen hun visie met u delen, waaronder:

- **Piet Eichholtz**, Professor, Universiteit van Maastricht, Co-Founder & Partner, Finance Ideas
- **Ruud Hadders**, Responsible Investment Officer, ACTIAM
- **Mark Leeijen**, Fiduciair Adviseur, Achmea Investment Management
- **Hartwig Liersch**, CIO, Pensioenfonds Metaal en Techniek
- **Kees Ouboter**, Responsible Investment Officer, ACTIAM
- **Robin Schouten**, Executive Director, Fiduciary Management, Kempen
- **Alfred Slager**, Professor, TIAS School for Business and Society, Bestuurder, Adviseur, diverse pensioenfondsen

Daarnaast zal **Xander Urbach**, Senior Project Manager Responsible Investment bij de VBDO tijdens deze middag op **feestelijke wijze** bekendmaken welk Nederlands pensioenfonds het beste scoort in de **VBDO Benchmark Verantwoord Beleggen Pensioenfondsen 2021**.

### Registratie

Deelname aan het seminar is gratis en staat open voor pensioenfondsbestuurders en medewerkers van bestuursbureaus.

Wij zien ernaar uit u te mogen verwelkomen op onze educatieve bijeenkomst!

Kijk voor meer informatie op: [www.financialinvestigator.nl/seminar-1-november](http://www.financialinvestigator.nl/seminar-1-november)



### In samenwerking met:

**achmea** 

**Investment Management**

**actiam**



**BNP PARIBAS  
ASSET MANAGEMENT**

De duurzame belegger voor een wereld in verandering



**Kempen**

# Elk pensioenfonds verdient een eigen MVB-beleid

De Nederlandse pensioensector heeft momenteel de handen vol aan het nieuwe Pensioenakkoord en verantwoord beleggen. Financial Investigator sprak over deze onderwerpen met Rogier Krens, Chief Investment Officer bij Achmea Investment Management. Krens ziet een aantal grote veranderingen ten aanzien van verantwoord beleggen, waaronder de groeiende overtuiging dat elk fonds hierin zijn eigen beleid kan voeren.

Door Harry Geels Fotografie Kees Rijken

## Wat zijn momenteel de belangrijkste onderwerpen waar pensioenfonds zich mee bezighouden?

‘Zonder twijfel het Pensioenakkoord en maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB). Of eigenlijk meer specifiek klimaatrisico’s. Wat betreft het Pensioenakkoord zal de uitdaging vooral zijn hoe we beleggen goed uitgelegd krijgen aan de deelnemers. Het pensioenstelsel wordt onder andere aangepast met de bedoeling het zo transparant mogelijk te maken. Een mooi uitgangspunt! Maar of de deelnemers uiteindelijk zullen begrijpen wat er precies gebeurt en of ze zich voor hun pensioen zullen gaan interesseren, is nu nog lastig te voorspellen. De pensioenfonds, beheerders en administrateurs doen er in ieder geval hun uiterste best voor, al zijn er wel gradaties. Sommige fondsen wachten nog af en leggen de bal eerst bij de sociale partners, andere willen vooroplopen, zoals ook een aantal van onze klanten. Het is voor ons overigens fijn om al die verschillende plannen en behoeften van onze klanten te kunnen overzien. Dit kan via bijvoorbeeld kennisoverdracht zorgen voor een kruisbestuiving. Uiteindelijk verwachten we een schaalvoordeel te krijgen door het nieuwe Pensioenakkoord voor verschillende klanten, met al hun diversiteit, te kunnen uitvoeren.’

## Welke belangrijke trends op het gebied van MVB en ESG ziet u? En wat zijn de voornaamste drivers hierachter?

‘We prefereren de term verantwoord beleggen. Dat is meer dan ESG. Naast ecologische, sociale en goed bestuur-onderwerpen gaat het over normatieve keuzes. Momenteel is het klimaat dominant in de discussie over verantwoord beleggen. Som-

mige beleggers lijken zelfs, gechargeerd gezegd, het verantwoord beleggen af te doen als het reduceren van CO<sub>2</sub>-emissies. De focus komt dan te veel op alleen een getal te liggen. Klimaat is natuurlijk zeer actueel, maar het zou goed zijn als pensioenfonds ook kiezen voor aanvullende duurzame thema’s die dicht bij de belevingen van de achterban liggen en die breder zijn dan alleen klimaat, bijvoorbeeld mensenrechten, biodiversiteit, of andere SDGs van de VN. Elk pensioenfonds verdient zijn eigen beleid gericht op verantwoord beleggen, waarin de eigen thema’s naar voren mogen komen. En pensioenfonds zouden dit eigen beleid ook meer moeten durven uitdragen.

Een mooi praktijkvoorbeeld is ons COVID-19-statement dat we vorig jaar hebben opgesteld en waar direct het merendeel van onze klanten, vooral in de medische sector, zich achter heeft geschaard. In dit statement hebben we onder andere gesteld dat de farmaceutische industrie beter moet samenwerken om een vaccin te ontwikkelen en zich vervolgens moet inspannen het beschikbaar te maken voor iedereen in de wereld. Meer dan zestig institutionele beleggers en vermogensbeheerders wereldwijd hebben meegetekend met ons Investor Statement.’

## Hoe luidt jullie visie op het rendement en het risico van verantwoord beleggen, zowel kijkend naar het verleden als naar de toekomst?

‘Duurzaam beleggen moet meer worden bekeken vanuit de kansen die het biedt en vooral niet worden gezien als een beperking die geld kost of vervelend is. Het is onze >





CV

## Rogier Krens

Rogier Krens is sinds 2012 Chief Investment Officer bij Achmea Investment Management. Na zijn studie Bedrijfskunde in Groningen begon hij zijn carrière als derivatenhandelaar bij de Rabobank. Daarna bekleedde hij leidinggevende functies bij diverse banken en bij Syntus Achmea. Krens is tevens voorzitter van de Commissie Vermogensbeheer van de Pensioenfederatie.

overtuiging dat, zeker gezien de potentiële 'downsides' van beleggingen, met verantwoord beleggen allerlei risico's veel beter kunnen worden beheerst. En naast die betere risicobeheersing biedt verantwoord beleggen ook kansen. Denk maar aan de hele energietransitie en alle bedrijven die dat mogelijk gaan maken, wat interessante beleggingen kunnen zijn. Ook de EU zet daar erg op in.

Kijkend naar cijferreeksen uit het verleden blijkt dat met verantwoord beleggen een outperformance kán worden behaald. De teneur van de grote metastudies is een beetje fifty-fifty. Ongeveer de helft zegt dat het niet zoveel uitmaakt, de andere helft wijst op een outperformance van duurzaam beleggen. Maar resultaten uit het verleden bieden, zeker in dit geval, geen garantie voor de toekomst, zo is onze overtuiging. Het is de grote vraag of bedrijven en landen die veel minder scoren op allerlei duurzame criteria, daar in de toekomst mee weg zullen komen. Het is aannemelijk dat bedrijven die nu bijvoorbeeld erg vervuilend zijn, later hun prijzen zullen moeten verhogen omdat de maatschappij dergelijke vervuilingen niet meer toestaat, bijvoorbeeld doordat CO<sub>2</sub>-uitstoot verder wordt belast of dat hun diensten of producten simpelweg niet meer worden afgenomen.

Het is nu cool om in een elektrische auto te rijden. Wie had dat tien jaar geleden gedacht? De publieke opinie gaat een steeds belangrijkere rol krijgen en ook deelnemers roeren zich. Wij hebben de overtuiging dat als beleggers nu verantwoord beleggen, hen dit in de toekomst rendement gaat opleveren. Het is verder positief dat er ook steeds meer data beschikbaar komen om bedrijven op allerlei duurzame risico's te analyseren. Niet alleen met de bekende fundamentele bottom up-analyse, maar ook met andere middelen zoals machine learning en artificial intelligence. Dit gaat helpen bij het realiseren van de outperformance van duurzaam beleggen in de toekomst.

### Wat zijn jullie overtuigingen omtrent duurzaamheid en zijn die veranderd in de tijd?

'Eigenlijk zijn er twee grote veranderingen. Ten eerste was verantwoord beleggen tot voor kort voor veel beleggers een

moetje. Nu zien we dat de meeste institutionele beleggers de intrinsieke drijfveer hebben ontwikkeld om 'goed te doen'. De tweede grote verandering is dat steeds duidelijker wordt dat het verantwoord beleggen niet ten koste hoeft te gaan van het rendement. Sterker nog, een belegger zonder een goede duurzame agenda is of wordt een dief van zijn eigen portemonnee. De onderbou-

wing van duurzaam beleggen, zowel wetenschappelijk als praktisch, wordt steeds groter.

Een andere groeiende overtuiging is dat verantwoord beleggen voor ieder wat anders betekent. Natuurlijk is het goed dat bij bepaalde thema's gelijk opgetrokken kan worden met andere beleggers, maar het wordt steeds belangrijker om het duurzame beleid toe te snijden op de achterliggende sector en de deelnemers. Dit vergroot de acceptatie ervan en daarmee de vertaling naar concrete acties en beleid.'

### Hoe ziet jullie benadering er voor een beleggingsportefeuille concreet uit?

'We hebben onder andere een Climate Road Map ontwikkeld, een stappenplan om pensioenfondsen dichterbij de realisatie van de doelstellingen van het Klimaatkkoord van Parijs te brengen. Dit plan begint met het vaststellen van de klimaatovertuigingen en het in kaart brengen van de klimaatrisico's en -kansen. Aan de hand daarvan worden vervolgens klimaatdoelstellingen geformuleerd, die enerzijds kunnen resulteren in het bijsturen van de strategische asset allocatie en anderzijds in het bepalen met welke beleggingen het beste de CO<sub>2</sub>-uitstoot kan worden verminderd.

Het bereiken van andere duurzame doelen kan daar makkelijk bij aanhaken. De uitdaging zit hem hier in het goed begeleiden van de pensioenfondsbesturen, die niet in alle gevallen zo gespecialiseerd zijn in alle deelfactoren van verantwoord beleggen. Verder is het natuurlijk belangrijk dat een pensioenfonds goed kan rapporteren op basis van alle regelgeving, waarvan de SFDR momenteel een belangrijke is. Daartoe hebben we veel geïnvesteerd in rapportagesystemen. We hebben verschillende rapportageblokken rond verschillende

## ‘Het is onze overtuiging dat, zeker gezien de potentiële ‘downsides’ van beleggingen, met verantwoord beleggen allerlei risico’s veel beter kunnen worden beheerst.’

duurzame thema’s. Zo kunnen onze klanten met hun eigen beleid intern en extern, bijvoorbeeld wat betreft de eisen voor de website, compliant zijn. Ik zie hier overigens wel een gevaar. Klanten moeten er niet alleen naar streven om compliant te zijn, om daarna weer rustig adem te halen. Verantwoord beleggen is een proces dat eigenlijk altijd doorgaat. Klanten moeten steeds weer hun overtuigingen en de daarop afgestemde beleggingsportefeuilles scherpstellen. Er zijn steeds weer nieuwe maatschappelijke ontwikkelingen.’

### **Jullie zijn ook een voorstander van factorbeleggen in aandelenportefeuilles. Is de kwaliteit van de ESG-data dan niet heel belangrijk?**

‘Ja, en die wordt gelukkig steeds beter, maar een kritische blik blijft op z’n plaats. Er worden steeds meer ESG-data ingekocht. Niet alleen voor het beleggingsproces, maar ook voor de rapportages, waaraan steeds zwaardere wettelijke eisen worden gesteld. Er zit overigens nog een spanningsveld tussen wat toezichthouders willen en de hoeveelheid en kwaliteit van de beschikbare data. Het is daarnaast belangrijk over data te beschikken waarmee scenarioanalyses kunnen worden uitgevoerd. Wat als de temperatuur toch met een paar graden stijgt? Wat gebeurt er dan concreet met de beleggingen?’

Wat betreft factorbeleggen lijkt er naast de bekende traditionele factoren als waarde, volatiliteit en momentum nu een nieuwe factor te ontstaan: de ESG-factor. Hiermee kunnen pensioenfondsen beter sturen in de richting van de impact die ze op een zelfgekozen duurzaam thema willen maken. We doen daar veel onderzoek naar, in de zin dat we een ESG-factor ontwikkelen. Door deze factor toe te passen, ontstaat er in beleggingsportefeuilles een betere balans tussen de traditionele factoren en de nieuwe duurzame factoren. Het is onder andere om deze reden dat ASN Impact Investors ons heeft gekozen voor het beheer van een aantal van hun beleggingsfondsen.

De run op data is trouwens een ware wedloop aan het worden: de juiste data zien in te kopen, eventueel zelf te verrijken en tot slot in beleggingsmodellen toe te passen. We nemen hiervoor jonge mensen aan met capaciteiten die we bij wijze van spreken niet kenden. Dat leidt tot een mooie wisselwer-

king met collega’s die hier nieuwe stappen in zetten. Dat geldt ook voor mij. Het is bijzonder om dit van dichtbij mee te maken.’

### **Hoe ziet u de toekomst van verantwoord beleggen en heeft COVID-19 nog tot veranderingen geleid?**

‘Binnenkort spreken we niet meer over verantwoord beleggen. Het is straks een vanzelfsprekend onderdeel van beleggen geworden. Of het nu de risicomanager, compliance officer of portfoliomanager is, verantwoord beleggen wordt een standaardonderdeel van het vak. Het is ‘here to stay’. Verantwoord beleggen wordt eigenlijk weer gewoon ‘beleggen’, of misschien beter gezegd slim beleggen. De COVID-19-crisis heeft deze trend alleen maar versneld. Zelfs toen de crisis op haar dieptepunt was, hebben beleggers oog gehad voor verantwoord beleggen. Het was niet dat ze daar even geen tijd meer voor hadden. Dat is veelzeggend. Zoals gezegd zijn wij in het hart van de COVID-19-crisis zelfs actiever geworden, bijvoorbeeld met het farma-statement. Bij een nieuwe crisis zullen we niet nalaten iets vergelijkbaars te doen.’

### **Tot slot nog iets over de actualiteit. Hoe kijkt u aan tegen het kleiner wordende landschap van Nederlandse vermogensbeheerders?**

‘Er zijn de laatste jaren helaas de nodige teams of zelfs gehele vermogensbeheerders door buitenlandse partijen gekocht. Het is geen goede ontwikkeling dat het aantal Nederlandse aanbieders afneemt. Aan de andere kant hebben zich wat betreft fiduciair beheer ook weer een aantal buitenlandse partijen uit Nederland teruggetrokken, omdat ze de lokale aanwezigheid hier niet goed konden optuigen. Maar de balans gaat inderdaad niet de goede kant op. We moeten wellicht eens een goede discussie voeren over de vraag of de Nederlandse pensioensector erbij gebaat is dat een steeds groter deel van het vermogen door buitenlandse partijen wordt beheerd. Mijn eerste reactie is van niet. De spoejing wordt dun. We hebben onze eigen pensioencultuur en -regelgeving. Het nieuwe Pensioenakkoord is daarvan een actueel en goed voorbeeld. Verder hebben we in Nederland de neiging om met van alles en nog wat voorop te lopen. Denk aan verantwoord beleggen. De vraag is of buitenlandse partijen daar altijd voldoende oog voor hebben.’ ■

# Meer een bouwer dan een beheerder

Hij dient de deelnemersbelangen met overtuiging vanuit zijn expertise op het gebied van vermogensbeheer, transitie-management, governance en integriteitsvraagstukken. In de spotlights staan, hoeft voor hem niet zo. Na enige omgevingsdruk stemde hij toch in met een interview. Financial Investigator sprak met Dick Vis, Beleggingspecialist, Voorzitter en Toezichthouder bij diverse pensioenfondsen.

Door Lies van Rijssen

'Naar een loopbaan in de pensioenwereld heb ik niet bewust gezocht. Mijn achtergrond ligt in de beleggingsindustrie. Daar heb ik tien jaar lang met mijn voeten in de klei gestaan. Op de beleggingsafdeling, maar ook in de dealingroom bij verschillende banken. In 2001 ging ik een jaar op wereldreis. Terug in Nederland ben ik gaan werken bij DSI, destijds de privaatrechtelijke toezichthouder op de effectenindustrie. Tegenwoordig geeft DSI, op verzoek van de sector, uitvoering aan strikte zelfregulering door middel van personeelsscreening, certificering, tuchtrecht en een openbaar register. Maar toen ik daar binnenkwam, stond DSI nog in de kinderschoenen.

Bij DSI heb ik me beziggehouden met het optuigen en professionaliseren van de organisatie. Ook bedienden we de Klachtencommissie DSI waar ik onder andere project-leider ben geweest op het beruchte Legio Lease-dossier. (red.: Legio Lease wilde deelnemers met door hen geleend geld laten profiteren van de beurshausse. Toen beurskoersen daalden en aandelen minder waard werden dan waarvoor ze aangekocht waren, ging het mis, red.). De medewerkers van DSI waren aangesloten bij een pensioenfonds en in 2012 ben ik in het bestuur daarvan gekomen. Het fonds verkeerde in een crisis, dus zo werd crisismanagement mijn eerste klus in de pensioenwereld. Ik beweeg me in de pensioen-

sector nu op de gebieden vermogensbeheer, transitie-management, governance en integriteit.

In de beleggingsindustrie heb ik ongeveer tien jaar lang gewerkt, ik werkte bijna even lang bij DSI als Toezichthouder en nu zit ik alweer zo'n tien jaar in de pensioenen. Hier voel ik me echt op mijn plaats. Het is belangrijk dat de pensioensector formidabel goed is in beheren, want we hebben tezamen nogal veel te beheren. Ik heb wel gemerkt dat ik zelf minder een beheerder ben en meer een bouwer. De enorme transitie die nu voor de deur staat, boeit me dan ook zeer. Het oude stelsel is niet meer houdbaar en er zit met grote kracht iets nieuws aan te komen. Veranderingen begeleiden, voelt voor mij als een natuurlijke rol.

Van alle grote ontwikkelingen in de pensioensector springt de professionaliseringsslag er voor mij uit. De vakbekwaamheidseisen zijn de afgelopen jaren sterk aangescherpt en DNB is ook de integriteit van bestuurders gaan toetsen. Ik sta daar helemaal achter. Pensioenfondsen hebben een groot sociaal belang, maar staan ook voor een enorm financieel belang. De verhoogde dijkbewaking heeft op een bepaald moment geleid tot de Wet versterking bestuur pensioenfondsen. Sindsdien

**'We hebben momenteel de mogelijkheid om te investeren in de winnaars van de toekomst. Daar zou ik mijn geld wel op willen zetten.'**



CV

## Dick Vis



Dick Vis begon zijn loopbaan in de beleggingsindustrie bij banken. In 2002 kwam hij aan de andere kant van de tafel toen hij bij DSI Toezichthouder op de effectenindustrie werd. Inmiddels werkt hij alweer zo'n tien jaar in de pensioensector, als Bestuurslid, Toezichthouder en Projectleider. Vis is als Werkgeversvoorzitter verbonden aan het Bedrijfstakpensioenfonds SAG (Schilders-, Afwerkings- en Glaszetbedrijf) en bekleedt functies bij de Beroepspensioenvereniging en het Beroepspensioenfonds Openbare Apothekers (BPOA en SPOA), Pensioenfonds Astellas en het personeelspensioenfonds van APG. Verder is hij Gastdocent bij Nyenrode Business Universiteit en Lid van de Raad van Commissarissen van GoCredible.

kwamen er ook expert-bestuurders in de pensioenfondsbesturen. Ik ben zelf destijds als Beleggingsexpert tot het pensioenfonds van Ballast Nedam toetreden en werd Voorzitter van de Beleggingscommissie. Velen uit de beleggingsindustrie zijn op dergelijke functies in de pensioensector terechtgekomen om te helpen dat enorme vermogen te beheren én om ten behoeve van de werknemers, de deelnemers, tegenwicht te kunnen bieden aan de belangen van de beleggingsindustrie. Begrijp me goed, als ik met het inzicht van nu terugkijk op mijn periode in de effectenindustrie, denk ik net zo goed: 'Hoe was het mogelijk dat het toen zo ging zoals het ging?' Voortschrijdend inzicht is van alle tijden en sectoren. In de pensioensector hebben alle verhoogde eisen er onder meer toe geleid dat er geen duizend pensioenfonds meer zijn, maar nog zo'n tweehonderd. De dijken zijn zo hoog geworden, dat een zelfstandig voortbestaan voor veel kleinere partijen niet meer op te brengen is als daar geen behoefte meer aan is.

Een andere zeer belangrijke verandering is voor mij de grote aandacht die we nu voor ESG hebben, hoe we de planeet nalaten aan de volgende generatie. Ook daarin kunnen we een grote verantwoordelijkheid nemen als sector. Ik wil daaraan een bijdrage leveren, ook in mijn persoonlijk handelen. De wending die we daar maken, voelt heel natuurlijk en compleet terecht. Het is ook economisch profijtelijk, want het is aantoonbaar dat investeringen in bedrijven die de toekomst hebben, een positief risico-rendementsprofiel kennen. We hebben momenteel de mogelijkheid om te investeren in de winnaars van de toekomst. Daar zou ik mijn geld wel op willen zetten. Waarom zou je je daarvoor als pensioenfondsbestuurder dan ook niet sterk willen maken in het belang van je

deelnemers? Waarom zou je in oude, vervuilende industrieën willen blijven hangen?

Als effect van de lage rente is het maatschappelijk draagvlak onder het oude pensioenstelsel sterk afgenomen, maar ook onder het nieuwe stelsel is nog maar weinig draagvlak opgebouwd. Het onderwerp leeft nauwelijks bij de werkende Nederlander. Een grote meerderheid heeft geen flauw idee wat de essenties van het nieuwe stelsel zijn. Er is dus nog heel wat zendingswerk vanuit de pensioensector nodig in termen van communicatie, change management en het meenemen van de deelnemers in de veranderingen. Het is een uitdaging waar we heel veel kracht, tijd en energie in moeten steken. We moeten ook bedenken dat veranderingen die door een ander worden opgelegd altijd de veranderingen zijn die het minst snel worden geaccepteerd.

Terecht zien sociale partners een collectief geregeld stelsel van pensioenen nog steeds als een belangrijke arbeidsvoorwaarde. Het gaat ergens over: een goede pensioenregeling kan een armoedeval onder ouderen voorkomen. Menig land heeft er nog steeds mee te maken dat mensen in armoede hun oude dag moeten zien door te komen. Wat dat betreft hebben wij het hier goed voor elkaar. We hebben een prima basis. Dat moeten we nog altijd beter uitleggen. En daarbij moeten we ons blijven realiseren dat inzicht in het belang van pensioen en een hoog opleidingsniveau niet per definitie gerelateerd zijn. Ik ben een tijdlang bij een pensioenfonds betrokken geweest met een deelnemersbestand van zeer hoogopgeleide bèta-wetenschappers. Ik was daar bij wijze van spreken de laagstopgeleide aan de bestuurstaafel. Maar pensioen was bij onze deelnemers bepaald niet top of mind. Mensen >

## ‘Een grote meerderheid heeft geen flauw idee wat de essenties van het nieuwe stelsel zijn. Er is dus nog heel wat zendingswerk vanuit de pensioensector nodig.’

zijn met hun vak bezig! Daardoor blijft het belang en de werking van pensioen inzien een grote uitdaging voor iedereen die er niet beroepsmatig bij betrokken is.

En dan is er nog de onwetendheid over ‘hebzucht’ in de beleggingswereld. Hoe ga je met die emotie om? Dat is niet rationeel te beredeneren. Het handelen in dat spanningsveld moeten pensioenprofessionals op zich nemen in het belang van hun deelnemers. We hebben geleerd dat beleggers op basis van emotie nogal eens verkeerde keuzes maken. Als je dat aspect er voor de deelnemer een beetje uit kan filteren, kan dat het pensioenresultaat positief beïnvloeden. Tegelijk vind ik dat je ook weer niet te veel voor andere mensen moet beslissen.

Zolang korten niet aan de orde is, kan het nieuwe pensioenstelsel eenvoudiger uitlegbaar zijn dan het huidige. We moeten dus goed duidelijk maken dat in het nieuwe stelsel niet alleen indexeren sneller aan de orde kan zijn, maar korten net zo goed. Vervolgens moeten we er rekening mee houden dat mensen vooral dat ‘sneller indexeren’ horen en doof blijven voor ‘sneller korten’. Ik hoop dat we bij de introductie van het nieuwe stelsel de wind mee hebben en dat het ten minste de eerste twee jaar niet tot korten hoeft te komen. Dat laatste zou betekenen dat de acceptatie van het nieuwe stelsel meteen al op achterstand zou komen. Het klinkt wat pessimistisch, maar we hebben het niet voor elkaar gekregen om mensen te laten inzien dat een groot deel van de pot die we nu beheren uit beleggingsrendement bestaat en dat je, om een goed pensioen op te bouwen, beleggingen gewoon nodig hebt. Lukt dat nu dan wel? Daar zit mijn zorg.

En daar komt de emotie van die ‘eigen pot’ nu ook nog bij. Daar kan je interessante discussies met deelnemers

over krijgen. Laten we ons daarop voorbereiden, het is echt een realistisch

scenario. En daarmee ontken ik niet dat we naar dat nieuwe stelsel toe moeten. Ik benadruk alleen dat de voorbereiding diepgaand en zorgvuldig moet zijn als je wilt voorkomen dat het nieuwe stelsel voer voor populisme en voor ongewenste headlines in de kranten wordt. Heb dus oog voor de emoties die kunnen opkomen. Zorg dat je daar een draaiboek voor klaar hebt liggen. Maar voer deze gedachtenoefeningen vooral niet alleen uit met de mensen die goed zijn in de balansen en cijfertjes of letters. Raadpleeg met name ook de experts op het gebied van de omgang met menselijke emoties.



Ik ben gek op reizen. Vooral Azië heeft al jaren mijn intense belangstelling. Ik realiseer me heel goed dat dit haaks staat op mijn eerdere opmerkingen over ESG. Ik zoek wél naar de goede modus. Ik ben betrokken bij vijf verschillende pensioenfondsen en lees me bijna onlangs aan bestuursstukken. Als ik daar 's avonds mee stop, is nóg meer lezen wel het laatste waar ik behoefte aan heb. Mijn nachtkastje is een stapel boeken die groeit en groeit en die ik soms lange tijd niet aanraak. Maar de boeken in die stapel boeien me wél! Een daarvan, en daarin lees ik wél, is ‘Dingen die

je alleen ziet als je er de tijd voor neemt’. Dit boek is geschreven door een boeddhistische monnik uit Zuid-Korea. In korte teksten snijdt Haemin Sunim levenskwesaties aan, persoonlijke maar ook uit onze werksituatie. Hij wil ons leren hoe we rust kunnen vinden in een drukke wereld. Mildheid en compassie zijn hierbij belangrijke richtsnoeren. Een ander boek waarin ik vergevorderd ben, is ‘Reisverslag van een kat’ van Hiro Arikawa. Een beetje een Japanse roadtrip. Als ik daarin bezig ben, ben ik weg van hier en voor even toeschouwer in een andere beschaving.’ ■



## Hoe werkt het?

De Belastingdienst betaalt graag mee aan je steun. Als jij jouw gift aan WWF voor minimaal vijf jaar vastlegt als periodieke schenking dan kun je deze aftrekken van de belasting. Je krijgt dan een deel van het geschonken bedrag terug van de Belastingdienst.



# MEER IMPACT VOOR DE NATUUR

## En belastingvoordeel voor jou

Wil jij impact maken voor de natuur en de fiscus een handje laten meehelpen? Dat kan! Graag wijzen we je op een mooie mogelijkheid die voordeel voor jou oplevert én voor de natuur: periodiek schenken. Met een periodieke schenking zijn donaties – groot en klein – fiscaal aftrekbaar. Periodiek schenken aan WWF is makkelijk, veilig én snel geregeld.

**Regel het meteen en leg jouw schenking met belastingvoordeel vast via:**

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

## Voordelen van periodiek schenken op een rij

- De Belastingdienst geeft een deel van je gift terug
- Je kunt kiezen om dit geld zelf te houden óf ook aan WWF te schenken, zo draag je nog meer bij aan de natuur
- Een leuk extraatje: als je nu besluit om periodiek te gaan schenken krijg je het prachtige koffietafelboek 'Dieren van de Wereld' cadeau

**Be one with nature**

# Duurzaam beleggen in vastgoed is een must

Door Hans Amesz Fotografie Ruben Eshuis Photography



Sommige vastgoedassets doen het momenteel goed en andere niet. Voor het eerst is er sprake van een ontkoppeling: logistiek gaat de ene kant op, kantoren de andere. Daarnaast stort de detailhandel in en komen er andere soorten operationeel vastgoed bij. Is er sprake van een systemschok?

**De COVID-19-pandemie heeft trends zoals online winkelen en werken op afstand duidelijk versneld. Dit heeft ongetwijfeld invloed op de manier waarop gebouwen worden gebruikt. Wat zal er als gevolg van de pandemie gaan veranderen?**

**Kiemthin Tjong Tjin Joe:** ‘Het antwoord is dat er meer flexibiliteit nodig is, want we moeten voorbereid zijn op de toekomst. Er gaan nu weer meer mensen naar kantoor, maar als er op COVID-19-gebied weer iets gebeurt, zal er weer meer vanuit huis moeten worden gewerkt. Je business continuity planning moet op orde zijn.’

**Guillaume Masset:** ‘Ik zou zeggen dat er eerder sprake is van een verstoring dan van een versnelling. Werken op afstand bestond natuurlijk al voor COVID-19, maar het bleef marginaal. Door de lockdown zijn veel mensen thuiswerken gaan ontdekken. Ze realiseerden zich dat dit mogelijk was en velen vroegen zich af waarom naar kantoor gaan eigenlijk nodig was. Nu zitten we in een fase waarin mensen het kantoor steeds meer gaan missen. Ze willen hun collega's weer ontmoeten. Het kantoor is dus niet dood, maar het moet wel veranderen. Dat komt neer op minder gebruik van het kantoor in de zin van productieruimte en meer in de zin van socialisatie, samenwerking en service. Kantoren moeten ook aantrekkelijk zijn, een beetje zoals hotels, wat betekent dat de ruimte en de diensten van betere kwaliteit moeten zijn. Maar het betekent ook dat ze op aantrekkelijke locaties moeten zijn gevestigd. Dat wil zeggen in levendige buurten waar mensen graag naartoe willen vanwege bijvoor-

beeld de speciale winkels en restaurants. Er zal dus waarschijnlijk minder behoefte zijn aan traditionele zuivere kantoordistricten.’

**Dick Gort:** ‘Ik denk dat meer mensen vanuit huis of vanaf andere locaties dan het oorspronkelijke kantoor zullen blijven werken. Maar kantoren zullen niet verdwijnen. Als je als werkgever aantrekkelijk wilt zijn, moet je zorgen voor een aantrekkelijke kantoorruimte: een gezonde werkplek op een toegankelijke locatie. We zien dat de kloof tussen zogenaamde goede en slechte steden groter is geworden en waarschijnlijk zal die nog toenemen. De top High Street-locaties zijn veerkrachtig ten aanzien van de COVID-19-pandemie: winkelen zal bijvoorbeeld altijd een belangrijke activiteit van een groot deel van de bevolking zijn.’

**Mark Siezen:** ‘Ik wil graag iets zeggen over de gevolgen van COVID-19 voor het reisverkeer. We zien dat er een grote flexibiliteit in werken is ontstaan, zowel qua tijd als qua plaats. Omdat werken flexibeler is geworden, is de vrijetijdsbesteding ook flexibeler geworden. Er lijkt sprake van meer weekendtrips en korte uitstapjes door de week. Wij hebben er het volste vertrouwen in dat het vrijetijdsreizen snel weer zal opveren. Op het gebied van zakenreizen zullen zich wel enkele structurele veranderingen voordoen. Maar je moet voorzichtig zijn met het afschrijven van de reisbranche. De reisindustrie is in het verleden al vaak geconfronteerd met bijna rampzalige ontwikkelingen – zoals vulkaanuitbarstingen en terroristische bedreigingen – en is toch steeds versterkt teruggekomen.’

**Sophie van Oosterom:** ‘Wat zakenreizen betreft, denk ik wel dat het dit keer anders zal zijn. Zelfs voordat de COVID-19-crisis toesloeg, was er al een groot aantal bedrijven dat naar zijn uit de hand gelopen reiskosten keek omdat mensen bij wijze van spreken constant in een vliegtuig zaten. Men realiseerde zich dat dit niet alleen duur was, maar ook impact had op het milieu. Door de ongelooflijke focus op ESG kunnen bedrijven het zich niet meer veroorloven even vaak van het vliegtuig gebruik te maken als vroeger. Ook al niet omdat we hebben ervaren

**Voorzitter:**

**Barbara Maltha-Koppelman,**  
CBRE Capital Advisors

**Deelnemers:**

**Jaap van der Bijl,** Altera Vastgoed  
**Dick Gort,** a.s.r. real estate  
**Amilcar Grot,** Blue Sky Group  
**Guillaume Masset,** Principal Real Estate Europe  
**Sophie van Oosterom,** Schroders  
**José Pellicer,** M&G Real Estate  
**Mark Siezen,** Bouwinvest  
**Kiemthin Tjong Tjin Joe,** Stichting Nedlloyd Pensioenfonds



**VOORZITTER**

**Barbara Maltha-Koppelman**

Barbara Maltha-Koppelman is Director bij CBRE Capital Advisors met een focus op ESG. Met het aantrekken van institutioneel kapitaal voor vastgoedfondsen als hoofddoel, richt zij zich op verbetering van de vastgoedstrategie op onder meer het gebied van ESG en Impact Investing. Ook klimaatrisico's brengt haar team in kaart voor beleggers. Maltha-Koppelman is Bouwkundig Ingenieur en heeft ruim twaalf jaar ervaring in de financiële vastgoeddienstverlening bij onder andere Deloitte Real Estate en Bouwinvest REIM.



Jaap  
van der Bijl

Jaap van der Bijl is sinds 2016 CEO van Altera Vastgoed. Daarvoor werkte hij bij Syntus Achmea Real Estate & Finance, waar hij vanaf 2013 Managing Director Investor Relations was. In de periode van 2002 tot 2008 werkte Van der Bijl daar als Director Investor Relations. Tussen 2008 en 2013 was hij Senior Head of Sales & Client Services Northern Europe bij AXA Real Assets. Daarvoor was hij actief in verschillende managementposities, zoals Product Manager Achmea Pensions en Manager van pensioenfondsen.



Dick  
Gort

Dick Gort is sinds 2007 CEO van vastgoedvermogensbeheerder a.s.r. real estate, onderdeel van verzekeraar a.s.r. Voor professionele beleggers beheert a.s.r. real estate vijf Nederlandse vastgoedfondsen en individueel vermogensbeheermandaten voor (inter)nationaal vastgoed. Eerder werkte Gort bij MN en Syntus Achmea Real Estate & Finance. Hij studeerde Bedrijfskunde aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en deed de postdoctorale opleiding Master of Real Estate aan de Universiteit van Amsterdam.



Amilcar  
Grot

Amilcar Grot was tijdens deze Ronde Tafel als Senior Portfolio Manager Alternatives werkzaam bij Blue Sky Group, waar hij verantwoordelijk was voor de vastgoedportefeuille. Inmiddels is hij als Senior Portfolio Manager Real Estate in dienst getreden bij een Nederlandse organisatie gericht op fiduciair management. Daarnaast is hij lid van de Board of Directors van AFIRE. Grot heeft een MBA van de London Business School en een Msc in Real Estate Finance van de Universiteit van Amsterdam.



Guillaume  
Masset

Guillaume Masset is verantwoordelijk voor transacties en asset management in Europa voor Principal Real Estate. Hij is President van Principal's Franse gereguleerde entiteit, Principal Real Estate SAS, Hoofd van het kantoor in Parijs en Regional Head voor Benelux en Southern Europe. Voordat hij in december 2011 begon bij Principal Real Estate Europe (voorheen INTERNOS Global Investors), heeft Masset in 2007 het Franse kantoor van Invista REIM opgezet. Hij heeft meer dan 20 jaar ervaring in European Real Estate.



Sophie  
van Oosterom

Sophie van Oosterom is sinds januari 2021 in dienst bij Schroders als Global Head of Schroders Real Estate. Zij is verantwoordelijk voor het leiden van de groei-strategie van de Real Estate-divisie en maakt onderdeel uit van het vastgoedbeheercomité en het beleggingscomité. Van Oosterom was voordien CEO en CIO van EMEA voor CBRE Global Investors. Daarvoor was zij Managing Director bij Lehman Brothers Real Estate Partners (nu Silverpeak) en Hoofd Asset en Portfolio Management voor Europa en Azië.



José  
Pellicer

José Pellicer trad in augustus 2019 in dienst bij M&G Real Estate als Head of Investment Strategy. Hij is verantwoordelijk voor de onderzoeks- en ESG-teams en is Voorzitter van de Beleggings- en Fondsbeoordelingscommissie. Voor M&G was hij Global Head of Research bij Patrizia AG en Partner bij Rocspring PIM. Hij heeft ook gewerkt bij Goldman Sachs, AEW en Deutsche Bank. Pellicer behaalde een Master in Real Estate Investment van de Cass Business School en een Master Kwantitatieve Economie van de Université Catholique de Louvain.



Mark  
Siezen

Mark Siezen werd op 1 november 2020 aangesteld als Chief Client Officer bij Bouwinvest. Voordat hij daar in dienst trad, was hij Executive Director en Lid van het Bestuur van CBRE Nederland. Hier was hij verantwoordelijk voor de activiteiten binnen de retail en industriële/logistieke sectoren. Eerder bekleedde hij diverse managementposities bij verschillende multinationale vastgoedbedrijven in Nederland en in het buitenland. Siezen studeerde Engineering Geology aan de TU Delft en Construction Project Management aan de University of Reading.



Kiemthin  
Tjong Tjin Joe

Kiemthin Tjong Tjin Joe is Senior Investment Manager Fixed Income & Real Estate bij de Stichting Nedlloyd Pensioenfondsen. Sinds 2016 beheert hij de obligatieportefeuille en de vastgoedportefeuille. Daarvoor werkte hij achttien jaar als Portfolio Manager Fixed Income bij PGB Pensioendiensten en A&O Services (BPF Schilders). Hij is afgestudeerd in Econometrie en Bedrijfseconomie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Ook heeft hij de RBA-titel verworven aan de Vrije Universiteit Amsterdam en heeft hij de CAIA-opleiding afgerond.

**‘Het gaat niet zozeer over suburbanisatie of verstedelijking, maar over hoe we goede woningen kunnen creëren voor de lagere inkomens of de middeninkomens.’**

dat het mogelijk is online zaken te doen en mensen te ontmoeten. Een andere interessante trend is wat er gebeurt op het gebied van de kantoren. Ik denk dat hotels en kantoren meer naar elkaar toe zullen groeien qua aanpak. Verschillende hotellocaties kunnen gaan fungeren als een soort semi-kantoren. Tegelijkertijd moeten we flexibeler zijn met ons kantoor-aanbod. We hebben waarschijnlijk allemaal verschillende ideeën over hoe mensen terug naar kantoor zullen gaan. Dat zal zich vertalen in veel verschillende modellen. We moeten nadenken over de flexibiliteit die we in de toekomst aan onze huurders zullen moeten geven. Kantoren komen zo dicht bij de hospitality approach van hotels te staan.’

**José Pellicer:** ‘De theorie is dat een kantoor een samenwerkingsruimte wordt in plaats van een productieruimte. Maar wat als er een vergadering moet worden gehouden met twee mensen thuis en drie op kantoor? Er moet dus ofwel een technologische oplossing komen om dit hybride werken in de praktijk mogelijk te maken, ofwel iets anders. Op dit moment valt het, denk ik, nog te bezien of hybride werken echt werkt.’

**Siezen:** ‘De afgelopen maanden hebben we gezien dat het bijna beter werkt als iedereen thuis is en online dan wanneer je een mix hebt binnen een team van mensen op kantoor en thuis. Wat betreft de productiviteit zijn de meeste onderzoeken tot nu toe gebaseerd op zelfevaluaties. Uit de weinige objectieve onderzoeken die tot nu toe gedaan zijn, lijkt productiviteit op zijn best stabiel te zijn met meer thuiswerken. Hoe meer onderzoeken er komen die het fenomeen beschrijven, hoe meer beweging er zal komen om werknemers te motiveren terug naar kantoor te komen.’

### **Hebben jullie tijdens de pandemie nieuwe investeringen gedaan?**

**Amilcar Grot:** ‘Met betrekking tot vastgoed hebben wij geïnvesteerd in fondsen of managers die we kenden, maar we zijn geen nieuwe relaties aangegaan.’

**Gort:** ‘Begin 2020 hebben we de mogelijke gevolgen van de COVID-19-crisis in verschillende scenario’s in kaart gebracht. Op basis van deze kennis en op basis van

het feit dat we beleggen voor de lange termijn, namen we het besluit om te blijven investeren. In 2020 kochten we namens ons science park-fonds drie gebouwen op science parks en onder andere EDGE Eindhoven namens het kantoren- en woningfonds. Daarnaast zijn we altijd geïnteresseerd geweest in hernieuwbare energie. Vandaar dat we in zonne- en windmolenparken investeren. En we beleggen al 125 jaar in landbouwgrond. Wij vinden dit toekomstbestendige investeringsmogelijkheden.’

**Tjong Tjin Joe:** ‘In de COVID-19-tijd hebben we geïnvesteerd in fondsen waarvan we de due diligence al grotendeels hadden afgerond. Nu zijn we ook op zoek naar een fonds en dat doen we zo veel mogelijk via videogesprekken. Zo gauw we kunnen reizen, gaan we de betrokkenen daadwerkelijk bezoeken.’

### **Als we kijken naar het niveau van verstedelijking, gaan de jaren '20 van deze eeuw dan over suburbanisatie?**

**Pellicer:** ‘Als mensen meer vanuit huis werken, hebben ze waarschijnlijk meer ruimte nodig. In een wereld met meer thuiswerken, zullen de forenzengordels, alleen al vanwege de behoefte aan ruimte, zich logischerwijs uitbreiden.’

**Jaap van der Bijl:** ‘Het gaat niet zozeer over suburbanisatie of verstedelijking, maar over hoe we goede woningen kunnen creëren voor de lagere inkomens of de middeninkomens. Als je tegenwoordig een gemiddeld jaarlijks inkomen van tussen de 35.000 en 50.000 euro hebt, ben je niet in staat om een huis te kopen of een sociale huurwoning te krijgen. Dat is echt bepalend voor de manier waarop we verdergaan. Waar en hoe kunnen mensen gaan wonen? Op hoeveel vierkante meter? Hoe duurzaam? Op welk serviceniveau?’ >

**‘Als je niet zorgt dat je gebouwen aan bepaalde ESG-eisen voldoen, zal de financiële performance in de toekomst ontbreken.’**

**Van Oosterom:** ‘Betaalbaarheid is een probleem, maar een deel daarvan wordt opgelost als niet iedereen meer op dezelfde vierkante meters wil wonen en er, verder weg van de economische centra, meer ruimte wordt gecreëerd.’

**Grot:** ‘Daar ben ik het mee eens. Na COVID-19 zie ik echt een opleving van de buitenwijken ontstaan. Dezelfde vraag van vóór de pandemie naar appartementen in de binnenstad, zien we nu naar eengezinswoningen in de buitenwijken.’

**Siezen:** ‘De woningmarkt in Nederland zit op dit moment behoorlijk vast. Er is nauwelijks sprake van opwaartse, neerwaartse of zelfs horizontale mobiliteit. Een van de belangrijkste manieren om dit in de komende jaren op te lossen, is door middel van seniorenhuisvesting. Door meer aantrekkelijke en kwalitatief hoogwaardige seniorenwoningen te creëren, kunnen senioren makkelijker verhuizen, waardoor grotere eenheden beschikbaar komen voor gezinnen en mensen die meer ruimte nodig hebben. Er moet dus worden nagedacht over verschillende concepten voor seniorenhuisvesting.’

#### **Wat de Big Cities versus de rest betreft: is de trend van ‘nivellering van regionale rijkdom’ een wereldwijde trend?**

**Van der Bijl:** ‘Het zou afhankelijk kunnen zijn van de geografie en het type economie in een bepaald land. Ik ben wellicht bevooroordeeld omdat ik het bekijk vanuit het perspectief van een klein en dichtbevolkt land als Nederland. Het is anders als je bijvoorbeeld naar Frankrijk kijkt of naar de stand van zaken in Oost-Europa. Het vereist gedegen onderzoek om deze vraag te beantwoorden, maar van een nivellering van inkomens of welvaart ben ik niet zo zeker.’

**Masset:** ‘Veel mensen in Frankrijk verhuizen naar het zuiden, omdat de huur daar lager, het leven goedkoper en het klimaat prettiger is. Er zijn ook bedrijven die hun kantoren verhuizen naar zuidelijke steden als Bordeaux of Marseille. In deze laatste stad hebben wij niet voor niets een kantoorgebouw gekocht. Zowel qua bevolking als qua BBP groeit Marseille veel sneller dan Frankrijk als geheel, wat overigens al vóór de COVID-19-pandemie het geval was.’

**Van Oosterom:** ‘Het was een specifieke beslissing van de Franse regering om Marseille, na Parijs, als tweede regio in Frankrijk te promoten. Mede door COVID-19 is Marseille een locatie geworden waar iedereen wil zitten. De bezettingsgraden in Marseille zijn de hoogste van heel Europa.’

#### **Wat kan worden gezegd over de toegevoegde waarde van ESG bij vastgoedbeleggen?**

**Tjong Tjin Joe:** ‘Het is een must. Al onze beleggingen moeten voldoen aan een bepaald ESG-niveau en dat niveau wordt alleen maar hoger. Wat impact investing betreft, is het van belang om te bepalen wat precies de definitie van impactbeleggen is.’

**Grot:** ‘Veel van onze partners kijken hoe ze ESG in het beleggingsproces kunnen integreren. De focus lag vooral op de E, en de G was er altijd al, maar beleggers richten zich nu meer en meer op de S. Ze worden zich bewust van de sociale en menselijke aspecten in het beleggingsproces. Een onderwerp waar we veel vragen over krijgen, is klimaatrisico, vooral voor vastgoed. Als je je richt op het klimaatrisico, helpt dat om de juiste huurders te krijgen en het helpt bij een eventuele exit.’

**Van der Bijl:** ‘Door de invoering van de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) en ook de EU-taxonomie overlappen de G, de E en de S, omdat het nu een verplicht iets is. Dat voegt elementen van compliance toe om investeringen toekomstbestendig te maken.’

**Siezen:** ‘Je moet je afvragen wat over twintig tot dertig jaar echt belangrijk is. Waar wordt de meeste waarde aan

**‘De liquiditeit van een gebouw dat de juiste ESG-aanpassing heeft ondergaan, zal superieur zijn aan die van een gebouw waarbij dat niet het geval is.’**



gehecht? Uitsluitend aan de huurinkomsten, of juist ook meer aan milieu, biodiversiteit, materiaalgebruik of sociale aspecten?’

**Van Oosterom:** ‘Regelgeving en compliance maken het noodzakelijk om duurzaam te investeren. Huurders vragen ook om bepaalde normen in termen van ESG en leverbaarheid en de diensten die daarmee gepaard gaan. Als je niet zorgt dat je gebouwen aan bepaalde ESG-eisen voldoen, zal de financiële performance in de toekomst ontbreken.’

**Pellicer:** ‘De liquiditeit van een gebouw dat de juiste ESG-aanpassing heeft ondergaan, zal superieur zijn aan die van een gebouw waarbij dat niet het geval is. De uitdaging waarvoor nog geen regelgeving bestaat, is het sociale aspect, de welvaarts-kloof, in de zin dat er gebrek is aan beschikbare huisvesting voor jongeren en mensen met een laag inkomen. De particuliere sector kan dat niet alleen oplossen, want het gaat om de beschikbaarheid van bouwgrond. Dat betekent dat de publieke en de private sector moeten samenwerken.’

**Gort:** ‘Impactbeleggen staat op dit moment enorm in de belangstelling. De uitdagingen zijn: hoe maak je het meetbaar en kun je concreet aantonen dat het vastgoed waar je in belegt impact heeft? Wij hebben daarom duidelijke definities en kaders opgesteld en deze getoetst aan de standaarden van de INREV en GIIN en ter beoordeling voorgelegd aan onze auditor KPMG. Op basis daarvan ontvingen het ASR Dutch Science Park Fund en het ASR Dutch Core Residential Fund een reasonable Assurance.’

**Is het, wat betreft de CO<sub>2</sub>-reductiedoelstellingen van het Akkoord van Parijs, het beste om die op tijd, namelijk in 2050, te realiseren, of te proberen dat al eerder voor elkaar te krijgen?**

**Tjong Tjin Joe:** ‘Het beste is om te proberen de CO<sub>2</sub>-reductiedoelstelling zo snel mogelijk te realiseren. Tijdens die exercitie kun je nagaan of er sprake is van een achterstand in het proces en, zo ja, hoe je die kunt inlopen en vervolgens bij kunt blijven.’

**Van Oosterom:** ‘Je moet zeker niet te vroeg aankomen. Als we te snel gaan, zullen de daarvoor vereiste investeringen mogelijk ten koste gaan van het BBP en de werkgelegenheid. Een te vroege aankomst zou een ommekeer kunnen betekenen voor ons sociaal welzijn en onze economische activiteit.’

**Siezen:** ‘Daar ben ik het mee eens. We hebben een routekaart opgesteld om Paris Proof te zijn in 2045. Scenario’s om veel vroeger aan te komen, in 2030 of 2035, laten zien dat de impact ratio dan echt uit balans begint te raken. Het gaat er juist om nu actie te ondernemen, maar ook in evenwicht te blijven.’

**Gort:** ‘Als je nu geen actie onderneemt, bestaat het gevaar dat het er niet van komt. We moeten ons concentreren op het nu doen en het zo snel mogelijk doen.’

**Van Oosterom:** ‘Je moet natuurlijk niet op je handen gaan zitten en niets doen. Mijn punt is dat je niet te snel moet gaan, maar er vooral voor moet zorgen dat je het goed doet. Dus de juiste investeringen doen om impact op de lange termijn te creëren in plaats van te hard van stapel te lopen, wat spanning met zich meebrengt.’

**Masset:** ‘Het is interessant om op te merken dat vastgoed volgens de Verenigde Naties goed is voor 40% van het energieverbruik in de wereld. En de totale voorraad vastgoed is voor het grootste deel residentieel vastgoed, dat meestal eigendom is van particulieren. Als regeringen de lat te hoog leggen, kunnen de politieke en economische kosten aanzienlijk zijn, vooral in de huidige context van economische uitdagingen na COVID-19. Dit betekent dat wij, als institutionele beleggers, een enorme verantwoordelijkheid hebben als het gaat om het stellen van ambitieuze ESG-doelstellingen. Wij >

**‘Het beste is om te proberen de CO<sub>2</sub>-reductiedoelstelling zo snel mogelijk te realiseren. Tijdens die exercitie kun je nagaan of er sprake is van een achterstand in het proces en, zo ja, hoe je die kunt inlopen en vervolgens bij kunt blijven.’**

moeten het voortouw nemen bij de gedragsverandering.’

**Van Oosterom:** ‘De snelste manier om gebouwen CO<sub>2</sub>-neutraal te maken, is ze te slopen en nieuwe te bouwen. Maar afbreken heeft nadelige consequenties met betrekking tot de economische kosten en de onmiddellijke impact op het milieu. Als je goed nadenkt over duurzaamheid, dan is het verbeteren van het oude gebouw beter. Dat duurt misschien wat langer, maar is uiteindelijk beter voor het totale gebruik van middelen en het uiteindelijke resultaat.’

**Pellicer:** ‘Ik denk dat velen de omvang van de opgave onderschatten. Daarom is het beter om er nu mee door te gaan.’

**Van der Bijl:** ‘Ik geef de voorkeur aan voorop blijven lopen. Dat is misschien de beste plaats om het evenwicht te vinden tussen kosten besparen en niet gebeten worden door regelgeving, omdat je daar niet meer aan voldoet.’

**Grot:** ‘Het is onze verantwoordelijkheid als industrie om het verminderen van de CO<sub>2</sub>-uitstoot in overeenstemming met het Akkoord van Parijs echt serieus te nemen. Anders zullen buitenstaanders ons daar toe dwingen. In de Urgenda-zaak hebben we gezien dat de regering door de rechter wordt gedwongen de zaken te versnellen.’

#### **Gaan de jaren na 2020 over inflatie? Wat is in deze context de rol van vastgoed?**

**Tjong Tjin Joe:** ‘Mensen die als gevolg van COVID-19 geld hebben opgepot, willen weer geld gaan uitgeven. Ik denk dat deze zogenoemde ingehouden vraag een kortstondige inflatie zal veroorzaken,

maar die zal weer wegebben. Over het algemeen is vastgoed een goede bescherming tegen inflatie op de lange termijn. Daarbij maakt het niet uit of het om een middelmatige of hogere inflatie gaat.’

**Pellicer:** ‘Omdat centrale banken zoveel geld in de markten voor obligaties en andere assets hebben gepompt, valt te verwachten dat dit tot enige inflatie leidt. Het punt is echter dat dat geld niet echt in de reële economie terecht komt in de vorm van investeringen. Overheden hebben uitgaven gedaan en de verschillende economieën draaiende gehouden, maar er is geen sprake van expansie. Het transmissiemechanisme van meer geld naar hogere prijzen is er gewoon nog niet.’

**Van Oosterom:** ‘Behalve op de vastgoedmarkt in de afgelopen tien jaar. De toegenomen geldhoeveelheid heeft zich volledig vertaald in inflatie van de prijzen van activa.’

**Gort:** ‘Vastgoed beschermt in principe tegen inflatie. Maar het is wel zaak om in de vastgoedportefeuille binnen de verschillende categorieën en naar langere en kortere contracten te diversifiëren. Zo kun je, om het zo maar te zeggen, zoveel mogelijk behouden van de inflatie die in de loop der jaren is ontstaan.’

#### **Is er nog iets dat iemand aan de orde wil stellen?**

**Pellicer:** ‘We hebben het niet gehad over de ouderwetse economische cycli en in hoeverre wij als beleggers of beheerders op dit gebied fundamentele veranderingen zien. Die veranderingen worden vertaald in zeer extreme prijzen, die door de sector worden aanvaard. De detailhandel bijvoorbeeld lijkt te zijn geprijsd om te falen, terwijl het industriële segment lijkt te zijn geprijsd alsof het alleen maar voor eeuwig kan groeien.’

**Siezen:** ‘In het verleden hoorde je altijd op een bepaald moment in de cyclus dat het deze keer echt anders was. Daar moet je ook nu voorzichtig mee zijn. Ik denk dat we in staat moeten zijn door de ‘systeemshock’ heen te kijken en te beoordelen welke veranderingen inderdaad structureel zullen zijn en welke juist tijdelijk of wellicht weer cyclisch.’

**‘Vastgoed beschermt in principe tegen inflatie. Maar het is wel zaak om in de vastgoedportefeuille binnen de verschillende categorieën en naar langere en kortere contracten te diversifiëren.’**

**Van Oosterom:** ‘Er is, denk ik, voor het eerst geen echte cyclus meer. Als je kijkt naar eerdere cycli, dan bewegen alle vastgoedactiviteiten als een tandem met elkaar. Nu is er voor het eerst sprake van een ontkoppeling: logistiek gaat de ene kant op, kantoren de andere. De detailhandel stort in en er komen andere soorten operationeel vastgoed bij. Gaan we bij vastgoed kijken naar operationele activa, die misschien wel onderworpen zijn aan heel andere curves dan we nu zien?’

**Gort:** ‘Ik denk dat er altijd een drijvende kracht zal zijn die alle markten tegelijkertijd beïnvloedt. Natuurlijk is de residentiële markt nu op een piek, maar zij is echt verbonden met de retail- en de kantorenmarkt.’

**Masset:** ‘Deze keer is het inderdaad anders, omdat sommige vastgoedactiva het wel goed doen en andere niet. Wat niet anders is, is dat de markt, zoals altijd, te sterk reageert. Beleggers bewegen zich altijd in dezelfde richting, dus iedereen is nu geïnteresseerd in logistiek, wat zinnig is maar tot oververhitting van de markt kan leiden. Wij zijn erg voorzichtig met logistiek, behalve in zeer dicht bevolkte gebieden en enkele specifieke situaties. We denken dat logistiek in bijvoorbeeld Duitsland en Frankrijk waarschijnlijk overgewaardeerd is.’

**Van Oosterom:** ‘Beleggers hebben altijd in vastgoed geïnvesteerd vanwege het inkomen dat daaruit voortvloeit. Ik denk dat de link tussen dat inkomen als een obligatieproduct met een huurovereenkomst van vijf of tien jaar en gewoon achterover leunen een beetje is verbroken, zoals we de laatste paar maanden zeker hebben gezien. Alles is veel operationeler geworden. Misschien zijn de drijfveren nog wel van dezelfde soort als in het verleden, maar ze zijn wellicht minder gevoelig voor een rentestijging dan voor een verandering van gebruik of een verandering van behoeften van huurders.’

**Siezen:** ‘De waarde van vastgoed zal uiteindelijk afhangen van de mate waarin het toekomstbestendig is en niet van de vraag of er een mooi huurcontract van vijftien of twintig jaar op rust.’

## ‘De waarde van vastgoed zal uiteindelijk afhangen van de mate waarin het toekomstbestendig is en niet van de vraag of er een mooi huurcontract van vijftien of twintig jaar op rust.’

**Van Oosterom:** ‘Is het gebouw goed aangepast aan de eisen van de huurders, waardoor het veel dichterbij de activiteiten van de huurders staat?’

**Gort:** ‘En is het gelegen op een mooie locatie? Dat is altijd belangrijk.’

**Tjong Tjin Joe:** ‘Overheden alloceren grond, maar hebben te maken met milieurestricties en burgersentimenten. Hoe kunnen beleggers hierover met ze in gesprek gaan?’

### Wat zijn de do's en don'ts voor toekomstbestendige vastgoedbeleggingen?

**Grot:** ‘We moeten blijven investeren, waarbij het essentieel is om kalm te blijven. Het spreekt vanzelf dat er rekening moet worden gehouden met ESG in de zin van: eerst nadenken en dan doen.’

**Tjong Tjin Joe:** ‘De belangrijkste do is zeker ESG. Daar kan geen enkele vastgoedbelegger omheen. Integendeel. Verder is het van belang dat we ten aanzien van bestaande en toekomstige investeringen in vastgoed voldoende toegang tot de nodige informatie hebben en dat we daarmee worden gevoed.’

**Masset:** ‘Ik wil graag de aandacht vestigen op datacenters, omdat die zeker toekomstbestendig zijn. Als je denkt aan nieuwe trends waar we het over hebben gehad, zoals het werken op afstand, e-commerce en zakenreizen, is het duidelijk dat er bij allemaal een enorme behoefte is aan data en datacenters. Het aantal verwerkte data in de wereld verdubbelt elke twee jaar. Wij zijn op dit moment erg gefocust op datacenters en we richten ons met name op de zogenoemde FLAP (D)-markten: >

Frankfurt, Londen, Amsterdam, Parijs en Dublin. Ook in opkomende markten wordt meer en meer belang gehecht aan edge data centers, die zich dicht bij de plaats bevinden waar de gegevens worden gebruikt om de latentie te verminderen. Veel toepassingen, zoals Netflix, autonome auto's of online trading, hebben behoefte aan een beter beveiligde en snellere toegang tot gegevens. Dit is een groeiende markt die – interessant genoeg – nog niet overprijsd is omdat er minder concurrentie is dan in andere traditionele sectoren zoals logistiek. De markt voor data en datacenters zal ook zeker meer spelers aantrekken, maar het blijft een gespecialiseerde en complexe markt om te betreden.'

**Gort:** 'Je moet je regelmatig afvragen of je je bestaande strategie wilt handhaven of misschien een beetje wilt verschuiven. Focus binnen de strategie van je fonds, daar gaat het om.'

**Pellicer:** 'Bij vastgoed gaat het vooral om drie dingen. In de eerste plaats locatie. Ten tweede moet het voldoen aan de behoeften van de huurders. Nummer drie is de prijs. De prijs moet altijd een weerspiegeling zijn van de intrinsieke waarde en de fundamentals. En er zijn veel gelegenheden waar dat niet gebeurt. Ik verwijs naar drie historische gebeurtenissen: de tulpenmanie in de zeventiende eeuw, de zeepbel van de spoorwegen in de jaren

**'Wees flexibel, houd een open geest. Kijk verder dan de sector om te kunnen bepalen wat de trends op de langere termijn zijn, kijk naar wat we kunnen integreren met bijvoorbeeld infrastructuur.'**

**'We hebben allemaal verschillende ideeën over hoe mensen terug naar kantoor zullen gaan. Dat zal zich vertalen in veel verschillende modellen.'**

dertig van de negentiende eeuw en de dotcomcrisis rond de eeuwwisseling.'

**Van der Bijl:** 'Je moet weten wat het doel van je vastgoed is. Als je dat niet weet, maak je het niet alleen moeilijk voor jezelf, maar ook voor je huurders. In het doel moet ESG worden opgenomen om het vastgoed toekomstbestendig te maken. Twee is het creëren van impact. Het derde punt is verantwoordelijk rentmeesterschap ten opzichte van huurders en de maatschappij. Dat moet onderdeel uitmaken van je strategie en operatie.'

**Siezen:** 'De twee don'ts zijn: vertrouw niet uitsluitend op een langetermijncontract om de waarde van vastgoed te begrijpen en laat je niet leiden door kortetermijneffecten om conclusies te trekken over hoe de wereld zich op de lange termijn zal ontwikkelen. De drie do's zijn: ten eerste inzicht krijgen in het onderliggende gebruik van de gebouwen door gebruikers en de mogelijke toekomstige veranderingen daarin. Ten tweede moeten de onderliggende langetermijntrends in de gaten worden gehouden, met name verstedelijking, vergrijzing en digitalisering. En ten derde moeten wij gebruikmaken van onze bevoorrechte positie om daadwerkelijk iets goeds te doen op sociaal gebied en voor het milieu.'

**Van Oosterom:** 'Wees flexibel, houd een open geest. Kijk verder dan de sector om te kunnen bepalen wat de trends op de langere termijn zijn, kijk naar wat we kunnen integreren met bijvoorbeeld infrastructuur. Denk echt flexibel over hoe we ons bezighouden met onze sociale omgeving. Denk niet alleen na over investeringen in gebouwen, maar ook over investeringen in onze samenleving.' ■

## IN HET KORT

Door de COVID-19-pandemie zijn veel mensen het thuiswerken gaan ontdekken. De verwachting is dat kantoren meer samenwerkingsruimten worden dan productieruimten.

Er moet ofwel een technologische oplossing komen om dit hybride werken in de praktijk mogelijk te maken, ofwel iets anders. Qua aanpak zullen kantoren en hotels meer naar elkaar toegroeien.

Regelgeving en compliance maken het noodzakelijk om duurzaam te investeren.

Impactbeleggen staat nu enorm in de belangstelling. De uitdaging is hoe je concreet kunt aantonen dat het vastgoed waar je in belegt, impact heeft.

Institutionele beleggers hebben een grote verantwoordelijkheid als het gaat om het stellen van ambitieuze ESG-doelstellingen.

# Een hete herfst voor de Nederlandse woningmarkt

**In september wordt een belangrijk onderzoek in opdracht van het Ministerie van Binnenlandse Zaken verwacht over de mogelijke vormen en effecten van huurprijsregulering in de vrije sector.**

Het is algemeen bekend dat verschillende politieke partijen hooggespannen verwachtingen koesteren over het scenario waarbij het puntenstelsel voor woningwaardering wordt doorgetrokken tot een nader te bepalen WWS-puntenaantal. GroenLinks heeft eerder al een initiatiefwetsvoorstel hierover ingediend<sup>1</sup>. Voor (institutionele) verhuurders dreigen hierdoor huurverlagingen wanneer een woning opnieuw moet worden verhuurd. Daarnaast is niet uitgesloten dat er onder druk ook huurverlagingen gaan plaatsvinden bij zittende huurders. De vrees bestaat dat dit een negatieve impact zal gaan hebben op het investeringsklimaat, waardoor er minder huurwoningen kunnen worden bijgebouwd en er minder kan worden geïnvesteerd in verduurzaming.

De afgelopen jaren is er veel maatschappelijke onrust ontstaan door malafide verhuurpraktijken. Aanhoudende berichtgeving over bijvoorbeeld discriminatie, intimidatie, het niet oplossen van gebreken, achterstallig onderhoud, het eisen van absurde huurverhogingen en het niet of onvoldoende transparant zijn over de prijs-kwaliteitverhouding van vrije sectorhuurwoningen zijn beleidsmakers en politici (terecht) een doorn in het oog. Het is dus begrijpelijk dat er wordt gezocht naar effectieve aanpakken. Goed Verhuurderschap mag geen keuze zijn, het is de morele plicht van alle verhuurders die op de woningmarkt actief willen zijn. Het is echter wel belangrijk dat politici en beleidsmakers de aanpak van malafide verhuurders gericht weten te scheiden van betrouwbare en welwillende partijen. In een poging daartoe heeft het Ministerie van Binnenlandse Zaken het wetsvoorstel Goed Verhuurderschap gemaakt.

verhuursector te verbreden. Dat moet landelijk zijn geregeld, met een beleidsfocus op de lange termijn. Nu is er echter op lokaal niveau sprake van een lappendeken aan verschillende regels (denk aan Huisvestingsverordeningen en Doelgroepenverordeningen), met daarboven nu ook de dreiging van een verregaande landelijke regulering van de vrije sectorhuren. Hierdoor dreigen bonafide marktpartijen die al decennialang goede samenwerkingspartners zijn van het Rijk en gemeenten, onbedoeld te worden geraakt. Denk bijvoorbeeld ook aan de recentelijke verhoging van de overdrachtsbelasting van 2% naar 6% die geldt voor alle beleggers, terwijl particuliere beleggers het eigenlijke mikpunt waren.

Vaak blijft ook onbelicht dat mijn brancheorganisatie samen met haar leden proactief met politici en beleidsmakers meedenkt om malafide verhuurexcessen in de woningmarkt aan banden te leggen. Zowel de cap op de jaarlijkse huurverhogingen in de vrije sector als het sectorbreed aanbrenge van transparantie ten aanzien van de prijs-kwaliteitverhouding van vrije sectorhuurwoningen, komen uit onze koker. PvdA-Kamerlid Nijboer is met dit eerste voorstel aan de slag gegaan, wat uiteindelijk heeft geresulteerd in een cap op de jaarlijkse huurverhogingen van inflatie + 1%, in eerste aanleg voor drie jaar. Ook ons tweede voorstel zal de professionalisering van de gehele verhuurmarkt verder gaan brengen. Op dit moment werkt IVBN met het Ministerie van Binnenlandse Zaken en andere brancheorganisaties aan een Convenant Transparantie Aanvangshuurprijzen.

Het is nu ik deze column schrijf augustus en ik kijk met veel interesse uit naar het nieuwe parlementaire jaar. Ten aanzien van de woningmarkt zullen belangrijke knopen worden doorgemaakt: in de debatten over (verregaande) reguleringsmaatregelen, maar laat ik het (inmiddels) langverwachte Regeerakkoord ook niet vergeten. Kortom, het wordt een hete herfst voor de woningmarkt. ■



Door **Elisa Bontrop**, Senior Beleidsadviseur Woningmarkt, Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed, Nederland (IVBN)

Ook IVBN en haar leden werken er hard aan om de professionalisering binnen de gehele

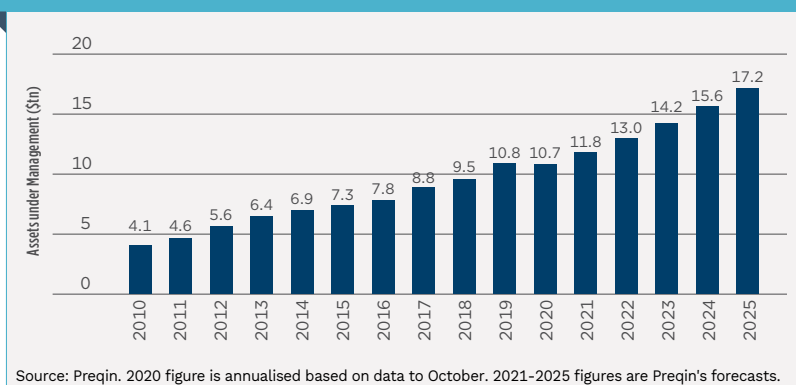
<sup>1</sup> Wetsvoorstel Eerlijk Huren, indiener P. Smeulders. Door zijn vertrek uit de Tweede Kamer is de verdediging van dit wetsvoorstel overgenomen door L. Bromet.

# Het nut van Real Assets verschilt per belegger

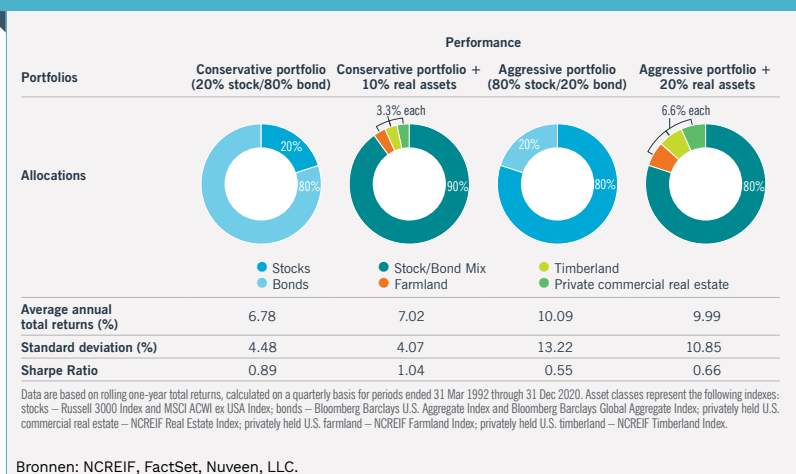
Op zoek naar hogere yields en betere spreiding kijken steeds meer institutionele beleggers naar Alternative Assets en dan in het bijzonder naar Real Assets. Het toevoegen van Real Assets levert een verbeterd risico-rendementsprofiel op, zo blijkt uit wetenschappelijk onderzoek. Er zijn echter ook uitdagingen.

Door Harry Geels

**FIGUUR 1: ALTERNATIVE ASSETS UNDER MANAGEMENT AND FORECAST, 2010-2025**



**FIGUUR 2: DRIE REAL ASSETS TOEGEVOEGD AAN TRADITIONELE PORTEFEUILLES, GELIMITEERDE ALLOCATIES VAN 10% BIJ CONSERVATIEF EN 20% BIJ AGRESSIEF (BACKTEST 1992-2020)**



Er wordt steeds meer wetenschappelijk onderzoek gedaan naar het nut van het toevoegen van Real Assets aan de beleggingsportefeuille. Dergelijke onderzoeken zijn ook nodig. Steeds meer institutionele beleggers (willen) alloceren naar Real Assets. De risico's van een standaardportefeuille, bestaande uit publieke obligaties en aandelen, worden onder andere vanwege de historisch gezien hoge waarderingen tegenwoordig als groot ervaren. Naast de search for yield willen beleggers de portefeuille ook beter spreiden, met andersoortige beleggingen, in de hoop dat die in de toekomst anders zullen bewegen bij de volgende crisis.

Wat betreft het beleggen in Real Assets zijn er drie vragen en diverse uitdagingen (zie kader). De eerste vraag is welke Real Assets er zijn en welke daarvan eventueel in de beleggingsportefeuille passen. De tweede vraag betreft de onderbouwing: hoe verandert het risico-rendementsprofiel door het toevoegen van de Real Assets? Tot slot ligt er nog het implementatievraagstuk op tafel. Wetenschappelijke onderzoeken geven algemene uitkomsten, maar iedere institutionele belegger zou toch ook zijn eigen situatie moeten doorrekenen.

## Soorten Real Assets

Kijkend naar de diverse wetenschappelijke studies waarin het nut van Real Assets wordt onderzocht, valt al snel iets op, namelijk dat er verschillende mandjes van Real Assets worden gebruikt. Sommige studies pakken het containerbegrip Alternative Assets, waarvan Real Assets een onderdeel zijn. Het bredere begrip Alternative Assets omvat naast Real Assets (direct vastgoed, land en grondstoffen) ook hedge funds, private infrastructure equity en debt alsmede private equity. Kijken we naar de groei van de bredere groep Alternative Assets in Figuur 1, dan is er een gestage trend omhoog te zien wat betreft belegd vermogen. Het is opvallend dat alle subcategorieën groeien. Preqin prognosticeert per 2025 een belegd vermogen van \$ 17,2 biljoen. Beleggers alloceren er dus in toenemende mate naar.

## Wetenschappelijke studies

De uitkomsten van deze onderzoeken verschillen sterk, afhankelijk van de opgenomen beleggingscategorieën. Uit een studie van Nuveen, waarvan de uitkomsten zijn afgebeeld in Figuur 2, blijkt dat het toevoegen van Real Assets, in dit geval agrarisch land, houtland en privaat commercieel

vastgoed, het rendement verhoogt en de risico's, in termen van standaarddeviatie, verlaagt bij een conservatieve portefeuille. Het toevoegen van Real Assets geeft dus inderdaad een 'yield pickup'. Bij agressieve portefeuilles leidt het toevoegen van Real Assets niet tot een rendementsverhoging, maar wél tot een (flinke) risicoverlaging.

Uit een studie van Amundi, waar een mandje van Real Assets, in dit geval private equity, direct vastgoed, infrastructuur en private debt, werd getest op een Moderate

en High Risk-portfolio, bleek dat de volatiliteit en VAR in beide risicoprofielen beduidend lager lagen. Hier bleek wél een symmetrische afname van de risicomatstaven voor beide profielen. Het onderzoek van Amundi verschilde overigens aanzienlijk van dat van Nuveen. Amundi ging uit van geprognoseerde rendementen (op basis van het eigen voorspelmodel) en (geoptimaliseerde) gelijkblijvende rendementen voor de standaardportefeuilles en die van de portefeuilles aangevuld met Real Assets.

#### UITDAGINGEN VAN INVESTEREN IN PRIVATE REAL ASSETS

Om toegang te krijgen en complexe risico's te beheren, is de nodige expertise vereist. Uitdagingen zijn onder andere:

- Hoge toetredingsdrempels. Er is een beperkt aantal goede en ervaren managers die bovendien vaak hoge minimale investeringen vragen. Er is veel kapitaal nodig om schaalvoordelen en geografische diversificatie te bereiken, maar ook om te investeren in technologie en infrastructuur.
- Gebrek aan financiële datatransparantie. Geavanceerde due diligence-capaciteiten zijn essentieel om de potentiële winstgevendheid en het kasstroomprofiel van activa in diverse regio's over de hele wereld te kunnen bepalen.
- Operationele risico's. Investeren in bijvoorbeeld landbouwgrond en houtgrond brengt een reeks operationele risico's met zich mee, zoals het weer, schade door plagen en het naleven van lokale regelgeving. Expertise in lokale markten en toegang tot een netwerk van lokale operatoren kunnen beleggers in staat stellen operationele risico's over te dragen en voor stabiele inkomsten zorgen via leasingcontracten. Commercieel vastgoed vereist schaal voor diversificatie en veel personeel om bedrijven te verwerven en te overzien.
- Gebrek aan index-datatransparantie. Indexreeksen zijn vaak kort en hebben niet altijd betrekking op de beleggingen die een institutionele belegger aan de portefeuille wil toevoegen. De datavendors zijn hier niet altijd van institutioneel niveau. Sommige indexreeksen hebben, in elk geval in het verleden, last gehad van backfill en survivorship biases. Ook is er nog weinig wetenschappelijk bewijs wat betreft de verschillende risicopremies. De eventuele illiquiditeitspremie is eveneens nog onvoldoende wetenschappelijk onderzocht.
- Geen frequente data. Diverse indices voor Real Assets verstrekken maar eens per kwartaal of per jaar data. Deze data moeten dan ten behoeve van bijvoorbeeld ALM-studies worden gesmoothed. Dit leidt tot onderschatting van risicomatstaven als volatiliteit.
- Variabiliteit in de rendementen. Er is bij Real Assets regelmatig sprake van een J-curve. Er is in het begin weinig of negatief rendement. Goede rendementen ontstaan pas als de portefeuille goed ingevuld is en/of de Real Assets aan het eind van de looptijd worden verkocht.

Over het algemeen komen uit de wetenschappelijke studies vier observaties naar voren. Ten eerste blijkt dat Real Assets het risico-rendementsprofiel van een standaardportefeuille verbeteren, om het even welke Real Assets we toevoegen en met welke allocatie, op basis van historische of geprognoseerde rendementen. Ten tweede wordt duidelijk dat private Real Assets hogere rendementen en lagere risico's bieden dan publiek verhandelde grondstoffen en vastgoed. Ten derde valt op dat het uit praktische overwegingen toepassen van maximale wegingen van Real Assets het risico-rendementsprofiel verbetert. Ten vierde domineert in een aantal studies, waarbij historische datareeksen werden gebruikt, land als meest interessante reële belegging.

#### Implementatie

De implementatie-shortfall, ofwel het missen van rendement door kosten, het tijdelijk niet belegd zijn et cetera, is een onderschatte prestatiefactor bij beleggen. Bij publieke beleggingen is de implementatie-shortfall potentieel kleiner dan bij Real Assets. Beursgenoteerde beleggingen zijn efficiënter te verhandelen. Er is ook veel meer informatie over bekend. Het is daarom goed dat beleggers niet alleen de wetenschappelijke uitkomsten tot zich nemen, maar eerst een duidelijke visie ontwikkelen over welke Real Assets interessant zouden zijn en waarom. Vervolgens moeten er beleggersspecifieke studies worden uitgevoerd, waarbij ook scenarioanalyse belangrijk is. Een praktische benadering loont al, temeer daar een beetje Real Assets toevoegen al tot een verbeterd profiel leidt. Het komt dan uiteindelijk op een efficiënte uitvoering aan, om de implementatie-shortfall zo klein mogelijk te houden. ■

**Bronnen:**  
Allocating to real and alternative assets: a framework for institutional investors, Investment Insights Blue Paper, April 2021, Amundi Asset Management.

Resiliency and diversification from uncorrelated market exposure, Mei 2021, Nuveen

#### IN HET KORT

De interesse onder institutionele beleggers in Real Estate neemt toe. De beleggingscategorie laat al jaren een gestage groei zien.

Real Assets verbeteren het risico-rendementsprofiel van een standaardportefeuille, om het even welke Real Assets worden toegevoegd en met welke allocatie.

Private Real Assets bieden hogere rendementen en lagere risico's dan publiek verhandelde grondstoffen en vastgoed.

In een aantal studies, waarbij historische datareeksen werden gebruikt, domineert land als de meest interessante reële belegging.

De implementatie-shortfall is bij Real Assets potentieel groter dan bij publieke beleggingen. Beleggers moeten daarom een duidelijke eigen visie ontwikkelen betreffende het beleggen in Real Assets.

# Een toekomstbestendige vastgoedbelegging gaat over balans

Door Wim Groeneveld

Verduurzaming en het Paris Proof maken van de beleggingsportefeuille draagt bij aan een betere risico-rendementsverhouding. Dat stelt Bernardo Korenberg, Head of Sustainability and Innovation bij Bouwinvest Real Estate Investors. Hij was keynote speaker tijdens het door Financial Investigator georganiseerde pensioenfondsevenement 'Duurzaam beleggen in Real Assets onder het Nieuwe Pensioencontract'.

## Welke klimaatrisico's hebben potentieel de meeste financiële impact en waarom?

'Meerdere recente extreme gebeurtenissen, zoals bosbranden (in Australië, Europa, de Verenigde Staten en Siberië), droogte (in Nederland), hitterecords (Canada) en de recente wateroverlast (in Duitsland, België en Nederland) onderstrepen dat klimaatverandering één van de grootste risico's is voor de leefbaarheid op deze planeet en voor de wereldeconomie.

Met betrekking tot de mondiale opwarming van de aarde spelen voor vastgoed twee typen risico's: fysieke risico's en transitierisico's. De eerste zijn de directe risico's in de vorm van schade aan vastgoed door extreme weersomstandigheden. Denk aan droogte, wateroverlast, brand en bodemverzakking. Daarnaast heb je het transitierisico, waarbij als gevolg van de transitie naar een fossielvrije wereld fluctuaties optreden in de waarde van of de vraag naar gebouwen. Die twee risico's correleren met elkaar. Als we de opwarming niet kunnen beperken tot maximaal anderhalve graad, dan gaan de fysieke gevolgen de waarde van de beleggingsportefeuille uiteindelijk steeds meer drukken.

Hoe groot de potentiële impact van beide risico's is, is afhankelijk van de locatie, samenstelling en kwaliteit van je portefeuille. De meeste financiële impact zal waarschijnlijk van de laatste categorie komen. Maatregelen aan de hand van aangescherpte regelgeving door overheden (door ondertekening van het Klimaatakkoord van Parijs) zijn nodig voor een leefbaardere wereld. Beleggers moeten hiervoor forse investeringen doen. Deze verwachten we deels terug te verdienen via direct en indirect rendement.'

## Wat zijn de grootste uitdagingen om een Paris Proof portefeuille samen te stellen?

'Tijd is een hele belangrijke factor, evenals data. Het IPCC-rapport bevestigt dat de tijd ons heeft ingehaald en dat we de klimaatdoelstellingen niet halen met het huidige verduurzamingstempo. We zetten ons graag in voor een versnelling. Voor het bewerkstelligen van Paris Proof is de deadline 2050. Wij hebben met onze klanten de ambitie om dit in 2045 mogelijk te maken en, waar mogelijk, te kijken of het nog sneller kan. Wij zijn ervan overtuigd dat uitstel het risico voor onze klanten vergroot en het rendement op de lange termijn verlaagt. We kunnen intussen op logische vervangingsmomenten op de meest kosteneffectieve manier het vastgoed toekomstbestendig maken. En we denken dat we de investeringen die we voor de komende vijftig jaar plannen, grotendeels kunnen terugverdienen en tevens het comfort en de kwaliteit van onze gebouwen kunnen verbeteren. Niemand weet hoeveel een gebouw waard zal zijn in 2050, maar je kunt op je vingers natellen dat het minder waard zal zijn als het niet Paris Proof en klimaatbestendig is. Naast tijd is vooral data een uitdaging: dataverzameling, consistentie en beschikbaarheid van data, monitoring en het meten van impact. En ik wil zeker het tekort aan grondstoffen en capaciteit (geschoolde mensen) niet vergeten te noemen.'

## Waar liggen voor beleggers de meeste kansen bij het samenstellen van een Paris Proof portefeuille?

'De kansen liggen op twee fronten. Enerzijds draagt verduurzaming en het Paris Proof maken van je portefeuille bij aan een betere risico-rendementsverhouding. Daarnaast kun je als belegger met een Paris Proof portefeuille een positieve bijdrage leveren aan het verder inperken van klimaatverandering. Het gaat niet alleen om risicobeheersing, maar ook om werkelijke impact te realiseren. Er ontstaan kansen door te kiezen voor een slimme, praktische en logische verduurzamingsstrategie met een aantal basisuitgangspunten:

- Maatregelen met de optimale verhouding tussen kosten, CO<sub>2</sub>-besparing en comfortverbetering.





Bernardo Korenberg

Head of Sustainability and Innovation, Bouwinvest Real Estate Investors

- Oplossingen die financieel en maatschappelijk te verantwoorden zijn naar je klanten.
- Gebruikmaken van natuurlijke vervangingsmomenten in onderhoudsplannen.
- Sturen op energieverbruik en waar mogelijk inzetten op versnelling.
- Schaalvoordeel en andere vormen van efficiëntie en effectiviteit behalen door samenwerking met andere belanghebbenden.

Door deze uitgangspunten te hanteren, beperk je het energietransitierisico in je portefeuille en houd je de investeringen beheersbaar en het rendement stabiel en voorspelbaar.'

### Wat zijn de langetermijntrends met betrekking tot duurzaam beleggen in vastgoed?

'De langetermijntrends zijn op te delen in twee stromingen: enerzijds het fysiek verduurzamen en anderzijds de sociale verantwoordelijkheid die de maatschappij van je verwacht. Fysiek zijn er trends zoals klimaatadaptatie (het minder kwetsbaar maken van gebouwen voor de effecten van klimaatverandering), zorgen voor een leefbaar klimaat (CO<sub>2</sub>- en energiebesparing en -opwekking) en beheerste omgang met grondstoffen. Op sociaal maatschappelijk gebied zijn er trends als de vraag naar betaalbare gebouwen, gezonde leefomstandigheden (wonen, werken, leren, leven) en gebalanceerd samenleven (inclusieve samenleving, vergrijzing, migratie en bevolkingsdaling).'

### Is vastgoed meer of minder aantrekkelijk geworden door de toegenomen eisen op het gebied van ESG? Wat zijn de redenen daarvoor?

'Aantrekkelijker! In de basis is beleggen in Real Assets goed voor diversificatie, risicospreiding, het stabiele rendement en de tastbare impact die je ermee kunt maken. Denk naast het bijdragen aan de energietransitie bijvoorbeeld ook aan het bijdragen aan een inclusieve en leefbare stad, door mensen een betaalbare en kwalitatief hoogwaardige woning te kunnen bieden met stabiele voorwaarden. Plekken waar mensen graag willen wonen, werken én leven. Het kapitaal van de pensioengerechtigden inzetten voor maatschappelijke impact. Wij noemen dat Real Value for Life: financieel rendement en maatschappelijke waardecreatie.

Vanuit beleggersperspectief blijkt, uit onderzoek van de Universiteit van Tilburg, dat door verduurzaming van

vastgoed het indirecte rendement toeneemt. Wij zien dat duurzamere gebouwen hogere huuropbrengsten hebben, hogere en stabielere bezettingsgraden kennen en veelal een

hogere verkoopopbrengst hebben. Bovendien zijn ze ook veel prettiger om in te verblijven. Dus investeren in duurzame gebouwen is meer dan alleen 'goed doen'.

Zo draagt de focus op circulariteit bij aan het mitigeren van een aantal andere (potentiële) risico's, zoals een kwetsbare toeleveringsketen, tekorten aan kritische metalen en stijgende grondstofprijzen. De toenemende regelgeving is goed om duidelijke kaders en inzicht te bieden aan onze klanten. De invoering van bijvoorbeeld de SFDR om onder meer greenwashing te voorkomen, is zeer welkom om het kaf van het koren te scheiden, maar we moeten oppassen dat we niet doorschieten van vertrouwen naar te veel controle. We moeten voorkomen dat controle te ver doorslaat en we met een papieren tijger te maken krijgen. Waar het om verantwoording afleggen gaat, ondersteunen wij de regelgeving graag.'

### Wat is een toekomstbestendige vastgoedbelegging? Waaraan moet die voldoen?

'Een toekomstbestendige vastgoedbelegging gaat over balans. Deze moet duurzaam zijn ten aanzien van het milieu, maar ook op sociaal en economisch gebied. De vastgoedbelegging draagt bij aan het oplossen van maatschappelijke problemen en heeft impact als je het op de 'goede manier' aanpakt.

Een toekomstbestendige vastgoedbelegging versterkt de sociale en maatschappelijke waarden, biedt ruimte voor 'ontmoetingen' en stimuleert zelforganisatie door gebruikers.

Een ideaal toekomstbestendig gebouw wordt ontwikkeld, gebruikt en hergebruikt zonder onnodige uitputting van hulpbronnen, milieuvervuiling en aantasting van ecosystemen. Het wordt gebouwd op een economisch verantwoorde wijze en draagt bij aan het welzijn van mensen en aan de biosfeer. Hier en daar, nu en later. Technische elementen zijn demontabel en herbruikbaar en biologische elementen kunnen worden teruggebracht in hun biologische kringloop.' ■

# A wider perspective on private markets

By Esther Waal

Private markets are a robust channel in making Real Assets more sustainable. What are the main trends and challenges that investors need to consider? Financial Investigator spoke with Samantha Steele, Director Investment Research & Private Markets at Russell Investments.

## In which ways can investors future-proof their Real Assets investment portfolios?

‘The complexity of private markets has previously led some investors to steer away from the space. However, recent challenging economic conditions have further enhanced the role private market investments can play in portfolios. In order to future-proof portfolios, we believe investors should focus on the following key areas:

**Diversification:** More investors are now relying on private markets to help diversify their portfolios. This is due to a greater correlation between public debt and equities and growing awareness of the opportunity to diversify within the wealth of opportunities in private markets, from risk profile and strategy through to asset class.

**Income preservation and predictable cashflows:** More and more pension funds are considering private market investments for income. There is a range of approaches, from investing in long term predictable cashflows (for example: infrastructure) to private debt as an alternative to fixed income.

**Responsible investing:** Investors unaware of ESG and not integrating these factors into their investment processes may be exposing themselves to additional, unnecessary and possibly unrewarded risks. Through responsible ownership and the operation of Real Assets, particularly with real estate and infrastructure, investments can have a significant positive impact on the environment as well as returns.’

## What is the role for sustainability and responsible investing in this?

‘Responsible investing is now globally recognised across both private and public markets, and the growth in the space seems set to continue. A recent survey by Bank of America showed 90% of millennials are ensuring their investments make a difference as their first investment criteria. Conversely, just under half of the baby boomers are prioritising their

investments the same way, reinforcing the impression that demand for making a positive impact is increasing.

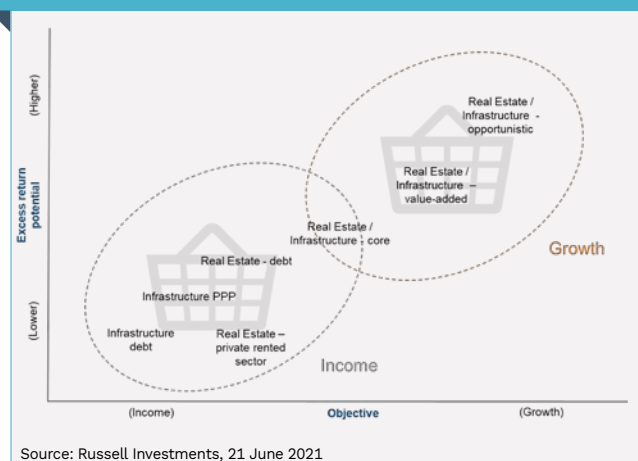
Furthermore, as government bodies around the world tighten regulations and guidance on responsible investing and sustainability, assets under management will likely continue to rise. Despite the challenges asset owners face when incorporating ESG factors into investment decision-making, the spotlight on responsible investing also presents an array of opportunities in the private sector.’

## You argue for diversification. Is diversification also an option for smaller organisations?

‘Diversification is important regardless of the size of the investment portfolio. While size can influence implementation, a wide range of options exist to achieve requisite diversification needs. It is also important to diversify a private markets portfolio across other dimensions, including strategy, asset class, manager, vintage year, geography and sector.

The ability to achieve exposure to a global opportunity set of sustainably focused investments can be challenging and is often restricted by internal skill sets. Obtaining private markets exposure through a multi-manager, multi-asset

**FIGURE 1: REAL ASSETS, A WIDE SPECTRUM OF OPPORTUNITIES**





Samantha Steele

Director Investment  
Research & Private  
Markets, Russell  
Investments

approach can provide investors with effective access as well as operational and reporting efficiencies, especially for small to mid-sized portfolios.'

### What is the role of private markets in making Real Assets more sustainable?

'There is a growing consensus around the importance of private investment to scale up sustainable development. Over the last couple of years, we have seen the private sector seize the opportunity to plug the gap for sustainable Real Assets. Examples include growth areas such as renewable infrastructure.

While private markets offer compelling opportunities in terms of risk/return, they also enable strong influence over the stewardship of capital from a project standpoint. This makes private markets a robust channel for targeting and engaging in positive impact on environmental, social and governance causes.'

### Which interesting trends do you see in impact investing in Real Assets?

'Since 2015, we have witnessed climate change become one of the main sustainability issues being addressed through investment portfolios. Three themes we believe will make the biggest difference towards climate change mitigation include:

**Energy revolution:** Whilst renewable energy only accounts for 26% of the total generation today, the cost of solar energy and wind over the past ten+ years has gone down 89% and 70% respectively (Source: Global Trends in Renewable Energy Investment 2019, Frankfurt School, September 2019). The expectation is that renewable energy will make up 50-65% of power generation by 2050 (Source: Bloomberg New Energy Finance).

**Incremental electrification:** Efficiency comes not just from how energy is supplied, but also from how it is used. Various factors including 5G, energy efficiency, electrification of infrastructure and transport are expected to dramatically drive demand for electricity.

**Decarbonisation of industry:** The substitution of fuel sources is needed to support and manage sustainable growth as well as climate transition risk. Decarbonisa-

tion will require fundamentally different energy, by using alternative energy sources based on green electricity and green molecules, such as bio-fuels and hydrogen.'

### Which challenges do you see on a global scale when it comes to becoming more sustainable in Real Assets?

'One ongoing challenge is benchmarking. As with Real Assets, the opaque nature of the market and comparing these assets are common challenges. The investable universe is very large across Real Assets, increasing the challenge. However, we do see improvements being made through new standards including GRESB, which is a global ESG benchmark for Real Assets. For impact strategies, organisations such as GIIN help to provide investors with guidance on suitable impact metrics.

Another challenge the market faces is 'greenwashing'. Managers with a lack of true commitment often market standard private market funds as 'impact'. The demand for sustainable assets, especially those tied directly to UN Sustainable Development Goals (SDGs), is elevating prices within the market. It's a reminder that, from a fiduciary standpoint, it is as important, or even more important, to fully assess the investment merits of these assets.

Finally, private markets already include an opaque and complex mix of strategies. The mix of strategies is only growing with the adoption of responsible investing and implementation of impact mandates. One by-product is an increase in new offerings. For less experienced investors, committing to 'first-time' managers, who often have limited contiguous track records as an operating team, can be daunting to underwrite.

The range of opportunities and risks highlight the importance of partnering with talented investment professionals. Those with access to elite operating partner networks and those who possess highly aligned professionals with the ability to source opportunities and appropriately identify an evolving set of risks. As the strategies broaden and mature across Real Assets, we believe incorporation of ESG into the cost of capital estimates and investment thesis will be crucial to both sustainable and responsible growth of Real Assets across the globe.' ■

# Verduurzaming van vastgoed levert tevens concurrentievoordeel op



Hoe vordert de vergroening bij beleggers in Real Assets? En welke kansen biedt duurzaam beleggen? Tijdens de Live Uitzending van het pensioenfondsseminar ‘Duurzaam beleggen in Real Assets onder het Nieuwe Pensioencontract’ werd de balans opgemaakt.

Door Baart Koster Fotografie Ruben Eshuis Photography

Gezien de thematiek van het seminar vormde The Core in Amsterdam een uiterst passend decor. Het van alle gemakken voorziene, zeer ruime, lichte en duurzame kantoor van gastheer CBRE onderging in 2019 een complete metamorfose. Aanvankelijk, zo vertelde Ramon Beijen, Creative Director van CBRE, huisvestte het gebouw bijna een halve eeuw lang een Peugeot-garage. Op de plek waar dagvoorzitter Wietse de Vries het seminar opende, werden enkele jaren daarvoor nog auto's binnengereden voor hun onderhoudsbeurt.

De Vries typeerde de complexe combinatie van Real Assets, duurzaamheid én het Nieuwe Pensioencontract (NPC) als een soort driedimensionaal schaakbord, waarop beleggers hun tóch al ingewikkelde spel moeten spelen. Bij beslissingen over duurzaam beleggen en over wat je precies kunt en wilt doen onder het NPC, moet je vaak tien, twintig of zelfs dertig jaar vooruitdenken, aldus De Vries.

### Klimaatverandering als kans

Bernardo Korenberg, Head of Sustainability and Innovation bij Bouwinvest Real Estate Investors, opende de presentatierieks. Onder de titel ‘Real value for life’ behandelde Korenberg de vraag of klimaatverandering een kans of een bedreiging vormt voor beleggingen in Real Assets. Het brede maatschappelijke veld kiest primair voor ‘bedreiging’ als antwoord op die vraag. En om deze bedreiging te mitigeren, voeren beleidsmakers, wet- en regelgevers en toezichthouders de druk om te verduurzamen verder op. Naast die dwang zijn er nog twee typen risico's met betrekking tot de mondiale opwarming van belang: fysieke risico's en transitierisico's. De eerste zijn de directe risico's in de vorm van extreme weersomstandigheden, zoals droogte, wateroverlast en bodemverzakking. De tweede soort zijn de klimaatrisico's die je beleggingsportefeuille als het ware binnendringen in de vorm van verplichte investeringen in je vastgoed, om zo aan de vigerende regelgeving en beleid te

voldoen en op de koers van het Akkoord van Parijs te blijven. Denk aan het energielabel C dat alle gebouwen in 2023 minimaal moeten bezitten.

Die twee risico's correleren bovendien met elkaar, waarschuwt Korenberg. Slagen we er namelijk niet in de opwarming tot maximaal anderhalve graad beperkt te houden, dan gaan de fysieke gevolgen ook de waarde van de beleggingsportefeuille steeds meer drukken. Volgens Korenberg is dit echter niet alleen maar reden voor malaise, want zelf beantwoordt hij de hamvraag van zijn presentatie, of klimaatverandering een kans of een bedreiging vormt voor beleggers, als volgt: ‘Je kunt daar een kans van maken, maar dan is het wel zaak om een langetermijnvisie te ontwikkelen, om goed te monitoren hoe je vastgoed er qua duurzaamheid voor staat en om op de juiste momenten de juiste maatregelen te treffen. Bijvoorbeeld door bij een renovatie een pand meteen ook goed te isoleren.’ De belangrijkste tip bewaarde hij voor het laatst: ‘Ga als pensioenfonds vooral in gesprek met je vermogensbeheerders en je uitbestedingsrelaties. Krijg met elkaar helder wat belangrijk is, wat je achterban belangrijk vindt en hoe je gezamenlijk middels duurzame investeringen je maatschappelijke verantwoordelijkheid pakt en koers houdt richting de doelstellingen van het Akkoord van Parijs.’ >



### VOORZITTER

Wietse de Vries

Wietse de Vries is Partner bij Almazara | Real Assets Advisory.

**‘Ga als pensioenfonds vooral in gesprek met je vermogensbeheerders en je uitbestedingsrelaties. Krijg met elkaar helder wat belangrijk is, wat je achterban belangrijk vindt en hoe je gezamenlijk koers houdt richting de doelstellingen.’**

‘Het naar voren halen van de transformatie is verstandiger dan afwachten. Nu investeren, betaalt zich immers sneller uit in milieuwinst en blijere huurders.’

### De zoektocht naar een netto nul strategie

Wil je je netto CO<sub>2</sub>-uitstoot uiterlijk in 2050 naar nul hebben gebracht, dan is het cruciaal om te begrijpen hoe je integrale footprint eruit ziet en tot stand komt. Op dat heldere uitgangspunt baseerde Dan Grandage, Head of ESG voor Private Markets & Real Estate bij Aberdeen Standard Investments (ASI), zijn presentatie. Want wie daar geen inzicht in heeft, kan geen toekomstvisie op CO<sub>2</sub>-reductie ontwikkelen, laat staan daar concrete en effectieve stappen in zetten. Wachten met dergelijke verduurzamingsstappen is overigens geen optie meer, waarschuwde Grandage. Je CAPEX-kosten stijgen en datzelfde geldt voor de huurderskosten, als huurders het überhaupt al aantrekkelijk zouden vinden om hun intrek te nemen in een kantoorgebouw dat onvoldoende duurzaam is.

Zelf werkt Grandage met een binnen ASI ontwikkeld raamwerk om te bepalen welk vastgoed in portefeuille moet worden gehouden en welke gebouwen moeten worden verkocht, maar ook om vast te stellen hoe gebouwen presteren qua uitstoot en wat er, ook financieel, nog nodig is om ze efficiënt te verduurzamen. Dergelijke monitoring is essentieel. ASI gebruikt dan ook het door de EU gesubsidieerde CRREM (Carbon Reduction Real Estate Monitor), een open source platform dat voor iedere stakeholder te raadplegen is. Alhoewel de tool niet perfect is, adviseert Grandage investeerders in Real Estate om dat ook te doen, omdat CRREM een nuttige indicator is van hoe je ervoor staat met je vastgoed en welk reductiepad je qua CO<sub>2</sub>-uitstoot moet volgen om de doelstellingen van het Akkoord van Parijs te verwezenlijken.

### Vergroen en diversifieer

Na de pauze kwam Samantha Steele, Director Investment Research & Private Markets bij Russell Investments, net als Dan Grandage online, tot haar toehoorders. Steele richtte zich met een bredere blik op private markten. Zij besprak de diversiteit die bestaat in investeringsstrategieën binnen Real Assets, zoals op growth en income gerichte benaderingen. Uiteraard horen bij die keuzes ook weer verschillende risicoprofielen. Hoe verder je opschuift naar growth, hoe hoger de rendementen én de risico's. Maar hoe je keuze ook uitvalt, vergeet nooit om zoveel mogelijk te diversifiëren, benadrukt Steele. En doe dat juist ook binnen Real Assets. Nederlandse pensioenfondsen zijn immers vaak geneigd hun beleggingen voor een

groot deel naar Nederlandse woningen te alloceren, terwijl spreiding naar heel andere Real Asset classes, zoals bijvoorbeeld Infrastructuur, je portefeuille veel veerkrachtiger maakt. Dat advies sluit bovendien mooi aan op een groeiend besef onder institutionele beleggers dat concentratierisico binnen de beleggingsportefeuille voorkomen moet worden.

Tevens doe je er als pensioenfonds verstandig aan om te kiezen voor verschillende beleggingsstrategieën. Naast groeistrategieën kun je ook kiezen voor beleggingsstrategieën die primair gericht zijn op de inkomstenstroom uit Real Assets. Dergelijke benaderingen voegen namelijk een belangrijk stabiliserend element in je portefeuille toe. Ook daarin zijn vele keuzes denkbaar, waarbij het er uiteindelijk om gaat te komen tot een combinatie van assets met verschillende risico-rendementsverhoudingen en duurzaamheidskenmerken die samen precies de mix binnen je portfolio creëren die aansluit op de specifieke ambities van je pensioenfondsen. Verantwoord beleggen is daarbij simpelweg een must om je portefeuille veerkrachtig en daarmee toekomstproof te maken, besluit Steele. Ook daarin kun je als pensioenfonds je persoonlijke ambities waarmaken door je doelstellingen af te stemmen op specifieke SDGs. Op die manier zorg je tevens voor duurzame waardecreatie en dat is toch mede wat je als institutionele langetermijnbelegger nastreeft.

### Risico's veranderen in kansen

‘MVB met vastgoed in de praktijk’, was de veelbelovende titel van de presentatie van Barbara Maltha-Koppelman, Director Capital Advisors bij CBRE. Zij liet zien dat risico's ook kansen kunnen zijn wanneer je duurzaam wilt beleggen. Zo heeft verduurzaming van vastgoed bijvoorbeeld met CAPEX-uitgaven te maken. Je kunt daarin investeren om te voldoen aan alle wettelijke eisen, maar je kunt dat óók doen om flink boven het maaiveld uit te steken. Zo wordt vastgoed aantrekkelijker en in de slipstream daarvan volgen bijna als vanzelf de huurders en daarmee de stijging van je bezettingsgraad. Een bijkomend voordeel is dat dit ook gunstig uitwerkt op de hoogte van je CO<sub>2</sub>-belasting. Dat dit zo kan werken, is feitelijk al aangetoond, want CBRE onderzocht en vond positieve effecten voor vijf verschillende gebouwen waarvoor verduurzamingsmaatregelen waren getroffen. Duidelijk en belangrijk is bovendien dat dit ook de taxatiewaarde van vastgoed opstuwet.

Een effectieve duurzaamheidstransitie is tevens geholpen met een doordachte keuze voor duurzame beleggingsfondsen. Die zijn er gelukkig genoeg, aldus Maltha-Koppelman. Maar de kunst is om die te filteren uit de enorme markt van niet-genoteerd vastgoed. Daarbij helpt de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR). Maltha-Koppelman zoomde in op twee soorten fondsen. Allereerst belichtte zij het 'artikel 8'-fonds of ESG-fonds. Dit type fonds heeft duidelijke duurzaamheidsdoelstellingen geformuleerd, leeft de gekozen strategie ook na, rapporteert jaarlijks de resultaten én streeft ernaar om het jaar op jaar beter te doen. Hiernaast staat het 'artikel 9'-fonds dat geclassificeerd wordt als een impactfonds. Dit type fonds probeert met elke belegging een positieve bijdrage te leveren en impact te genereren. Doordat ze dit gericht doen en problemen oplossen, hebben impactfondsen toegevoegde waarde. Bovendien hanteren deze fondsen specifieke, zelf ontworpen raamwerken om de vaak heel specifieke fondsdoelen te kunnen meten. Met deze praktische informatie illustreerde Maltha-Koppelman dat je als pensioenfonds met behulp van deze SFDR-artikelen een uitstekende doorvertaling kunt maken van de eigen doelstellingen naar de concrete niet-genoteerde fondsen waarin je daarvoor het beste kunt beleggen.

### Nu beginnen, is verstandiger dan afwachten

Na vier informatieve presentaties was het tijd voor het vrije debat. Voor de eerste paneldiscussie schoven aan: Vincent van Bijleveld, Managing Consultant Duurzaam Beleggen en Senior Adviseur bij Finance Ideas, Erik Hulshof, Pensioenfondsbestuurder, Voorzitter van beleggingscommissies en adviseur van diverse pensioenfondsen, en Jeroen Van Der Put, Pensioenfondsbestuurder bij diverse pensioenfondsen en Voorzitter van de Commissie Risicomanagement bij de Pensioenfederatie. Ze bogen zich onder meer over de door het publiek meest gestelde vraag: wat is de impact van het NPC op het beleggingsbeleid voor Real Assets? Onder andere door het wegvallen van het VEV zal er, zo is althans de verwachting, meer ruimte ontstaan om Real Assets in portefeuille te nemen. Wenselijk is dat zeker, denken de discussiedeelnemers, want juist nu beleggingen met een stabiele inkomensstroom steeds belangrijker worden, heeft deze asset class toegevoegde waarde. Een voorbeeld is Infrastructuur, die onder het VEV nog veel risicobudget kost, maar straks veel minder. Bovendien biedt deze asset class de gewenste inkomensstroom

met inflatiegevoeligheid alsmede volop kansen voor verduurzaming.

De tweede discussie vond plaats tussen Bernardo Korenberg, Dan Grandage en Casper van Grieken, Executive Director Capital Advisors bij CBRE. Daarin kwam naar voren dat goede monitoring cruciaal is, willen we als beleggers succesvol bijdragen aan het behalen van de doelen van het Akkoord van Parijs. Engagement is ook belangrijk. Bovendien blijkt het delen van data echt te helpen, zo is de ervaring. Als technologie goed wordt ingezet om door middel daarvan de bewustwording te stimuleren, dan motiveert dat huurders om bewuster aan hun thermostaatknop te draaien. Van Grieken benadrukt nog dat in plaats van gescheiden woon- en werkfuncties het transformeren van vastgoed naar mixed use de verduurzaming ook vooruit helpt. Op de vraag hoe je een dergelijke transformatie moet timen, antwoordt hij dat het naar voren halen daarvan verstandiger is dan afwachten. Nu investeren, betaalt zich immers sneller uit in milieuwinst en blijere huurders.

### Real Assets biedt volop kansen voor impact

Tijdens de slotdiscussie werden door Steele, Hulshof en Van Bijleveld de mogelijkheden van Real Assets als impactbelegging nog eens extra benadrukt. Wereldwijd ligt er een enorme uitdaging om bestaande gebouwen te verduurzamen. En in opkomende markten is het juist cruciaal om nieuwe gebouwen zowel tijdens de bouwfase als de gebruiksfase zo min mogelijk CO<sub>2</sub> te laten verbruiken en klimaatadaptief te bouwen. Met de energietransitie zijn ook enorme investeringen noodzakelijk in infrastructuur. In feite heeft elk gebouw impact, zowel positief als negatief, en is het aan de beleggers om, bijvoorbeeld door selectie van of engagement met het vastgoedfonds óf bij direct vastgoed samen met de huurders, te bepalen hoe je wilt verduurzamen en hoe je meer positieve impact wilt maken en negatieve impact wilt voorkomen.

Kortom: Real Assets vormen vanwege diversificatie, de grote winst die juist in deze asset class te behalen is met betrekking tot reductie van CO<sub>2</sub>-uitstoot én de stabiele inkomensstromen, een zeer interessante asset class voor duurzame beleggers. Door het NPC, dat meer ruimte voor investeringskeuzes laat, zal dat overigens veranderen. Real Assets worden onder dat nieuwe pensioenregime namelijk alleen nog maar interessanter. ■

## IN HET KORT

Het is cruciaal om te begrijpen hoe je CO<sub>2</sub>-footprint tot stand komt. CRREM is een nuttige indicator om dat vast te stellen.

V voorkom concentratierisico door je allocaties zoveel mogelijk te diversifiëren, ook binnen Real Assets.

MVB maakt je portefeuille veerkrachtig en toekomst-proof.

Ga voor effectieve verduurzaming als pensioenfonds het gesprek aan met je vermogensbeheerders en uitbestedingsrelaties.

Verduurzaming van vastgoed geeft naast een hogere taxatiewaarde tevens concurrentievoordeel.

Afwachten met verduurzaming is niet verstandig.

Bekijk hier de video's van de Live Uitzending over Duurzaam beleggen in Real Assets onder het Nieuwe Pensioencontract.



# Het nieuwe Pensioenakkoord lijkt ver weg, maar actie is vereist

Pensioenfondsen moeten twee belangrijke stappen zetten richting de implementatie van het nieuwe Pensioenakkoord: een strak proces inrichten en veranderingen in de beleggingsportefeuille overwegen. Dat zegt Jack Jonk, Directeur Vermogensbeheer bij Blue Sky Group. ‘Hoe korter het traject, hoe kleiner de impact en hoe lager de kosten.’

Door Harry Geels

## Het nieuwe Pensioenakkoord is er inmiddels gekomen. Hebben jullie daarin een rol gehad?

‘Wij zijn altijd betrokken bij sectoroverleg, namens onszelf of namens onze klanten. In dit geval hebben we meegedaan in de werkstromen van het Ministerie van SZW en de Pensioenfederatie, waar het Pensioenakkoord werd uitgewerkt. Ook hebben we een bijdrage geleverd aan de internetconsultatie van de Pensioenfederatie. Verder hebben we onze opinie laten horen in de media en in podcasts. We hebben steeds diverse, voor ons belangrijke punten ingebracht.

Ik vind overigens dat de politiek een goede afweging heeft kunnen maken tussen alle deelbelangen. Er zijn tussen fondsen natuurlijk verschillen, die voor een groot deel met overtuigingen samenhangen. Deze kun je als een soort range met uitersten zien. Bijvoorbeeld van een individualistische tot collectieve insteek, of van een paternalistische instelling tot volledige keuzevrijheid. Sommige partijen zijn voor een revolutie, andere meer voor evolutie. Een mooi voorbeeld is de discussie over de solidariteitsreserve in de WVP+ variant bij ondernemingspensioenfondsen. Die zou er eerst alleen voor bedrijfstakpensioenfondsen zijn, maar zoals het er nu naar uitziet, komt er ook een oplossing voor risicodeling bij ondernemingspensioenfondsen, hetgeen wij toejuichen. Dit komt de solidariteit ten goede en dat vinden wij belangrijk.’

## Hebben jullie intern ook al stappen gezet?

‘Ja, we hebben in een vroegtijdig stadium een projectorganisatie opgetuigd die op volle snelheid aan het voorbereiden is, niet afgeremd door het uitstel van de wetgeving. Hoe eerder voorbereid, hoe beter de keuzes te maken zijn. Proac-

tief in plaats van reactief. We sturen aan op een integrale aanpak van pensioenadministratie en beleggingen, omdat deze in het nieuwe stelsel nog dichter tegen elkaar aan komen te liggen. Ook treffen we voorbereidingen om straks optimaal met de deelnemers te kunnen communiceren. Het staat namelijk vast dat deelnemers steeds meer centraal komen te staan. Omdat het risico bij individuele deelnemers komt te liggen en zij in feite een claim hebben op een deel van de beleggingsportefeuille, wordt het van groot belang om hen hier direct inzicht in te bieden. Daarom wordt een naadloze koppeling van de beleggingsadministratie en pensioenadministratie belangrijk.

Het is, denken wij, van toegevoegde waarde als onderdelen van het vermogensbeheer en pensioenbeheer binnen een organisatie plaatsvinden, zonder te zeggen dat het voor alle deelonderdelen een ‘one stop shop’ moet zijn. Zo besteden wij de beleggingsportefeuilles volledig uit aan externe managers en wordt een belangrijk deel van onze beleggingsadministratie uitbesteed aan een externe partner. De klant kan indien gewenst het totaal door ons laten organiseren. Wij besteden onderdelen waar andere partijen meer schaal en expertise hebben over het algemeen dus uit aan partners en doen zelf de onderdelen waar we echt waarde kunnen toevoegen. Daarbij zit een belangrijk deel van onze toegevoegde waarde ook in het koppelen van de onderdelen en het beheersen van de gehele keten. Daardoor is de klant op een goede manier in control. Diverse vormen van dienstverlening voor het nieuwe pensioenstelsel zijn overigens niet nieuw voor ons. Zo hebben we ruime ervaring met mixfondsen voor salarissen boven de aftoppingsgrens, de netto-regelingen en om bij te sparen, een vierde pijler-product.’



### Wat is de grootste verandering in het Pensioenakkoord en wat zijn daarvan de consequenties?

‘Als ik moet kiezen, dan is het belangrijkste dat iedere deelnemer zijn eigen pensioenpotje krijgt. Het nieuwe stelsel wordt individueler. De claim op een op voorhand vastgelegde pensioenafpraak komt te vervallen. Overigens voelt die claim in het huidige pensioenstelsel vrij zeker, maar dat is die in de praktijk natuurlijk niet. Als er niet voldoende middelen zijn, worden de pensioenaanspraken verlaagd. In het verlengde van het meer individueel maken van het stelsel worden de deelnemers centraal gesteld en moeten zij goed inzicht krijgen in hun portefeuilles, de daarbij behorende risico's en de behaalde rendementen. De veranderingen passen allemaal bij het huidige tijdsbeeld, waarin mensen niet meer hun hele leven bij één werkgever werken. Het mooie van het nieuwe stelsel is ook dat het collectieve beleggen in stand blijft, dus dat de deelnemer kan rekenen op een kostenefficiënte uitvoering van het portefeuillebeheer. De individuele aanspraak op een deel van het geheel wordt nu veel duidelijker en transparanter. Dat vind ik een goede ontwikkeling.’

### Welke stappen kunnen de fondsen zetten?

‘Er zijn eigenlijk twee stappen: in het proces en in de beleggingsportefeuille. Wat betreft het proces is het belangrijk dat sociale partners met elkaar in gesprek gaan. Definieer goed de uitgangspunten. Welke keuzes moeten er worden gemaakt? Het gaat dan over heel veel zaken: verandersnelheid, kosten, uitlegbaarheid, mate van ontzorging, keuzevrijheid en eventuele aanpassing van de investment beliefs. Wat betreft het implementatietempo: als het niet nodig is de volledige overgangperiode te gebruiken, verkort dan de periode om de onzekerheid voor de deelnemers en de druk voor sociale partners en bestuur van kortere duur te laten zijn. Dit verlaagt ook de kosten.’

### Gaan de beleggingsportefeuilles op korte termijn wijzigen?

‘Er zijn twee stromingen. Bij de eerste stroming is het bestaande stelsel leidend. Het

beleggingsbeleid wordt onaangetast gelaten, aangezien er eerder is bepaald dat dit passend is. Bij de tweede stroming wordt voortgelopen op het nieuwe stelsel, onder meer door het beschermen van de dekkingsgraad en aandacht voor illiquide beleggingen. Regeren is vooruitzien, dus in ieder geval is het van belang nu al goed na te denken over de toekomst. Of het verstandig is om nu al iets te doen, verschilt per fonds en hangt af van de gemaakte afwegingen. Belangrijk is hierbij hoeveel waarde wordt gehecht aan het veiligstellen van soepel invaren. Hier speelt de richtdekkingsgraad een centrale rol. Dit is de dekkingsgraad die benodigd is voor een verantwoorde, uitlegbare en evenwichtige overstap naar het nieuwe stelsel. Het fonds groeit, bij gebruik van het transitie-FTK, in de overbruggingsperiode naar een minimale dekkingsgraad. Die verschilt per fonds. Vooruitlopen op invaren, betekent in de meeste gevallen het zo veel mogelijk veiligstellen van de dekkingsgraad, om zo boven het vereiste niveau te zitten op het moment dat wordt ingevaren. Veiligstellen betekent meestal ook risicoreductie, bijvoorbeeld door het veranderen van de beleggingsmix of het afdekken van de portefeuille middels derivaten. Met futures of opties? Bij de laatste blijft de upside nog open. Maar afdekken doet ook iets met het rendement. Hoe korter de periode, hoe minder impact. Dus ook hier geldt: hoe sneller de overgang hoe beter.’

### Hoe zien jullie de rol van illiquide beleggingen?

‘Het devies is ook hier om al vooruit te kijken. Infrastructuur past bijvoorbeeld goed in portefeuilles die bedoeld zijn voor de pensioenvoorziening, gezien de lange looptijd, stabiele kasstromen en lagere correlaties met de traditionele beleggingscategorieën als aandelen en obligaties. Door het vervallen van de FTK-restricties is hier straks meer ruimte voor. De richting hangt wel af van de keuze van sociale partners voor het NPC of de WVP+. Bij de WVP+, waarbij belegd wordt via lifecycles, zijn er meer uitdagingen voor illiquide beleggingen, maar deze zijn op te lossen, bijvoorbeeld middels een ijzeren voorraad.’ ■



Jack Jonk

Jack Jonk is sinds 2017 Directeur Vermogensbeheer bij Blue Sky Group. Als fiduciair partner van Nederlandse pensioenfondsen ondersteunt Blue Sky Group fondsbesturen bij het vaststellen van hun beleggingsbeleid en de uitvoering hiervan. Jonk begon zijn carrière in 1991 bij Achmea Global Investors en werkte hierna bij UBS en Delta Lloyd Asset Management. Hij heeft Bedrijfseconomie gestudeerd aan de Hogeschool voor Economische Studies en heeft een VBA-opleiding afgerond.

# NN IP gaat met Goldman Sachs de toekomst in

Op 19 augustus kondigde Goldman Sachs aan dat het NN Investment Partners van NN Group over zal nemen. Deze overname, de grootste in 20 jaar van de Amerikaanse bank, maakt Nederland strategisch zeer belangrijk voor het bedrijf. Gerald Cartigny, Hoofd GS Asset Management Benelux, geeft een toelichting op de rationale van de overname en het belang ervan voor de toekomstplannen van Goldman Sachs Asset Management in Nederland en Europa.

Door Jolanda de Groot

## Goldman Sachs neemt NNIP over. Dat is groot nieuws binnen de Nederlandse vermogensbeheersector. Wat gaat er veranderen voor Goldman Sachs Asset Management en voor NNIP?

‘Wij zijn zeer blij met de komst van NNIP en kijken uit naar de ontwikkelingen binnen de Nederlandse en Europese vermogensbeheersector. Wij beginnen nu pas met gesprekken over hoe wij in de praktijk gaan samenwerken. Daarom is het nu nog te vroeg om aan te geven wat er mogelijk gaat veranderen. In de eerste maanden tot de closing van de transactie zullen beide entiteiten separaat blijven en gaan wij elkaar nog beter leren kennen.’

## Wat is de voornaamste reden geweest voor Goldman Sachs om NNIP over te nemen? Waar liggen de strategische voordelen?

‘In één woord samengevat was de reden complementariteit. Onze motivatie steunt op vijf pilaren:

- **Variëteit:** NNIP heeft een brede range van oplossingen die wij momenteel niet aanbieden. Denk aan Europees Vastrentend, Europese aandelen, specifieke greenbond-strategieën et cetera.
- **Retail:** Samen met de retail assets van NNIP komen wij nu de top-10 van beleggingsfondsen in Europa binnen. Hiermee vergroten wij als partner de oplossingen die wij kunnen bieden aan Europese distributeurs zoals banken en wealth managers.
- **ESG:** NNIP is een zeer gerespecteerde ESG-manager en

samen kunnen wij verdere stappen zetten om ESG-oplossingen verder te ontwikkelen. Hiermee verwachten wij nog beter bij de evoluerende ESG-wensen van onze klanten aan te sluiten.

- **Verzekeringsector:** Met het partnership van NN Group wordt Goldman Sachs Asset Management wereldwijd de leidende niet-aangesloten vermogensbeheerder van de verzekeringswereld. Dit stelt ons verder in staat onze gerichte oplossingen voor verzekeraars te ontwikkelen met betrekking tot klantspecifieke vraagstukken rond balans- en kapitaalbeheer.
- **Fiduciair Management:** Wij waren wereldwijd al één van de grotere spelers op dit vlak, maar met een concentratie van klanten in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. Met NNIP worden wij een leidende speler in continentaal Europa en wij hebben de ambitie om dit verder uit te bouwen.’

## In hoeverre bent u zelf betrokken geweest bij het overnametraject?

‘Vanaf het eerste moment was ik betrokken en het waren intense maanden. Ik ben heel trots dat mijn team gewoon door heeft kunnen gaan met de normale gang van zaken. Tot slot is het geweldig en leerzaam om een heel traject van A tot Z mee te maken.’

## Wordt Nederland de Europese hub van Goldman Sachs Asset Management na de Brexit?

‘Het Europese hoofdkantoor blijft in Londen, maar Nederland wordt inderdaad een belangrijke strategische locatie voor ons.’



CV

## Gerald Cartigny

Gerald Cartigny is Hoofd van Goldman Sachs Asset Management in de Benelux sinds 2019. Daarvoor was hij CIO van MN Services. Hij begon zijn carrière in 1990 bij Nationale Nederlanden, werkte meer dan 16 jaar in verschillende beleggingsfuncties bij ABN AMRO Asset Management, was Bestuurslid van de Vereniging van Nederlandse Fondsen en Vice-voorzitter van de Institutionele Beleggers Groep Klimaatverandering.

ESG zal naar verwachting een hoofdthema blijven in de strategische dialoog met onze partners.'

### In hoeverre speelt de negatieve publiciteit waar Goldman Sachs

### in het verleden mee te maken heeft gehad nog een rol bij gesprekken met relaties en prospects?

'In de laatste jaren heeft dat geen rol gespeeld en hebben wij in de Benelux een sterke organische groei van assets en klanten gezien. Het een en ander is bovendien lang geleden gebeurd en de operationele processen hebben in de sector een grondige uplift gekregen ten opzichte van 10-15 jaar geleden. In mijn gesprekken voel ik het vertrouwen van de cliënten.'

### Wat vindt u van het feit dat er een grote Nederlandse vermogensbeheerder gaat verdwijnen? Is dat een verarming voor de Nederlandse asset management industrie? En hoe kijkt u aan tegen de consolidatieslag die plaatsvindt in de (internationale) asset management industrie? Is deze slag bijna ten einde, of staan we nog maar aan het begin?

'Wellicht ben ik niet geheel objectief, maar naar mijn mening is het positief dat Goldman Sachs in Nederland wil investeren om zo haar Europese vermogensbeheerambities verder vorm te geven. Over de verdere consolidatieslag heb ik al jaren geleden gesproken. De noodzakelijke investeringen die nodig zijn in talent, technologie en data zijn sterk toegenomen, terwijl marges aan het dalen zijn. Dit zal voor iedereen keuzes met zich meebrengen.'

### Is er nog iets wat u institutionele beleggers mee zou willen geven op dit moment?

'Nee, persoonlijk denk ik dat dit belerend zou zijn, maar ik nodig iedereen uit om mij te bellen om verder van gedachten te wisselen.' ■

### Gaat de naam NNIP op korte termijn verdwijnen?

'Op de korte termijn zal dit niet veranderen, maar op de middellange termijn zullen wij een 'rebranding' maken naar Goldman Sachs Asset Management. Dit was overigens ook de wens van NN Group.'

### Hoe zou u de cultuur binnen Goldman Sachs Asset Management willen omschrijven? Verschilt die cultuur erg van die van NNIP?

'In de afgelopen maanden hebben wij NNIP goed leren kennen als een organisatie die zeer performance- en klantgedreven is. Dit zijn ook onze kernwaarden, vandaar de natuurlijke fit. Natuurlijk zullen er ook verschillen zijn, maar de echte vraag is hoe wij elkaar kunnen versterken.'

### Van waaruit gaan jullie activiteiten na de overname plaatsvinden? Wordt het Amsterdam of Den Haag?

'Voorlopig zullen de activiteiten vanuit beide locaties plaatsvinden. Wij hebben nog geen beslissing genomen op het vlak van toekomstige activiteiten. Het is vanzelfsprekend dat Den Haag van strategisch belang blijft.'

### Op welke (klant)segmenten richt Goldman Sachs Asset Management zich nu en gaat dat na de overname van NNIP veranderen?

'Dit zal niet veranderen. De focus blijft liggen op institutionele, retail- en fiduciair management-clianten.'

### Binnen welke asset classes/thema's verwacht u een flinke groei te gaan doormaken na de overname?

'Dit zal met name bepaald worden door de toekomstige wensen van onze cliënten in Nederland en Europa. Natuurlijk gaan wij ook proberen met nieuwe oplossingen te komen die blijvend waarde toevoegen voor onze klanten.'

**SCHAATS  
VOOR KIKA**  
OP DE WEISSENSEE

**Kika**  
kinderenkankervrij



# SCHAATS DE ALTERNATIEVE ELFSTEDENTOCHT VOOR KINDEREN MET KANKER!

**25 JANUARI 2022**



KIJK OP  
**SCHAATSVOORKIKA.NL**

# Komkommertijd?

**Normaliter staat de zomer ook in de financiële markten bekend als komkommertijd. Het gebrek aan nieuws en de lage handelsvolumes leiden tot lage rendementen. Een bekende beurswijsheid is dan ook ‘Sell in May and Go Away’. Maar is dat nog wel zo slim?**

Het begrip komkommertijd vindt volgens het Genootschap Onze Taal ergens in de 18de eeuw zijn oorsprong. De zomer was destijds het seizoen van de komkommers en een drukke tijd voor de telers. Dit in tegenstelling tot veel andere beroepen, waar juist niets te doen was. De komkommertijd werd al snel synoniem voor de zomerperiode met weinig nieuws en gebeurtenissen. Tegenwoordig worden onze komkommers echter in kassen geteeld en liggen ze het hele jaar door in de schappen. Van de oorspronkelijke komkommertijd is dus geen sprake meer. Ook voor de financiële markten wordt het bestaan van een komkommertijd steeds vaker in twijfel getrokken.

Dit geldt eveneens voor de bekende beurswijsheid ‘Sell in May and Go Away’. Dit ‘Sell in May’-effect is onderwerp geweest van diverse onderzoeken. De resultaten waren vaak opvallend positief en robuust, met bijvoorbeeld een 4% hoger rendement in de periode november – april ten opzichte van mei – september (voor 1919 – 2017), zoals blijkt uit het onderzoek van Jacobsen en Zhang (2018). Hoewel dit effect niet voor elk afzonderlijk jaar geldt, is er gemiddeld genomen wel een significant positief resultaat. Voor een belegger leek deze beurswijsheid derhalve geen windeieren te leggen. Toch kwam een belegger met deze strategie de afgelopen jaren bedrogen

uit. In 2019 was het rendement in de zomer op de AEX-index circa 7% en in de zomer van 2020 was, ondanks onzekerheid rondom COVID-19, sprake van een positief resultaat van bijna 3%.

Ook in 2021 lijken we af te stevenen op een positief resultaat voor de zomer, met al meer dan 6% rendement over de maanden juni en juli. Een rendement dat normaal voor een geheel jaar niet zou misstaan. Dit rendement wordt onder andere gedreven door het zeer ruime monetaire en fiscale beleid van centrale banken en overheden. Dit beleid heeft al jaren een verstoring effect op de financiële markten. Hierdoor liggen rentes namelijk laag, wat aandelen steeds maar weer naar nieuwe recordniveaus stuwt. Zelfs in de komkommertijd worden deze niveaus ondersteund door nieuws over onverwacht goede werkloosheidscijfers, sterke bedrijfsresultaten en een stijgend vaccinatietempo. Al met al lijkt voor het derde jaar op rij het ‘Sell in May’-effect niet op te gaan, met het ruime monetaire en fiscale beleid als oorzaak.

Het is dan ook de vraag of afbouw van het monetaire en fiscale beleid in de toekomst zal leiden tot een terugkeer van de komkommertijd en daarmee tot het ‘Sell in May’-effect. Wellicht kijken we over enkele jaren terug op een paar outliers in de dataset en gaan we in juni weer vrolijk op vakantie na het verkopen van onze aandelen. Aan de andere kant kan de inmenging van centrale banken en overheden in de financiële markten ook een permanent karakter krijgen. Dan moeten we op zoek naar een andere strategie en wellicht ook naar een andere vakantieperiode.

De (kommert)tijd zal het leren. ■



Door **Cees Harm van den Berg**, Senior Strategist bij APG Asset Management en Board Member en Treasurer van CFA Society VBA Netherlands

# Renteafdekking vanuit risico- en rendementsperspectief

De renteafdekking is een essentieel onderdeel in het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Maar hoe bepaal je hoeveel renterisico je moet afdekken?

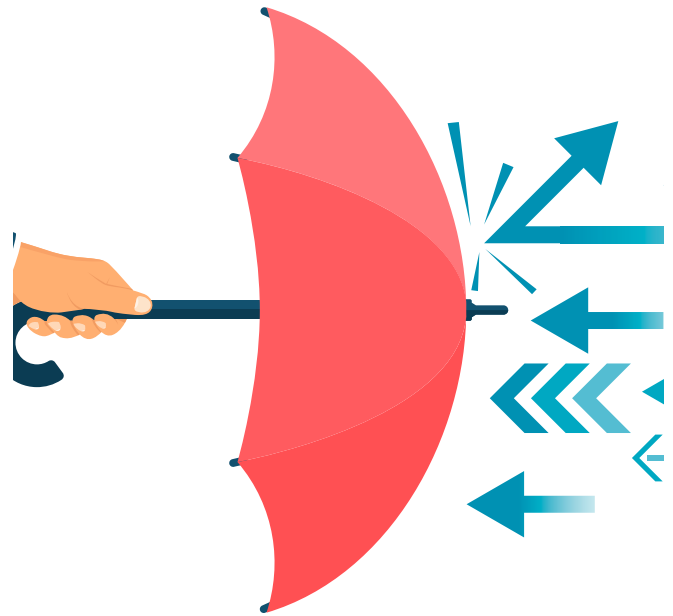
Door Gosse Alserda

In elk kapitaalgedekt pensioensysteem zit rentegevoeligheid. Op het moment dat de rente daalt, wordt het duurder om toekomstig pensioen uit te keren of in te kopen, waardoor bij een gelijkblijvend vermogen het pensioen moet worden verlaagd. In de huidige uitkeringsregelingen komt dit terug in een hogere waardering van de pensioenverplichtingen, waardoor de dekkingsgraad daalt. In premieregelingen – zoals het nieuwe pensioencontract – komt het terug via de kostprijs van het pensioen, oftewel de rentestand die de vertaling van kapitaal naar uitkeringen bepaalt. Door dezelfde rentegevoeligheid toe te voegen aan de beleggingen – het afdekken van het renterisico – wordt het effect van het duurder worden van het pensioen met het dalen van de rente, gecompenseerd met een hoger vermogen. Renteafdekking is in de eerste plaats bedoeld voor risicomitigatie, maar de renteaf-

dekking heeft ook impact op het verwachte rendement. In dit artikel bekijken we de gewenste renteafdekking vanuit zowel een risicoperspectief als een rendementsperspectief.

## Renteafdekking en verwacht rendement

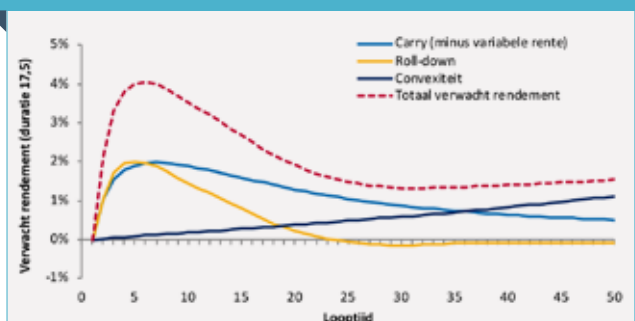
De impact van de renteafdekking op het verwachte rendement kent vier verschillende aspecten. Als eerste zien we dat de lange rente vaak hoger is dan de korte rente. Doordat renteafdekking neerkomt op het verruilen van een kasstroom op de korte termijn voor een kasstroom op de lange termijn, is de impact op het rendement bij een gelijkblijvende rente positief. Dit komt zowel door de hogere rente die dan ontvangen wordt als door het feit dat de kasstromen elk jaar tegen een lagere rente worden verdisconteerd (de zogenaamde carry & roll-down, of ook wel oprenting). Ten tweede is door convexiteit het posi-



tieve effect op het rendement bij een rentedaling normaal gesproken groter dan het negatieve effect op het rendement bij eenzelfde rentestijging. Als beide renteveranderingen even waarschijnlijk zijn, dan is daarmee het verwachte effect op het rendement positief. Ten derde kan rendement worden toegevoegd als renteveranderingen (ten opzichte van de forwards) goed worden voorspeld. Zo pleit een verwachting dat

de rente gaat dalen voor een hogere renteafdekking en omgekeerd. Hiervoor is echter wel een expliciete rentevisie nodig en in de praktijk blijkt het lastig om de rente goed te voorspellen. Zo hebben we de laatste twee decennia een forse daling van de rente gezien, terwijl veel partijen – en ook de forwards – uitgingen van een rentestijging. Ten slotte kan met een dynamische renteafdekking ook een bijdrage geleverd worden aan

**FIGUUR 1: VERWACHT RENDEMENT VOOR VERSCHILLENDE LOOPTIJDEN RENTEAFDEKKING**



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management. Gebaseerd op de gemiddelde rente van januari 2000 t/m maart 2021. Carry & roll-down is op basis van een constante rente, convexiteit is op basis van gemiddelde uitkomst van renteverandering omhoog en omlaag van een absolute afwijking.

het verwachte rendement. Hier kom ik later op terug.

Figuur 1 geeft een inschatting van de rendementsbijdrage van de eerste twee aspecten, oprenting en convexiteit, op basis van de gemiddelde rentetermijnstructuur en volatiliteit van de rente sinds 2000 en een gemiddeld constante rente (dus geen rentevisie). Hierbij wordt gecorrigeerd voor de duratie, oftewel het feit dat als je langere looptijden gebruikt, de nominale waarde die je nodig hebt voor de renteafdekking lager wordt. Hoewel de resultaten sterk afhankelijk zijn van de vorm van de rentetermijnstructuur – en daarmee verschillen per dag – is het verwachte rendement van langere kasstromen ten opzichte van kasbeleggingen normaal gesproken positief, in ieder geval bij afwezigheid van een rentevisie.

### Scenarioanalyse

De bijdrage aan het verwachte rendement volgt ook uit een scenarioanalyse. Hierbij is de aanname dat de rente volatiel is, maar gemiddeld genomen gelijk blijft. De bijdrage aan het verwachte overrendement stijgt lineair bij

hogere niveaus van de renteafdekking, terwijl het risico – uitgedrukt als de tracking error – afneemt. Als de renteafdekking lager is dan 100%, dan blijkt dat de dekkingsgraad gemiddeld daalt door de rente, omdat de verlichtingen meer in waarde stijgen dan de beleggingen (los van zakelijke waarden). Terwijl het verwachte rendement blijft stijgen met een renteafdekking van meer dan 100%, loopt het risico ongeveer gespiegeld weer op wanneer de 100% voorbij wordt gegaan. Onderstaande analyse – waarbij geen rentevisie wordt meegenomen – pleit dus duidelijk voor een hoge mate van renteafdekking: 100%, of afhankelijk van de risicohouding zelfs meer.

Deze analyse is echter vanuit een puur nominaal perspectief gedaan. Wanneer we het risico van het reële pensioen – dus na inflatie – bekijken, is vaak een lagere nominale renteafdekking gewenst. De nominale rente bestaat uit zowel de reële rente als de verwachte inflatie. Wanneer de verwachte inflatie stijgt, neemt daardoor ook de nominale rente toe, waardoor de renteafdekking negatief zal bijdragen.

Dit gebeurt juist wanneer er meer geld nodig is om te corrigeren voor inflatie. Vanuit een reëel risicokader is daarom een lagere renteafdekking gewenst, veelal tussen de 70% en 80%. Dit percentage is echter sterk afhankelijk van de samenhang tussen de nominale en reële rente, die niet constant is over tijd.

### Dynamische renteafdekking

Tot nu toe beperkte de analyse zich tot constante niveaus van renteafdekking. De renteafdekking kan echter ook dynamisch worden ingericht. Hierdoor kan eventueel nog een extra bijdrage aan het verwachte rendement worden geleverd. Een voorbeeld hiervan is een asymmetrische rentestaffel, waarbij de renteafdekking bij een rentedaling hoger is dan bij een rentestijging. Wanneer de rente rondom een bepaald niveau schommelt, wordt hierdoor een positief rendement behaald. Het toepassen van een rentestaffel zorgt bij lage rentes veelal voor een lagere renteafdekking, waardoor er wel meer risicobudget nodig is. Het gaat dus om een uitruil tussen risico en verwacht rende-



**Gosse Alserda**

Senior Investment Strategist,  
Aegon Asset Management

ment. Historische analyses laten zien dat deze uitruil tussen risico en rendement vooral interessant kan zijn in het samenspel (diversificatie) met andere risico's.

### Conclusie

De renteafdekking is een belangrijk onderdeel van het beleggingsbeleid. Het doel ervan is niet zozeer het minimaliseren van het renterisico, maar het bijdragen aan het optimaal inzetten van het risicobudget over verschillende risico's. Zonder rentevisie lijkt renterisico een negatief beloond risico, waarmee een hoge renteafdekking gewenst is. Inflatorisico is echter een reden voor een (beperkt) lagere renteafdekking. Tot slot kan ook een dynamische renteafdekking (bij bepaalde renteniveaus) pleiten voor een lagere renteafdekking. ■

**‘Zonder rentevisie lijkt renterisico een negatief beloond risico, waarmee een hoge renteafdekking gewenst is.’**

**TABEL 1: IMPACT VAN VERSCHILLENDE NIVEAUS VAN RENTEAFDEKKING**

Dekkingsgraad impact	Hedge 0%	Hedge 25%	Hedge 50%	Hedge 75%	Hedge 100%	Hedge 125%	Hedge 150%
Verplichtingen	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
Fysieke beleggingen (korte rente)	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Oprenting	0,0%	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%
Convexiteit	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%
Variabele rente (korte poot)	0,0%	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%
<b>Totaal</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,5%</b>
Tracking error	16,0%	11,7%	7,7%	3,8%	0,0%	3,8%	8,1%
Grootste daling	-49,0%	-39,0%	-27,7%	-14,9%	0,0%	-12,6%	-24,0%

Bron: Aegon Asset Management. Jaarlijkse dekkingsgraadimpact en risico voor verschillende vaste niveaus van renteafdekking. Gemiddelde over 2.000 scenario's met een gemiddeld constante rente over de tijd (geen rentevisie). Voor fysieke beleggingen wordt de risicovrije rente gehanteerd, waarbij dus wordt geabstraheerd van marktrisico.

# Spreads are tight but could be tighter

Spreads have tightened between high yield debt and investment grade corporate bonds. But that doesn't mean there are no attractive high yield bonds anymore. Selection is more crucial than ever, though. Only an active approach will be rewarded.

By Joost van Mierlo

**'Because of the high valuations, we think that active management is crucial. It's about avoiding the losers and picking the winners.'**

These are the thoughts from Tom Ross, Corporate Credit Portfolio Manager at Janus Henderson. Even though valuations might not seem attractive at first sight, a further tightening of the spread is possible. The global economy is responding well after the pandemic. 'We think we are in mid-cycle at the moment', says Ross. 'That's an attractive environment for credit. Equities need an environment of strong growth to fare well, but for debt it's fine when economies are performing reasonably well.'

**Were you surprised about the fast return to historic low spreads after the panic at the beginning of the COVID-19 pandemic?**

'What we've seen is that governments and central banks reacted extremely fast. That has been beneficial for bonds. Central banks have been buying corporate bonds. In the United States they even bought high yield debt. Because of this response and the economic stimulus, the market was able to respond faster than anticipated. If it was a surprise, then it was a very welcome surprise.'

**Because of the low spreads, the valuation is rich. Doesn't that make investment in high yield dangerous?**

'Valuation is only the starting point. Of course, it's important, but one needs to keep a look at the wider perspective. Even though spreads are tight, they have been tight for several years now. In an environment where yield is sparse, investors keep looking at different opportunities for a higher yield. That's where knowledge of the market becomes invaluable. One of the things we look at is the way different companies are affected by the pandemic. For some sectors, like streaming, it was even an attractive environment. A company like Netflix performed very well and is close to investment grade. Others, like the travel industry, are still struggling. But even there it is looking better for companies that use their balance sheet well. Overall, we see that spreads might tighten a bit farther in the coming six to twelve months.'

**Several companies have raised their debt levels during the pandemic. Doesn't this concern you?**

'The debt levels were raised because some companies had to raise money in order to stabilize operations. In many cases the debt level was raised because operating income



was lower during the crisis. We see the levels normalizing. There might be the odd default, but it's not a serious concern. Of course, there are companies that have raised too much debt or stopped investing at all to cut on costs. But those are the companies to avoid. That's part of the skill.'

**You've mentioned that we're in mid-cycle. But central banks have been indicating that their stimulus programs might be ending. Is that a concern?**

'A few months ago, there were signs that inflation was rising and the words tapering-tantrum were reappearing. But central banks have learnt a lesson. At the one side they want to make sure that they're not fuelling bubbles with their programs. But they are also acutely aware that every word they say is going to be interpreted closely. I have the feeling they've shown their hand with the stimulus programs in the past years. They are not willing to let the cycle end.'

The only reason I can see a serious tightening is when there's a danger of prolonged inflation. Whilst it is a risk, it is not our base case. The market would get concerned if there were a rapid raise of rates four times in a row within two years. That's quite unlikely. The expectation is that the Fed might raise rates in 2023. In Europe it's even farther away.'

**We're talking about inflation risks. How about the risks of ESG failures? How do you look at those?**

'It's an integral part of our investment approach. Our ESG team will have a look at all our possible investments and flag the ESG risks. If they're in a red zone and the situation is deteriorating, we simply won't invest. It's a material risk to us and we simply won't touch them.'

But at the other side we also want to pick the winners. If we see ESG risks but the company is addressing those and the situation is improving, those might be attractive investments. The fact that these companies are improving might mean they might be reducing their costs in the nearby future and that might be attractive to us.'

**Would it be possible to invest in a shale-gas company?**

'Well, we're looking very closely at the



**CV**

**Tom Ross**

Tom Ross is a Corporate Credit Portfolio Manager at Janus Henderson Investors, a position he has held since 2006. He is responsible for co-managing the Global High Yield, European High Yield and European Investment Grade strategies. Prior to portfolio management, he specialised in credit trading on Henderson's centralised dealing desk. He joined Henderson in 2002. Ross graduated with a BSc degree (Hons) in Biology from Nottingham University. He holds the Chartered Financial Analyst designation and has 19 years of financial industry experience.

carbon footprint of companies. Companies that are focusing on getting oil out of the ground might not be the most attractive. But at the same time we do realize that we live in a real world in which there will be oil needed, also still in 2050.

We're looking at best in class behaviour. Cement producer LafargeHolcim is a good example. Because of their sector they have a huge carbon footprint, but one can be certain in ten years' time we will still need cement. There are houses going to be built, or hospitals.

LafargeHolcim has an active approach to reducing its footprint by 2050. With their active approach they are far ahead of their competitors. This will lead, we expect, to a larger market-share and relatively lower costs for them in the near future. That's a huge bonus in our eyes.'

**What does this all mean for your credit team?**

'We realize there's a huge amount of things going on in the world. Because of the high valuations, we think that active management is crucial. It's about avoiding the losers and picking the winners. But that's what investing is about. We still see a huge amount of opportunities to take advantage of the rapidly changing world.' ■

# Een toezichthouder moet eigenlijk een kameleon zijn

Door Wim Groeneveld Fotografie Ruben Eshuis Photography



Een toezichthouder in de financiële sector moet opereren binnen een zwaar gereguleerde omgeving. Dat heeft zijn plussen en zijn minnen. Hoe kom je tot een optimale samenwerking en voldoende countervailing power binnen een Raad van Commissarissen of een Raad van Toezicht? Wat is de meerwaarde van diversiteit hierbij? Drie toezichthouders deelden met elkaar hun ervaringen, maar ook hun inzichten over hoe de effectiviteit van de toezichthoudende taken kan worden geborgd en verbeterd.

#### Wat betekent het om toezichthouder te zijn in een sterk gereguleerde sector?

**Daniëlle Melis:** ‘Het is bijzonder om toezichthouder in de financiële sector te zijn. Je moet je erg bewust zijn van de uitdagingen op het gebied van regelgeving. Als je kijkt naar de rol van toezichthouder, dan is die drievoudig. Allereerst is er het toezicht houden op de onderneming. Ten tweede is er sprake van een adviserende rol. En ten derde fungeer je als werkgever van het bestuur. Naar mijn mening ligt voor een toezichthouder in de zwaar gereguleerde financiële sector de nadruk op de toezichthoudende en monitorende taken. Dat is soms best moeilijk. Je moet voorkomen dat de dynamiek in de boardroom uit balans raakt door té controlerend op te treden.’

**Sarah Russell:** ‘Er zijn andere dingen die makkelijker zouden zijn om te doen. Maar het is een voorrecht en ik geniet er echt van. Wij hebben een toezichthoudende rol in een sector die sterk gereguleerd is. Dat is logisch, want wij fungeren als smeermiddel voor de samenleving en voorkomen dat het vertrouwen van mensen in het financiële systeem wordt uitgehold. Veel van de controletaken zijn voorgeschreven. Prioriteiten stellen, is essentieel wanneer veel taken zo urgent zijn, net als het zorgdragen dat cruciale projecten goed verlopen, zoals de overgang naar doeltreffende

nieuwe manieren van werken. Dit is vooral belangrijk op gebieden zoals financiële criminaliteit, waar de normen en de verwachtingen van de stakeholders voortdurend toenemen. Maar onze rol draait niet alleen om controle. Ons businessmodel wordt voortdurend op de proef gesteld, bijvoorbeeld op het gebied van betalingsmethodes. Ondanks onze door de regelgeving bepaalde agenda moeten we begrijpen en vormgeven hoe we in de toekomst willen participeren.’

**Gisella van Vollenhoven:** ‘Ik denk dat toezichthouder zijn in een zwaar gereguleerde sector veel voordelen biedt, juist omdat veel is voorgeschreven. Op het gebied van governance, verslaglegging en risicomanagement loopt de financiële sector hierdoor ver vooruit op andere sectoren. Anderzijds is het wel zo dat er veel verplichtingen zijn, tot de timing aan toe. Ik denk dat je uiteindelijk moet doen wat de regelgever zegt, maar je moet nog steeds zelf nadenken over hoe je zaken prioriteert. Ik zie het als een uitdaging om dat met elkaar in evenwicht te brengen.’

#### Waarin verschilt het toezicht in de financiële sector van het toezicht in andere sectoren?

**Van Vollenhoven:** ‘Als je gewoon kijkt naar agendering en de onderwerpen die je moet bespreken, denk ik dat het op een ander niveau ligt. Ik constateer een groot verschil. Zaken kosten veel tijd en misschien wel te veel aandacht als je niet uitkijkt.’

**Russell:** ‘Het is belangrijk om te begrijpen waarom dingen anders zijn, in plaats van alleen te constateren dat ze anders zijn. Een aantal voorgeschreven taken weerspiegelt onze nutsfunctie binnen de infrastructuur van de samenleving. Maar vergis je niet. Ondanks een sterk regelgevend kader zijn er veel kritieke toezichtthema's die voor veel andere sectoren hetzelfde zijn. Denk aan de impact van de COVID-19-pandemie, IT en informatiebeveiliging, digitale transitie, datastrategieën, nieuwe toetreders, compliance en financiële criminaliteit. Ook met duurzaamheid en klimaatverandering moet door alle sectoren rekening worden gehouden. Wij kunnen leren van hoe andere sectoren door deze topics worden beïnvloed en hoe ze ermee omgaan.’

#### Voorzitter:

**Ingrid Reichmann,**  
Partners at Work

#### Deelnemers:

**Gisella van Vollenhoven,**  
ASR Nederland, MUFG Bank en Bunq  
**Daniëlle Melis,** KCM  
Beleggingsfondsen en Blue Sky Group  
**Sarah Russell,** APG Group, Nordea Bank en Ostrum Asset Management



#### VOORZITTER

Ingrid Reichmann

Ingrid Reichmann is Partner bij executive search bureau Partners at Work. Ze werkte eerder in commodity trading, het bankwezen en treasury, heeft een achtergrond in Economie en is gecertificeerd Assessor. Reichmann adviseert opdrachtgevers uit de financiële en zakelijke dienstverlening, inclusief de vermogensbeheer- en pensioensector, over de invulling van senior management en directie-, bestuur- en toezichtposities. Daarnaast is zij actief in diverse commissies en advisory boards en als Bestuurslid bij het Jeugdfonds Sport & Cultuur.



Daniëlle  
Melis

Daniëlle Melis is Commissaris bij Blue Sky Group en Kempen Capital Management Beleggingsfondsen, Bestuurder bij APF Stap en Lid van de Raad van Toezicht van SPMS. Melis startte haar carrière bij MeesPierson en werkte daarna voor NIBC en Rabobank. Zij was geruime tijd verbonden aan Nyenrode. Melis is Lid van de Tuchtcommissie van DSI, Fellow van het International Center for Financial Law & Governance en Bestuursvoorzitter van Stichting Madurodam. Zij studeerde Bedrijfseconomie in Tilburg, behaalde haar MBA aan Nyenrode en promoveerde daar in 2014 op het thema Institutional Investor Stewardship.



Sarah  
Russell

Sarah Russell is Toezichthouder bij Nordea Bank Abp (Finland) (sinds 2010), The Currency Exchange Fund NV (sinds 2019), Ostrum Asset Management (Frankrijk) (sinds 2020) en APG Group (sinds 2021). Russell was eerder CEO van Aegon Asset Management (2010 - 2019) en Lid van de Raad van Bestuur van Aegon NV (2016-2019). Zij behaalde een Master of Applied Finance aan de Macquarie University in Sydney en is Fellow van het Australian Institute of Company Directors.



Gisella van  
Vollenhoven

Gisella van Vollenhoven is voltijds Non-executive Bestuurder. Zij is lid van de Raden van Commissarissen van het Waarborgfonds Sociale Woningbouw, a.s.r. verzekeringen, Bunq, MUFG Bank Europe en het Pensioenfonds Vervoer. Daarnaast is Van Vollenhoven (plaatsvervangend) Raad aan de Ondernemingskamer, lid van de Strategische Auditcommissie van het Ministerie van Buitenlandse Zaken en Associate Partner bij RiskQuest. Hiervoor werkte zij bij DNB als Divisie-directeur Toezicht. Na haar studie Actuarial begon Van Vollenhoven haar carrière binnen ING Groep.

### Wat zijn de meest in het oog springende verschillen op het gebied van toezicht en governance als we Nederlandse en internationale financiële ondernemingen met elkaar vergelijken?

**Van Vollenhoven:** 'Ik merk altijd weer hoeveel er intern wordt gediscussieerd over compliance, of over wat er nodig is om compliant te zijn onder Nederlands recht versus de rest van de EMEA-regio. Je wilt natuurlijk graag samenwerken binnen een internationale structuur om oplossingen te vinden die je overal kunt gebruiken. Eigenlijk zouden compliance-procedures niet moeten verschillen. Maar in de praktijk is dat wel het geval. Compliance blijkt steeds weer een erg ingewikkelde materie te zijn en dat komt ook doordat interpretatieverschillen en culturele invloeden om de hoek komen kijken. Soms gelden de regels van de ECB, soms zijn lokale regels van toepassing.'

**Russell:** 'Sommige verschillen beïnvloeden je persoonlijke handelen. Zo zijn er bijvoorbeeld lokale governance-modellen die op verschillende manieren de effectiviteit van toezicht toetsen. Andere verschillen hebben gevolgen voor de organisatie. Een van de instellingen waarop ik toezicht houd, heeft ervoor gekozen te verhuizen naar een land dat deelneemt aan de bankenunie van de EU. Dat is gedaan om de manier van opereren en de strategische koers beter te ondersteunen dan binnen het vroegere nationale regelgevingskader mogelijk was.'

**Melis:** 'Eigenlijk is in het Nederlandse 2 tier-model de Raad van Commissarissen gepositioneerd om alle stakeholders en hun belangen in acht te nemen in zijn toezicht-taak. Dat reikt veel verder dan alleen de aandeelhouders. En dan zijn er aan de andere kant ook nog twee dominante 1 tier-governance-systemen. Het ene is het aandeelhouderssysteem en het andere is het systeem waar de board centraal staat. Het laatstgenoemde systeem is het Amerikaanse model waar je een Chairman hebt, die we vaak willen vergelijken met de Nederlandse president-commissaris, maar die echt een andere positie heeft. Het op aandeelhouders gebaseerde systeem is in feite het Britse model dat juist weer veel rechten aan aandeelhouders geeft en waar de maximalisatie van de aandeelhouderswaarde nog altijd het leidende paradigma is. Er zijn dus sterke verschillen.

‘Als toezichthouder moet je eigenlijk een kameleon zijn. Je moet kunnen veranderen en je aanpassen aan de omgeving waarin je werkt.’

Dat wordt vaak in toezichthoudende organen onderschat. Dat geldt ook ten aanzien van aandeelhouders, die vaak uitgaan van het governance-systeem uit hun eigen land.'

**Van Vollenhoven:** 'Wat ik heb gemerkt, is dat het veel tijd kost om alle perspectieven en het besluitvormingsproces binnen een internationale financial te doorgronden. Voor mij kost toezichthouder zijn bij een internationale bank ongeveer de meeste tijd in vergelijking met mijn andere functies, juist vanwege de tijd die ik moet investeren in het begrijpen van de collega's uit Londen, Tokyo en waar ze elders vandaan komen. Bij een internationale onderneming worden extra lagen van complexiteit toegevoegd.'

**Melis:** 'De samenstelling van het bestuur is denk ik belangrijk om de uitdagingen op het gebied van internationale corporate governance aan te gaan. Daarbij is de voorzitter uiterst belangrijk. Als je een voorzitter hebt die de dialoog goed faciliteert, helpt dat bij een effectief werkende governance van een internationaal opererende bestuursstructuur.'

### Hoe kun je een goede toezichthouder worden?

**Russell:** 'Het maakt veel uit wie je bent en hoe je trouw blijft aan je ideeën en overtuigingen. Sommige mensen zijn bij uitstek geschikt, anderen past een rol als toezichthouder totaal niet. Ik kijk graag breed om mij heen om te blijven leren en mijn opvattingen verder vorm te geven. Ik volg de ontwikkelingen in Australië, waar een Royal Commission grote tekortkomingen in het functioneren van de banksector aan het licht bracht, op de voet. Het vertrouwen van de samenleving was geschonden. Het kostte toezichthouders en leidinggevendenden hun functie en hun reputatie. Gebeurtenissen in de bejaardenzorg en de casinosector hebben ook fascinerende lessen opgeleverd.'

**Melis:** 'Een goed gevoel hebben voor situaties en voor de context waarin je taken moet vervullen, is van groot belang. Soms moet je anders handelen in verschillende toezichthoudende organen waarin je zitting hebt. De samenstelling is immers anders en daar moet je toch op inspelen. Dat betekent ook dat veel afhangt van hoe je je punt maakt. Zelfs hoe je plaats neemt op je stoel aan tafel. Veel moet je naar mijn idee ook 'on the job' leren. Flexibiliteit in stijlverschillen,

**'Een Raad van Commissarissen of Raad van Toezicht moet voor de leden een 'safe haven' zijn. Dat schept vertrouwen, waardoor de leden onderling het gevoel krijgen dat ze alles kunnen zeggen.'**

inlevingsvermogen en de bereidheid om te leren, zijn absolute vereisten om een goede toezichthouder te worden.'

**Russell:** 'Toen ik begon als toezichthouder in de Nordics had ik wat moeite om een bepaald punt duidelijk te maken. Het was een goed voorbeeld van onvoldoende inzicht in de impact van culturele diversiteit en in dit geval het concept van vertrouwen binnen die samenlevingen. Een assistent die de Raad van Commissarissen bijstond, bood discreet enig perspectief, waardoor ik mijn argumentatie kon bijstellen. Zo iets dergelijks vormt toch wel een fundamentele factor die steun kan bieden als je het over diversiteit hebt. Je moet diversiteit laten werken. En dat kan door iemand te helpen zijn of haar punt te maken en daar vervolgens naar te luisteren. Bovenal valt of staat het goed kunnen uitoefenen van een toezichtfunctie met het wel of niet ontstaan van een vertrouwensband.'

**Van Vollenhoven:** 'Als toezichthouder bij een bank houd ik de hele tijd in gedachten wat de regelgevers zullen zeggen over een en ander. Je moet daar een goede neus voor hebben. Ook moet je in staat zijn om te doorgronden waarom het ene wel werkt en het andere niet.'

**Russell:** 'Besef ook goed dat je als toezichthouder eigenlijk een kameleon moet zijn. Je moet kunnen veranderen en je aanpassen aan de omgeving waarin je werkt.'

### Op wat voor manieren kun je een optimale samenwerking en voldoende countervailing power binnen een toezichtfunctie realiseren?

**Melis:** 'Eigenlijk is er sprake van een vreemd soort dilemma. Aan de ene kant moet je als collectief orgaan optreden, maar aan de andere kant moeten er zoveel mogelijk verschillende meningen kunnen worden >

geuit. Dat is nodig om de kwaliteit van de adviserende en toezichthoudende activiteiten daadwerkelijk te verbeteren. Een sterke voorzitter die dat kan faciliteren, is van cruciaal belang. De voorzitter zou als het ware de dirigent van de dialoog moeten zijn. Het is net als bij het uitvoeren van een muziekstuk: iedereen moet een bijdrage kunnen leveren.'

**Russell:** 'De kwaliteit van de voorzitter is ontegenzeggelijk erg belangrijk. De voorzitter moet durven in te grijpen als mensen niet aan het woord komen, omdat ze worden overstemd door anderen. Als iemand te veel domineert, moet de voorzitter die persoon tot de orde kunnen roepen. Dat is echt een skill. De voorzitter moet in staat zijn de juiste coachingstechnieken in te zetten. Daarnaast hecht ik veel waarde aan extra sessies waarin ideeën de vrije loop kunnen worden gelaten. Daarmee bedoel ik buiten de formele setting van de reguliere besloten vergaderingen om. Dat geeft een extra push aan de visievorming.'

**Van Vollenhoven:** 'Je mede-toezichthouders goed leren kennen, is onontbeerlijk. Ik vind jaarverslagen bestuderen niet het belangrijkste. Je hebt veel meer aan gesprekken, zodat je weet wie je collega's zijn en waar ze voor staan. Dat is goed voor het creëren van wederzijds vertrouwen. Vertrouwen legt de basis voor het kunnen zeggen wat je denkt en daarmee voor een goede samenwerking.'

**Melis:** 'Een Raad van Commissarissen of Raad van Toezicht moet voor de leden een 'safe haven' zijn. Dat schept vertrouwen, waardoor de leden in ieder geval onderling het gevoel krijgen dat ze alles kunnen zeggen.'

**Russell:** 'Een optimale samenwerking komt niet vanzelf. De basis is respect. Je hoeft het

niet met elkaar eens te zijn, maar je moet elkaar respecteren. Als dat respect er is, kun je verder bouwen. Het neersabelen van mensen met een andere mening is funest. Ook cliëkvorming is contraproductief.'

**Van Vollenhoven:** 'In die zin is de manier waarop we nu veelal moeten werken, en we elkaar niet face-to-face maar digitaal spreken, zeker niet bevorderlijk voor het opbouwen van engagement tussen toezichthouders.'

### **Hoe kan een divers samengestelde Raad van Commissarissen bijdragen aan een effectievere countervailing power?**

**Melis:** 'Verschillende mensen zien en denken verschillende dingen. Dus voor mij wordt de effectiviteit van een Raad van Commissarissen versterkt doordat mensen verschillend denken, divers van karakter zijn, over andere kennis beschikken en uiteenlopende achtergronden hebben. Dat levert allerlei gezichtspunten op. Dat betekent echte diversiteit. Diversiteit in deze betekenis betekent echte winst als het gaat om effectiviteit.'

**Van Vollenhoven:** 'In toezichthoudende organen moet ook gelijkheid in het team worden aangebracht. Naar mijn mening heeft diversiteit twee verschillende kanten. De ene is representativiteit. Zowel de klanten als de werknemers van een bedrijf bestaan uit mannen en vrouwen. Het is ronduit vreemd als vandaag de dag een groep van zes mannen nog steeds een bedrijf leidt. Representativiteit betekent dat iedereen zich vertegenwoordigd voelt in de hogere geledingen van het bedrijf. Dat moet ook doorsijpelen naar de Raad van Commissarissen. En ik vind dat representativiteit voor de Raad van Bestuur in die zin nog belangrijker is, omdat die zichtbaarder is. Het andere punt wat ik wil benoemen, is de diversiteit van denken. Wat ik wel voel, is dat diversiteit zich tegenwoordig heel erg richt op gender, maar dat is een heel beperkte kijk op diversiteit. Veel vrouwen voegen geen andere ideeën toe, dus dat schiet dan niet op qua diversiteit. Ik ken veel mannen die wel toegevoegde waarde kunnen bieden, maar die nu op de een of andere manier van een toezichthouderfunctie worden uitgesloten. Dat is zonde.'

**Russell:** 'Ik vroeg een leidinggevende col-

'Ik ben er zeker van dat als een bedrijf consequent is ten aanzien van wat het heeft beloofd, de gekozen ESG-doelstellingen ook echt consistent zullen zijn met het bedrijfsmodel.'

lega wat het meest gewaardeerd werd aan de diversiteit in een van de Raden van Commissarissen waarin ik zitting heb. Genoemd werd het delen van ervaringen, de inzichten die ingebracht werden vanuit verschillende culturele en sectorale achtergronden, de op samenwerking gerichte insteek en dat we allemaal een gemeenschappelijk doel hadden. Er werd niet gerefereerd aan een goede representatie qua gender en etniciteit. Dat hoefde niet benoemd te worden.'

### Welk gedrag kan helpen om diversiteit en verschillende meningen en standpunten te bevorderen?

**Melis:** 'Om als toezichhoudend orgaan goed te kunnen functioneren, is volgens mij in de eerste plaats een divers samengestelde raad nodig.'

**Russell:** 'Ik heb sterk het gevoel dat wij met zijn allen nog steeds niet begrijpen wat diversiteit ons oplevert. Tegenwoordig moeten we ons nog steeds baseren op quota's en discussiëren we nog steeds volop over de vraag of er wel sprake is van voldoende diversiteit in de pool van kandidaten voor leidinggevende functies. Er is te weinig vooruitgang geboekt in de afgelopen twintig jaar dat hierover wordt gedebatteerd. Klaarblijkelijk wordt nog steeds niet begrepen waarom we waarde aan diversiteit moeten hechten. Het gaat niet snel genoeg.'

**Van Vollenhoven:** 'Het euvel is dat je toch altijd iemand wilt aanstellen die op je lijkt. Dat is heel menselijk, omdat het gemakkelijker samenwerken is met mensen die jou begrijpen. Ik denk dat diversiteit, of als we spreken over inclusiviteit, meer omvat dan een divers samengestelde Raad van Commissarissen of Raad van Toezicht. Er moet sprake zijn van een platform waaruit diverse meningen naar voren komen. Te sterke ego's, en helemaal te veel daarvan, pakken daarbij nadelig uit.'

**Melis:** 'Vergaderdiscipline van een Raad kan helpen om diversiteit en verschillende meningen en standpunten te bevorderen. Er moet ruimte en durf zijn om de tijd te nemen en bepaalde onderwerpen door te schuiven naar een volgende vergadering, om daarmee in vergaderingen de ruimte te creëren om zaken daadwerkelijk de tijd te geven die nodig is. Het rap afhameren van punten op de agenda lijkt misschien productief, maar het is niet effectief.'

### Kan diversiteit ook ondoeltreffend zijn of juist risico's opleveren?

**Russell:** 'Diversiteit zal risico's creëren of ineffectief zijn als je het niet verwelkomt en je er niet echt voor openstaat. Ik ken tal van voorbeelden waar we gefaald hebben toezichhouders met bepaalde vaardigheden van buitenaf binnen te halen. Je moet accepteren dat collega's hun bijdragen op een andere manier inbrengen. We hebben een collectieve verantwoordelijkheid om hun doeltreffendheid te ondersteunen.'

**Van Vollenhoven:** 'Te divers is ook niet goed. Er moet wel verbondenheid zijn met de andere toezichhouders. Als je met veel digitale expertise binnenkomt, maar je geen idee hebt wat bankieren eigenlijk is, dan is het heel moeilijk om diversiteit te laten werken in een toezichhoudend orgaan in de financiële sector. Het is wel leuk en aardig als vrouwen worden aangesteld, maar ze moeten ook effectief kunnen zijn vanwege de kennis of ervaring die ze in huis hebben om succesvol te zijn in hun rol. Hen aanstellen om een diversiteitstarget te halen, is niet de goede weg.'

**Russell:** 'Ongeacht de verschillende invalshoeken moet je oog blijven houden voor het gemeenschappelijke doel dat je wilt bereiken.'

**Melis:** 'Je moet eigenlijk op de juiste manier gebruikmaken van diversiteit. Het gaat om de kunst van het samen onafhankelijk denken. Een digitale 'geek' is niet per se de persoon die effectief is als toezichhouder bij een financiële onderneming, ook al is hij wellicht zeer ter zake kundig in zijn vakgebied en kan hij de Raad voorzien van geweldig advies.'

### Hoe realiseer je je eigen impact in een toezichhoudend orgaan?

**Van Vollenhoven:** 'Dit is het moeilijke deel van toezichhouder zijn. Want ja, natuurlijk heb je invloed. Maar de impact die je maakt, is soms heel moeilijk meetbaar. Impact maak je al doordat je een vraag stelt. Je zet daarmee iets in beweging. Je weet niet wat er gebeurd zou zijn als je de vraag niet zou hebben gesteld.'

'Je moet eigenlijk op de juiste manier gebruikmaken van diversiteit. Het gaat om de kunst van het samen onafhankelijk denken.'

**Melis:** ‘Soms heb je als individu impact. Soms heb je als collectief impact. Soms is het net zoals in een voetbalteam: je zorgt ervoor dat iemand anders impact kan hebben. In het collectief is het nodig om impact te hebben, want daarvoor ben je als Raad aangesteld, om vanuit je toezichthoudende rol bij te dragen aan het gemeenschappelijke doel van een organisatie en om die toekomstbestendig te maken.’

**Russell:** ‘Ik wil voelen dat wat ik doe effectief is. Dat is iets anders is dan impactvol zijn, omdat ik dat vereenzelvig met jezelf profileren. En dat is niet wat mij drijft. Ik wil weten dat ik geholpen heb om een verschil te maken. Het gaat mij er niet om een doelpunt te scoren of een homerun te lopen.’

### Spelen ESG en de SDGs een rol bij de uitvoering van uw functies?

**Van Vollenhoven:** ‘Ik werk steeds weer voor organisaties waar de SDGs al heel erg verankerd zijn in de manier van werken. Hierdoor is het voor mij heel normaal om deze doelen standaard op de agenda te hebben. Dat vind ik toch wel een luxe. Je hoeft er niet voor te vechten. Ik ben bijvoorbeeld voorzitter van een remuneratiecomité. We hebben de laatste tijd wat aan de remuneratie gedaan, en dan is het natuurlijk heel gewoon om met de belanghebbenden een dialoog te voeren over onze plannen.’

**Russell:** ‘De manier waarop ESG en de SDGs worden toegepast en ingepast, hangt af van de rol en de ontwikkeling van de instelling waarop je toezicht uitoefent. Voor een bank is het anders dan voor een pensioenfonds. Kortom, er is een veelvoud aan mogelijkheden waarop ESG en SDGs een rol kunnen spelen.’

‘Ik wil weten dat ik geholpen heb om een verschil te maken. Het gaat mij er niet om een doelpunt te scoren of een homerun te lopen.’

**Melis:** ‘Het is goed dat ESG-integratie eigenlijk mainstream aan het worden is, mainstream in de zin van denken. De SDGs zijn voor sommige ondernemingen als na te streven doelen misschien nog een vergezicht. Als je duurzame doelen echt wilt integreren in je bedrijf en je daar toezicht op wilt houden, is het ook op dat vlak essentieel om verschillende standpunten te overwegen en prioriteiten te stellen. De keuzes die daar uitrollen, zouden weleens ten koste kunnen gaan van de aandeelhouderswaarde of andere stakeholdersbelangen. Dat moeten weloverwogen afwegingen zijn. Echt een keuze maken voor de samenleving vergt moedige stappen. Er is nog veel werk aan de winkel, constateer ik.’

### Hoe zorg je ervoor dat ESG op de agenda blijft staan binnen een bedrijf?

**Russell:** ‘De toon en de houding van de top van een onderneming, inclusief de Raad van Commissarissen, zijn essentieel. Als het belang van het onderwerp niet sterk genoeg naar voren wordt gebracht, zal het niet voldoende worden ingebed in de organisatie. Dat kan dan ook weer van invloed zijn op bijvoorbeeld het toekennen van investeringen ter ondersteuning van ESG-initiatieven.’

**Van Vollenhoven:** ‘Ik ben er zeker van dat als een bedrijf consequent is ten aanzien van wat het heeft beloofd, de gekozen ESG-doelstellingen ook echt consistent zullen zijn met het bedrijfsmodel. Dat je in de gaten houdt of er één lijn is en dat je erover communiceert. Het betekent dat je als toezichthouder aandeelhouders of stakeholders mee moet nemen op die reis. Dat is misschien wel de grootste bijdrage die een toezichthouder kan leveren.’

**Melis:** ‘Vanuit een toezichthoudend perspectief naar de Raad van Bestuur toe is het belangrijk ESG als een strategisch onderwerp op de agenda te houden. Dus je moet ESG niet zien als een topic omdat de regelgever dat wil of omdat een bedrijf verplicht wordt om erover te rapporteren. De motivatie voor een bedrijf moet zijn dat het zich betrokken voelt en oprecht het streven naar gelijkheid, het bestrijden van armoede en het beteugelen van de klimaatverandering omarmt. Dit commitment moet doorwerken in de strategie, de strategie-uitvoering, het productaanbod en de klantdoelgroepen die je wilt bedienen of niet wilt bedienen.’ ■

## IN HET KORT

Een toezichthouder in de financiële sector moet een goed gevoel hebben voor situaties en voor de context waarin hij of zij de taken moet vervullen.

Een toezichthoudend orgaan moet als een collectief orgaan optreden, maar ook is het van groot belang dat er zoveel mogelijk verschillende meningen kunnen worden geuit. Dat is nodig om de kwaliteit van de adviserende en toezichthoudende activiteiten te verbeteren. Een sterke voorzitter die dat kan faciliteren, is daarom onontbeerlijk.

De effectiviteit van een Raad van Commissarissen of een Raad van Toezicht wordt versterkt als mensen verschillend denken, divers van karakter zijn, over andere kennis beschikken en uiteenlopende achtergronden hebben. Dat levert een verscheidenheid aan gezichtspunten op. Er is dan meer kans op een effectievere countervailing power.

Als je duurzame doelen echt wilt integreren in een bedrijf en daar toezicht op wilt houden, is het ook op dat vlak essentieel om verschillende standpunten te overwegen en prioriteiten te stellen.



# Biotech verplicht onderdeel portefeuille

**Biotechnologie zit dankzij COVID-19 in een stroomversnelling. Het biedt sterke groei, onafhankelijk van de economische cyclus, en heeft ook een ongekend positieve impact op de maatschappij.**

## SDG 3

Het meest populaire verantwoorde ontwikkelingsdoel (SDG) is SDG 3: Goede gezondheid en welzijn. Impact wordt vaak gemeten aan de hand van het aantal levensjaren dat we met zijn allen erbij krijgen. Wie echt wil dat mensen niet te vroeg overlijden, moet investeren in biotechnologie. Alleen biotechnologie kan afrekenen met kostbare ziektes zoals kanker, Alzheimer en tal van epidemiologische aandoeningen. Zonder biotechnologie waren er binnen een tijd van twaalf maanden niet zulke goedwerkende coronavaccins beschikbaar. De basis daarvoor werd gelegd door technologische doorbraken, de wet van de grote getallen en extreem lage kosten.

## Technologische doorbraken

Sinds de ontrafeling van het menselijk DNA is het snel gegaan. Dankzij de CRISP-Cas-techniek is het mogelijk om veel specifieker te muteren in het DNA. De code kan ook relatief snel uit dat DNA worden gehaald door next generation sequencing. Niet meer gen voor gen, maar hele stukken DNA tegelijk. We kunnen ook beter op nanometerschaal werken. Een virus van 1.000 nanometer is in het normale licht nog zichtbaar, maar bij een antilichaam van 100 nanometer wordt het lastig. Dan is er mRNA, de techniek waarop de succesvolle vaccins zijn gebaseerd, maar die ook gebruikt kan worden voor tal van andere ziektes. Waarom zou de goedkeuring voor een kankermedicijn trager moeten verlopen dan de goedkeuring bij het coronavaccin? Dankzij het internet zijn gegevens ook wereldwijd beschikbaar en kunnen die dankzij kunstmatige intelligentie en neurale netwerken worden geanalyseerd.

## Wet van de grote getallen

Bij een ziekte gaat het om een afwijking van het normale. Nu is dat zoeken naar een speld in een hooiberg, want theoretisch gezien kan er 455 miljard gigabyte in 1 gram DNA. Een mens bestaat uit 30 miljard cellen en krijgt elke dag 300 miljoen nieuwe cellen. Verder zijn er 40 tot 70 miljard verschillende antigenen. Er zijn miljarden mensen op de wereld, nog veel meer genen en ontelbare cellen die lang nog niet allemaal zijn geanalyseerd. Dit is een ideale wereld voor kunstmatige intelligentie (AI). Die techniek kan in Big Data veel sneller de afwijking in het DNA vinden dan mensen ooit zouden kunnen doen.

## Lagere kosten

De kosten om een oplossing voor een ziekte te ontwikkelen gaan door deze gerichte zoektocht snel omlaag. Voordat er zoiets bestond als biotechnologie, waren medicijnen vaak gebaseerd op iets wat werkt in de natuur of iets dat toevallig werd ontdekt. We weten dat het werkt, maar vaak niet hoe het werkt. Deze chemische medicijnen worden ingezet om mensen te behandelen. Een oplossing gebaseerd op biotechnologie gaat om het genezen van mensen. Die kosten gaan omlaag dankzij de sterk gestegen rekenkracht. Een DNA-sequentie was niet zo lang geleden nog onbetaalbaar, nu kan elke middelbare scholier die uitvoeren. De kosten daarvoor dalen zelfs nog sneller dan de kosten van een transistor op een chip. Mede daardoor zijn kosten voor productontwikkeling in korte tijd met meer dan 90 procent gedaald. De tijd om een behandeling te ontwikkelen is ook met 80 procent verkort. Sneller, doelgerichter en goedkoper zorgen al deze oplossingen voor snellere groei van het aantal te behandelen ziektes en een spectaculaire stijging van de opbrengsten. Wat wil een belegger nog meer? ■



Door **Han Dieperink**, geschreven op persoonlijke titel

# Energy transition: the future is now

The acceleration in the adoption of both energy-efficiency measures and zero-emission technologies will continue to be disruptive to the energy sector and hence to investors.

By *Sebastiaan Masselink*

The planet and hence humanity are under threat from severe climate change due to rapidly growing concentrations of greenhouse gasses (GHGs). The threshold of the atmosphere is 450 ppm, beyond which Greenland's and Antarctic ice will melt, changing sea-level and weather patterns in giant proportions, with devastating economic and social consequences.

At the same time, due to global population growth from 3.7 billion in 1970 to 10 billion by 2050 (according to an estimate of the United Nations), and the world's real income increasing over 100% (2011-2050), global energy-consumption will rise 50% from 2014 to 2040 and demand for electricity will almost double between 2010-2050.

## Disruption and energy efficiency

Consumers and shareholders increasingly demand more sustainable efforts from the companies and new business models in energy-efficiency as well as new technologies are developing and entering the market at a high pace. When both effects will continue to converge, old business models will inevitably be pushed out.

Investing in energy efficiency generally leads to savings, which are directly margin-enhancing for a company, creating extra free cash-flows. At the same time, risks are limited as energy savings can be realized using proven technologies, while the CO<sub>2</sub> reduction effects are the same or better than for example renewable energy. Opportunities in efficiency can be sought mostly in the industry, in real estate or in recycling. Often, measures come in packages and may



include insulation, LED-lighting, heat-pumps, sensor systems, battery storage, biomass, et cetera. Initiatives towards accelerating energy-efficiency have had a steep growth path since 2009 that will continue in the next decades, not in the least because of the savings leading to an attractive return on investment.

### EXAMPLE: SOLAR PV

The costs of solar energy drop 22% every time the installed base doubles. In 2020, Solar PV share of electricity generation has increased 2,8%. The cost price of solar electricity, depending on the geography, has reached € 0.03 - € 0.05<sup>2</sup>. In the sunniest places, the latest solar PV power purchase agreements (PPA) have been struck at € 0,04/kWh. That's a level competitive with a barrel of oil at \$ 9 or \$ 10. Now that solar electricity has become among the lowest cost sources, its application and use are expected to accelerate.

## Zero-emission technologies' growth

Zero-emission technologies start to see an acceleration, due to rapidly falling cost curves and equally fast improving technological achievements. The combination leads to a typical S-curve growth: for years the market share remains at (early adopter) low single digit percentages, and suddenly it reaches a 85%-95% share within a few years. The effects are likely to be most imminent in energy generation, in energy-storage and in transportation.

Currently, up to 115 mega battery factories are being built, which will drive down battery prices and with that the average price of EVs well below ICE cars. As a result, the market for new and second-hand ICE cars will disappear, especially because EV's operational costs are only a fraction of ICEs. Annual charging costs amount to just 6% of

**EXAMPLE: THE HOLY GRAIL: HYDROGEN**

When burning hydrogen as a fuel for engines, only clean water comes out as waste material. In turn, hydrogen can be produced by so-called ‘electrolysers’, the hardware that facilitates the process called ‘electrolysis’. For electrolysis, all we need is water, an electrolyser and a source of electricity. The production price of hydrogen is driven by the electricity price, the cost and the efficiency of the electrolyser. A combination of cost reductions in electricity and electrolysers, combined with increased efficiency and operating lifetime, can deliver 80% reduction in hydrogen cost<sup>3</sup>. When this electricity comes from (excess) renewable sources such as wind or solar, hydrogen then is a highly sustainable super fuel. Now increasingly large amounts of hydrogen are being produced in Germany and Canada, from peak-production of wind- and solar energy, i.e. a means to store power. Recently in the UK, hydrogen was produced from electrolysis at € 0,06/kWh, a level competitive with all other energy sources. S-curve type of adoption for hydrogen should be expected as of 2023 in applications such as energy storage, generators, lifts, drills, tractors, trucks and ships.

fuelling costs, while maintenance costs are 65% lower as EVs have 95% fewer moving-parts, which also leads to a much longer technical lifetime (>800.000 km) and hence lower depreciation. The consequences for automotive companies will be severe. The challenges to the oil industry have started to be priced in equity valuations with oil majors loosing around 50% of their market value during 2020.

**Investment positioning**

Since the field of energy-efficiency and energy-savings is quite fragmented,

private debt investment funds aggregating those type of projects seem attractive for asset owners. Such funds are likely to provide both better CO<sub>2</sub> reduction and better returns than renewable energy, derived from steady cashflows from savings based on proven technologies. For the energy transition, attractive returns can be made in private markets, conditional upon careful company selection, transaction structuring and effective transaction documentation. Alternatively, asset owners may consider investing directly in the corporate bonds and equities of

companies active in energy efficiency, such as in insulation, LED, heat-pumps, energy services and monitoring-sensors.

To get exposure to new technology like generation (solar, wind and tidal), there are good investment opportunities in high-tech upstream, for example more efficient solar cells, wind turbines and tidal turbines, via selected listed equities, private equity funds, and to a lesser extent (private) debt. In steadier cashflow downstream, one might think about park developments, via both debt and equity markets (liquid and private). That said, the downstream market for wind and solar is becoming a market for strategic investors like oil companies and utilities and hence may not provide the best returns to investors.

Investment opportunities in storage and transportation are increasingly abundant too. Large amounts of debt and equity will be needed to finance energy storage through both batteries and hydrogen. Exposure can be obtained via both project-financing of storage-facilities (direct debt or via a fund) and through investing in corporate bonds and equities of leading companies (makers of anodes/cathodes, battery materials, hydrogen engines and applications, megafactories). In transportation, automakers launching successful EVs need to be watched, while also charging-infrastructure poses an investment opportunity in both debt and equity. ■



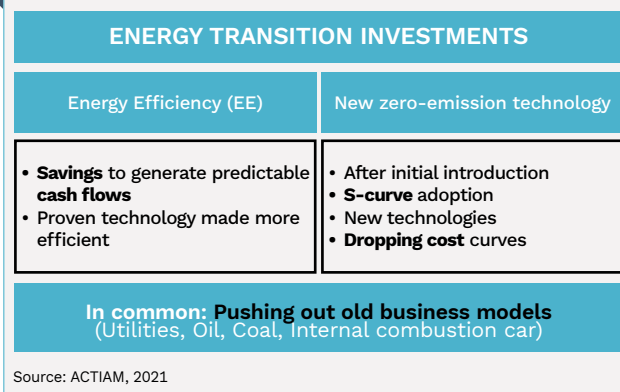
**Sebastiaan Masselink**

Senior Impact Investment Manager Energy Transition, ACTIAM

**SUMMARY**

The effects of energy efficiency measures and the rapid growth of zero emissions technology adoption could lead to 10% to 50% revenue drops for some utilities between now and 2025. Share-prices of utilities are underperforming since many years. Stock prices of regular utilities and coal companies have been underperforming indices for years and worse performances are expected. Similarly, traditional oil, gas, coal and automotive companies will come under further pressure should they not adapt rapidly.

**FIGURE 1: ENERGY TRANSITION**



1 [https://www.ren21.net/wp-content/uploads/2019/05/gsr\\_2020\\_full\\_report\\_en.pdf](https://www.ren21.net/wp-content/uploads/2019/05/gsr_2020_full_report_en.pdf)  
 2 [https://www.eia.gov/outlooks/aeo/pdf/electricity\\_generation.pdf](https://www.eia.gov/outlooks/aeo/pdf/electricity_generation.pdf)  
 3 irena: [https://irena.org/-/media/Files/IRENA/Agency/Publication/2020/Dec/IRENA\\_Green\\_hydrogen\\_cost\\_2020.pdf](https://irena.org/-/media/Files/IRENA/Agency/Publication/2020/Dec/IRENA_Green_hydrogen_cost_2020.pdf)

# Turning trash into treasure through Sustainable Investing

With 300mm tons of plastics, 50mm tons of electronic waste, and 33% of food wasted annually<sup>1</sup>, we clearly have a waste problem. Innovative companies and informed investors will be critical.

By Gerald Cartigny

According to research first published in Nature on December 9th 2020, the amount of objects humans have made from concrete, glass, metal, plastic, fabric, electronics, et cetera is likely to exceed 1.1 trillion metric tons, which is the mass of all living beings on earth.<sup>2</sup> And due to increases in population, as well as the industrial and technological revolutions, the growth rate of anthropogenic product shows no sign of slowing.

To give perspective, at the beginning of the 20th Century, the total mass attributed to humans was approximately 3% of all global biomass, or 35 billion tons.

## Size matters—but so does income

According to the World Bank, there are 2.01 billion tons of municipal solid waste created annually. This implies that about 7% of everything we produce

each year turns to garbage. Not surprisingly, higher-income countries, while making up only about 16% of the global population, generate 34% of the world's total waste.

The composition of waste also varies by income. Low- and middle-income countries produce more food and green waste (57% and 53%, respectively), while higher income countries produce roughly half of the 'dry waste', which includes waste that can be recycled, such as plastic, metal, glass, paper and cardboard. As Exhibit 1 shows, worldwide, a large chunk of waste, 37%, still winds up in landfills—and only 8% is placed in sanitary landfills with gas collection systems. Just 20% is reused through composting and recycling, while 11% is incinerated for final disposal. This means that more than 30% ends up in open dumps.

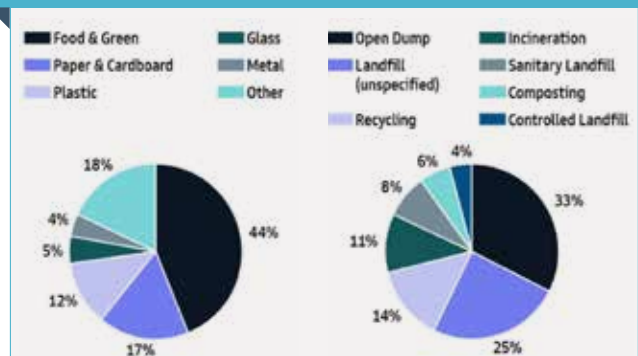


What's more, is that a lot of waste ends up in oceans. Some scientists believe there could be more plastic than fish in the oceans by 2050.<sup>3</sup> And based on worldwide economic trends, the annual global waste generated is expected to grow at more than double the rate of population growth, reaching 3.4 billion tons by 2050. High-income countries are expected to see a 19% increase in waste production, while lower and middle-income countries are esti-

mated to see growth rates of 40% or more as their economies grow.

There is also a social justice issue at stake. While the overall trash and resulting greenhouse gases (GHG) can imperil the health and safety of all of us, young people and lower-income countries are likely to suffer the most. According to the World Bank, lower income populations are likely to see the most negative impacts from global garbage pro-

**FIGURE 1: GLOBAL WASTE COMPOSITION AND TREATMENT METHODS**



Source: World Bank. Numbers may not add to 100% due to rounding. As of 2018

blems because adequate waste treatment and disposal technologies are almost exclusively the domain of high- and upper middle-income countries. Also, lower-income countries typically rely on open dumping: 93% of waste in low income countries compared to just 2% in high-income countries<sup>4</sup>.

**Circular economy solutions: turning trash into cash**

While the size of the waste problem on our planet is significant and growing, there's hope for altering the current 'take, make, waste' mindset—and it's here that we think 'circular economy' companies have an important role to play.

Take plastics, which represent about 12% of global waste but are among the largest causes of environmental pollution on earth, particularly in the world's oceans. Compostable bioplastics can be used instead of plastics made from petrochemicals to produce a wide range of products, from straws, cups and bottles to shopping bags, toys, diaper

linings and more. Other solutions include recycling (mechanical and chemical) and more effective disposal (chemical conversion of plastic to fuel). Implementing such solutions on a large scale may have the potential to reduce the percentage of 'wasted' plastic.

And it's not just plastic. There's a good chance today's gorgeous evening gown will be tomorrow's global garbage. Increasingly excessive consumption patterns have created millions of tons of textile waste, with about 80% of discarded clothing occupying nearly 5% of landfill space in developed countries. Another not so glamorous data point: the fashion/clothing/textile industry is responsible for about 10% of humanity's carbon emissions.<sup>6</sup>

But what if garbage were, to put it in fashion terms, the new black? Today, technology exists that can turn textile waste into a dissolving pulp that can be packed into bales and used as a substitute for materials like cotton, oil, wool and other

petroleum-based inputs like polyester. This is important, because every kilo of clothing that is recycled reduces land usage, waste production, plastic pollution and CO<sub>2</sub> and chemical emissions.

These technologies not only bode well for the planet. They also provide investors with the opportunity to capitalize on investment opportunities rooted in new and innovative technologies with the potential to speed the transition to a truly circular economy. But it's not just about turning trash into cash. We believe an active investment strategy that incorporates material environmental, social and governance (ESG) factors is one of the best ways to help achieve positive environmental impact. Because, as we all know, there's no Planet B—at least, not yet. ■



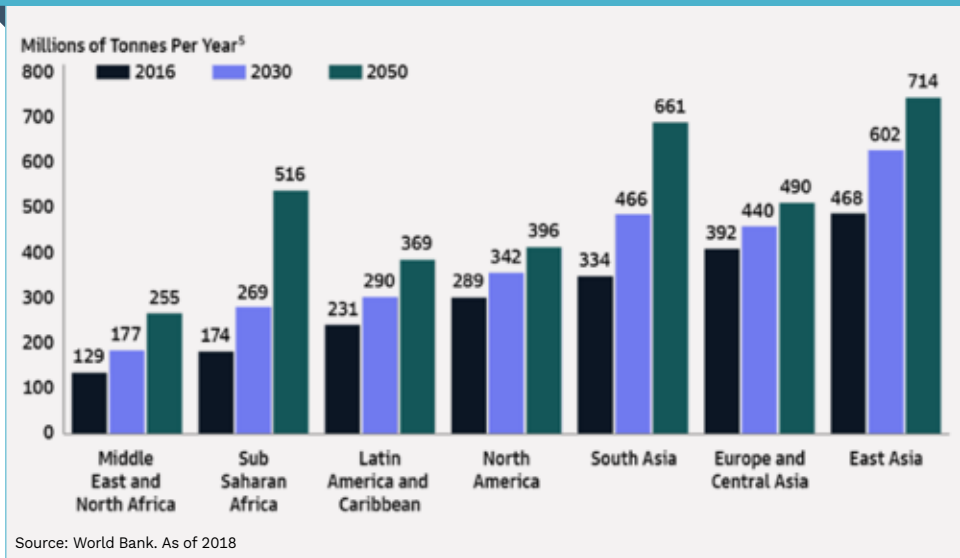
**Gerald Cartigny**  
Managing Director,  
Goldman Sachs Asset  
Management

**Disclosures**

The views expressed herein are as 31 March 2021 and subject to change in the future. Individual portfolio management teams for Goldman Sachs Asset Management may have views and opinions and/or make investment decisions that, in certain instances, may not always be consistent with the views and opinions expressed herein. Views and opinions expressed are for informational purposes only and do not constitute a recommendation by Goldman Sachs Asset Management to buy, sell, or hold any security, they should not be construed as investment advice. Environmental, Social, and Governance ("ESG") strategies may take risks or eliminate exposures found in other strategies or broad market benchmarks that may cause performance to diverge from the performance of these other strategies or market benchmarks. ESG strategies will be subject to the risks associated with their underlying investments' asset classes. Further, the demand within certain markets or sectors that an ESG strategy targets may not develop as forecasted or may develop more slowly than anticipated. This material is a financial promotion disseminated by Goldman Sachs Bank Europe SE, including through its authorised branches ("GSBE"). GSBE is a credit institution incorporated in Germany and, within the Single Supervisory Mechanism established between those Member States of the European Union whose official currency is the Euro, subject to direct prudential supervision by the European Central Bank and in other respects supervised by German Federal Financial Supervisory Authority (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) and Deutsche Bundesbank. © 2021 Goldman Sachs. All rights reserved. Compliance Code: 248786-OTU-1452568

1 Source: World Resources Institute as of August, 2020.  
2 Source: National Geographic as of December, 2020. Performance may not add to 100% due to rounding.  
3 Source: World Resources Institute as of August, 2020.  
4 Source: World Bank.  
5 Source: World Bank.  
6 Source: Business Insider as of October, 2019.

**FIGURE 2: PROJECTED WASTE GENERATION BY REGION**



**SUMMARY**

**A Waste Problem:** The amount of objects humans have made from concrete, glass, metal, plastic, et cetera is likely to exceed the mass of all living beings on earth.

**Income Matters:** Higher-income countries, while making up only about 16% of the global population, generate the most waste: 34% of the world's total.

**Circular Economy Solutions:** New technologies provide investors with the opportunity to capitalize on investment opportunities rooted in new and innovative technologies.

# VERDIENEN CRYPTOVALUTA'S EEN PLEK IN DE PORTEFEUILLE?

Is het een hype, een haven voor criminelen, of schuilt er daadwerkelijk economisch potentieel in cryptovaluta's? Ondanks de enorme volatiliteit, het uiterst speculatieve karakter en de zorgen om de milieu-impact, is de markt voor digitale munten in vijf jaar tijd gegroeid van zo'n 540 miljoen dollar in 2017 tot zo'n 2 biljoen dollar dit jaar. Deze groei dwingt ook de meest sceptisch ingestelde belegger tot nadenken over het nut van digitale valuta's in de beleggingsportefeuille.

En dat blijken beleggers ook te doen. Recent onderzoek van Fidelity Digital Assets toont

aan dat inmiddels 77% van de ondervraagde Europese institutionele beleggers interesse heeft in de cryptomarkt. Zo'n 56% zou momenteel daadwerkelijk al in digitale assets beleggen. Zorgen zijn er echter wel volgens het onderzoek, waaronder over de volatiliteit, marktmanipulatie en het gebrek aan fundamentele factoren voor de waardering van de asset.

Zijn die zorgen terecht? Financial Investigator vroeg zeven beleggingsprofessionals naar hun ideeën en verwachtingen met betrekking tot de markt in cryptovaluta's. Zijn cryptovaluta's 'here to stay'?

Door Esther Waal

## Han Dieperink

Chief Commercial Officer, Auréus



### Zijn er voor het financiële systeem risico's verbonden aan de handel in cryptovaluta's? Zo ja welke zijn dit dan?

'Het doel van cryptovaluta's is om uiteindelijk te worden geaccepteerd als geldig betaalmiddel. Door de hoge volatiliteit, de forse transactiekosten en de omvangrijke carbon footprint is dit tot op heden niet gelukt. Stablecoins zijn cryptovaluta's waarvan de waarde gekoppeld is aan een valuta zoals de dollar of de euro. Dat zorgt voor stabiliteit, mits daartegenover voldoende dollars of euro's worden aangehouden. Zo'n stabiele digitale munt heeft veel voordelen in het internationale betalingsverkeer en kan daardoor explosief groeien. Het probleem zit in het gebrek aan toezicht, onder andere op het onderpand. Dit kan leiden tot een echte bankrun. Een bankrun ontstaat als veel rekeninghouders al dan niet terecht vermoeden

dat de bank op het punt staat failliet te gaan. Een bank heeft namelijk altijd een slechte balans, met veel vreemd vermogen en relatief weinig eigen vermogen. De eerste digitale bankrun heeft al plaatsgevonden. In juni daalde de Iron Finance token binnen een dag van 64 dollar naar 0 dollar. Voor deze token was het onderpand maar gedeeltelijk aanwezig, net als bij het fiat-geld op een rekening van een bank. Het onderpand bestaat ook niet altijd uit dollars of euro's. Het kan ook uit bijvoorbeeld commercial paper bestaan. In de Grote Financiële Crisis hebben we gezien hoe snel dit het financiële systeem kan besmetten. De totale marktkapitalisatie van stablecoins is snel gestegen tot meer dan 100 miljard dollar. Onvoldoende voor een systeemcrisis, maar als de groei doorzet, dan zou de volgende cryptobankrun aanleiding kunnen zijn voor de volgende financiële crisis.'

'De eerste digitale bankrun heeft al plaatsgevonden.'



## Hans de Ruiter

CIO, Stichting Pensioenfonds TNO

### Verdiene cryptovaluta's een plaats in een institutionele beleggingsportefeuille?

'Cryptovaluta's verdienen geen plaats in een institutionele beleggingsportefeuille. Om een plaats te verdienen in de beleggingsportefeuille van een pensioenfonds, dient een beleggingscategorie te voldoen aan ten minste één van de volgende twee doelstellingen: a) een bijdrage leveren aan het repliceren van de verplichtingenkasstromen (matching-opdracht), of b) een bijdrage leveren aan het financieren van de waardeverste ambitie (return-opdracht). Het zal duidelijk zijn dat cryptovaluta's geen bijdrage leveren aan de matching-opdracht. Dan resteert de vraag of ze een bijdrage kunnen leveren aan de return-opdracht. Daarvoor is het nodig dat de beleggingscategorie een risicopremie genereert. Het antwoord op die vraag is verbonden met de investment beliefs van een pensioenfonds. Bij Pensioenfonds TNO geloven wij, op grond van de academische literatuur, niet dat er een risicopremie verdiend kan worden met een langetermijn exposure naar valuta's. Om die reden wordt het grootste deel van het valutarisico afgedekt. Aangezien

cryptovaluta's sterke overeenkomsten vertonen met de traditionele valuta's, achten wij het ook onwaarschijnlijk dat met een langetermijn exposure naar cryptovaluta's een risicopremie verdiend kan worden.

In aanvulling hierop zijn er nog andere overwegingen die pleiten voor het niet opnemen van cryptovaluta's in een institutionele beleggingsportefeuille. Zo is het begrip van de prijsvorming op deze markt vooralsnog zeer beperkt. Dat maakt het bijna onmogelijk om risico's goed in te schatten en te beheersen. Dat acht ik niettemin wel een vereiste voor opname van een beleggingscategorie in de portefeuille. Daarnaast is er geen regulering van en toezicht op deze markten en dat maakt deze markten vatbaar voor dubieuze praktijken (zoals ook het verleden heeft geleerd). Tot slot brengen cryptovaluta's ESG-risico's met zich mee vanwege het simpele feit dat er zeer veel energie (elektriciteit) nodig is voor het minen ervan. In een tijd waarin we op zoek zijn naar een efficiënter gebruik van energiebronnen, lijken cryptovaluta's ook op dit punt onwenselijk in de portefeuille.'

'Het begrip van de prijsvorming op de cryptomarkt is vooralsnog zeer beperkt. Dat maakt het bijna onmogelijk om risico's goed in te schatten en te beheersen.'

## Ralph Wessels

Hoofd Beleggingsstrategie, ABN AMRO



### Wat bepaalt het rendement van cryptovaluta's?

'Cryptocurrencies, crypto's, coins of tokens staan nog relatief in de kinderschoenen. De rendementsvraag kan daarom beter eerst vanuit een algemeen standpunt worden beantwoord, voordat bij specifieke coins wordt stilgestaan.

Vanuit een theoretisch kader zouden de waarde en de prijs van crypto's moeten worden bepaald door de wijze waarop de technologieën zich ontwikkelen, de gang van zaken op het vlak van regelgeving en de mate waarin de veiligheid en de performance van de netwerken verbetert. In de praktijk spelen echter nog andere zaken. Door gebrek aan transparantie en regulering worden vraag en aanbod geregeld beïnvloed door prijsmanipulatie, wat in een gereguleerde markt verboden is.

Als cryptocurrencies al kunnen worden ge-

classificeerd, zijn ze het best te vergelijken met een venture capital-belegging (VC). Ze hebben min of meer dezelfde risico-rendementsverhoudingen. Bij crypto's gaat het om investeringen in een hele jonge technologie en industrie, bij VC om een heel jong bedrijf. Beide moeten zich nog bewijzen. Het rendement kan uiteindelijk heel hoog zijn, maar de uitkomst is aanvankelijk zeer onzeker. Tot slot is op individueel niveau de use case van elke token belangrijk voor het rendement en de mate van concurrentie. De use case is de functie die een token heeft en/of de dienst die het wil leveren. Momenteel is hier nog veel onzekerheid over, wat de waardebepaling bemoeilijkt. ABN AMRO heeft vier use cases gedefinieerd; een currency, network, security of utility crypto. Voorbeelden hiervan zijn respectievelijk een stablecoin, Ethereum, een aandeel of obligatie, en Filecoin.'

'Als cryptocurrencies al kunnen worden geclassificeerd, zijn ze het best te vergelijken met een venture capital-belegging.'



## Bert Slagter

Expert Digitale Valuta's, LekkerCryptisch.nl

'Beleggen in Bitcoin is inmiddels van veel risico's ontdaan en wordt door professionele infrastructuur ondersteund.'

### Wat zijn de grootste verschillen tussen beleggen in Bitcoin en beleggen in andere cryptovaluta's?

'Bitcoin is een wereldwijd, digitaal, neutraal geldsysteem met meer dan honderd miljoen gebruikers. Het is de eerste in zijn soort en profiteert van een enorm netwerk-effect van ontwikkelaars, ondernemers, investeerders, financiële infrastructuur, dienstverlening, wetgeving en toezicht. Het innovatieve van Bitcoin is dat er geen centrale partij nodig is die het geldsysteem beheert. Niemand heeft de macht om eigenhandig het monetair beleid aan te passen, transacties terug te draaien of de toegang te ontzeggen.

Bitcoin kan een rol spelen in het toekomstige wereldwijde financiële stelsel doordat het huishoudens, bedrijven, instituties en landen een optie biedt. Het is een alternatief voor (digitaal) geld van centrale banken, commerciële banken en techbedrijven. Een alternatief zonder hoge inflatie, financiële surveillance of censuur.

Door te beleggen in Bitcoin erken je de optie dat Bitcoin een serieus onderdeel van het wereldwijde geldsysteem kan worden. Als dat zo is, zal de marktwaarde en dus de koers nog enorm stijgen naarmate Bitcoin volwassener wordt en meer mensen er gebruik van gaan maken.

Alle andere cryptovaluta's zijn jonger en experimenteler. Een klein deel heeft de potentie om in de komende tien jaar een neutraal en decentraal systeem te worden, zoals sommige projecten rond decentralized finance en non-fungible tokens (NFTs). Er is daarbij nog veel onzekerheid over techniek en regelgeving. Een groot deel van de duizenden cryptovaluta's zal echter mislukken of is zelfs pure oplichterij.

Beleggen in Bitcoin is inmiddels van veel risico's ontdaan en wordt door professionele infrastructuur ondersteund. Beleggen in andere cryptovaluta's vereist grondig onderzoek en is zelfs dan nog risicovoller en speculatiever.'

## James Butterfill

Investment Strategist, CoinShares

### How to invest in cryptocurrencies as an institutional investor?

'As growing numbers of investors take Bitcoin more seriously, it raises the question: what is an appropriate amount of Bitcoin in a portfolio? The real answer depends on the investor's appetite for risk and their portfolio investment style. A modest increase in an investment portfolio risk budget of 100 basis points would suggest a portfolio weighting of 3.6%. Varied back-test periods highlight a consistency in results suggesting the subjectivity in cherry-picking specific time periods isn't the concern many believe it to be.

Our analysis highlights keeping a fixed portfolio allocation and rebalancing on a quarterly basis helps mitigate Bitcoin's volatility challenges with only moderate detriment to returns. Rebalancing has also helped improve risk-adjusted returns and has significantly

reduced maximum drawdowns, a particular concern amongst investors.

There are various ways in which to own Bitcoin. For most institutional investors direct ownership is the most challenging as it likely means looking outside of their existing brokerage arrangements. It also requires a good understanding of the quality of custody and governance, particularly challenging in this new asset class. Open-ended tracker certificates are a fairly easy option, but are typically expensive and are not physically backed and not bankruptcy remote. Investment trusts have been popular in the US, but due to their closed-ended nature they do not track prices well. We believe ETPs are the best solution, due to their ease of access, relatively competitive pricing, comprehensive custody and governance, while there is an increasing number of them that is physically backed.'



'Direct ownership requires a good understanding of the quality of custody and governance, particularly challenging in this new asset class.'



## Jason Guthrie

Head of Digital Assets in Europe, WisdomTree



### How to invest in cryptocurrencies as an institutional investor?

'For those committed to crypto's as a core part of their offering, direct access may be preferred. The crypto market operates very differently to traditional markets. There are no settlement or clearing systems, exchanges operate on a pre-funded basis and there is a requirement to interact with unregulated entities. These differences present a steep learning curve for organisations entering the space and operational set up costs.

As well as being able to take long and short positions, futures are an effective way to take leverage. However, investors taking exposure over the medium to long-term may face difficulties. The crypto futures market is relatively young, and liquidity is concentrated on the front month contract. Futures are likely to

be favoured by short-term traders or those chasing leverage.

Exchange Traded Products (ETPs) are popular with asset allocators looking to add crypto's to portfolios. Modern versions will be physically-backed and issued by established asset managers offering single asset and basket products. The major advantage of ETPs is that they fit into existing workflows and will be familiar to most investors. ETPs will likely be the most efficient vehicle for those looking to take a longer-term exposure without incurring the set-up costs of direct access. Exposures available will be limited to those offered by the issuers and tend to focus on the most liquid cryptocurrencies. This will be more than sufficient for most investors adding cryptocurrencies to a multi asset portfolio.'

'ETPs fit into existing workflows and will be familiar to most investors.'



## Gilles Moëc

Hoofdeconoom, AXA Investment Managers

### Zijn er voor het financiële systeem risico's verbonden aan de handel in cryptovaluta's? Zo ja welke zijn dit dan?

'Op het moment dat met argusogen naar monetair beleid gekeken wordt – met name de enorme kwantitatieve verruiming – en naar de sterke stijging van het geld in omloop, is de aantrekkingskracht van digitale munten als Bitcoin goed voor te stellen. Echter, ongelimiteerde liquiditeitssteun in tijden van crisis – zoals op ongekende schaal gebeurde in maart 2020 – is een kerntaak van centrale banken, iets wat digitale munten vanwege hun ontwerp niet kunnen.

Naast dit liquiditeitsprobleem, kunnen digitale valuta's ook een bron van instabiliteit worden als ze bankcrises verergeren. Tijdens de euro-schuldencrisis waren met name Amerikaanse commentatoren verrast dat burgers uit zuidelijke landen hun tegoeden niet naar het buitenland brachten toen

binnenlandse bankensystemen op omvallen leken te staan. Een reden hiervoor was dat het moeilijk is om een bankrekening in een ander EU-land te openen. Per definitie zijn digitale valuta's makkelijker te verplaatsen dan gewone tegoeden. Als deze tegoeden waren omgezet in digitale valuta's, waren ze algemeen beschikbaar geweest, en dan had dit het einde kunnen betekenen voor de Griekse, Ierse of Spaanse bankensector.

Ook besmetting van de digitale valuta's naar de traditionele segmenten van de financiële markten is een punt van aandacht, als bijvoorbeeld grote hoeveelheden afgeleide instrumenten afhankelijk zouden zijn van de waarde van digitale munten. En ten slotte is er een maatschappelijk aspect dat samenhangt met de hoge volatiliteit van digitale valuta's. Dat is het gemak waarmee gespeculeerd kan worden en de groeiende populariteit hiervan onder jongeren.'

'Digitale valuta's kunnen ook een bron van instabiliteit worden als ze bankcrises verergeren.'

# EMC is een taaie asset class die zijn strepen heeft verdiend

De marktwaarde van Emerging Market Corporate Bonds, kortweg EMC genoemd, is uitgegroeid tot een zeer respectabele 2,3 biljoen dollar. Dat is groter dan de Europese en Amerikaanse markten voor high yield tezamen. Internationale beleggers, waaronder verzekeraars, benutten de kansen die deze asset class biedt nog te weinig, aldus Qian Zhang, Senior Client Portfolio Manager bij Pictet Asset Management.

Door Wim Groeneveld

De markt voor in dollars gednomineerde EMC heeft, ondanks de recente groei, niet de aandacht van internationale beleggers gekregen die deze asset class verdient, zo meent Qian Zhang. Het grootste deel van de groei in het afgelopen decennium was volgens haar te danken aan lokale beleggers in opkomende markten, met name institutionele beleggers zoals banken en pensioenfondsen in Azië, het Midden-Oosten en Latijns-Amerika.

‘Internationaal gezien, beschouwen internationale beleggers EMC altijd als een niche, maar dat is niet meer vol te houden’, aldus Zhang. ‘EMC moet nu echt als een op zichzelf staande asset class worden beschouwd. Een dergelijk groot deel van het credituniversum kan beleggers niet meer koud laten, helemaal omdat deze asset class de kans biedt het rendement te verhogen in een omgeving met zeer lage yields.’

## Hoe verhoudt EMC zich tot de andere mogelijkheden binnen het spectrum van Emerging Market Debt?

‘EMC moet als complementair worden beschouwd. De gemeenschappelijke deler is dat het om schuld uit opkomende markten gaat, maar daar houdt het wel mee op. De gemiddelde kredietkwaliteit is doorgaans een trede hoger. Daarnaast is de duration voor EMC over het algemeen korter. De gemiddelde looptijd bedraagt 4,5 jaar, terwijl die voor EMD bijna 8 jaar is. Ook is er meer flexibiliteit om corporates te selecteren. Als je een EMD-strategie volgt, dan heb je de keuze uit zo’n 70 landen. Je kunt bijvoorbeeld Braziliaanse staatsobligaties in je beleggingsportefeuille opnemen. Het nadeel is dat er dan maar sprake is van één smaak. Bij corporates kun je kiezen uit een breed aanbod met verschillende kredietratings: van AAA tot CCC. Daardoor zijn goede managers in staat om meer waarde aan de beleggingsportefeuille toe te voegen. Bovendien steekt de sharpe-ratio historisch gezien erg gunstig af ten opzichte van EMD, wat overigens ook het geval is in vergelijking met andere grote creditmarkten.’

## Kunt u uitleggen waarom de asset class er op dit moment aantrekkelijk uitziet?

‘Deze asset class heeft tot op heden behoorlijk goed gepresteerd. In de afgelopen twintig jaar was er maar twee keer sprake van een negatief jaarrendement en in die twee jaren bleven de negatieve resultaten ook nog

eens binnen de perken. In 2013, het jaar van de taper tantrum, toen de meeste vastrentende waarden een opdonder kregen, ging EMC als asset class met een min van 0,6% het jaar uit. Het andere jaar dat het minder ging was 2018, toen nagenoeg alle munten van opkomende economieën hun koers sterk zagen dalen ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Het rendement op EMC kwam uit op min van 1,6%.

Desondanks is het opvallend hoe taai deze asset class is geweest tijdens andere recente crises. Dat komt doordat bedrijven beter zijn gaan reageren op crisissituaties. Managementteams hebben veel geleerd van die crises en als gevolg daarvan verbeterden ze hun balance sheets grondig. Veel van deze bedrijven beschikken onderhand over aardig wat cash, maar daar gaan ze uiterst voorzichtig mee om. Ook de debt maturity is over het brede front toegenomen, waarbij kortlopende schulden zijn vervangen door langlopende schulden. Veel bedrijven onthouden zich ook van agressieve overnames.

Ik denk dat je nu van een volwassen creditmarkt kunt spreken, die in de komende jaren een grotere rol zou moeten spelen in de asset allocatie van beleggers. Maar je blijft te maken houden met opkomende markten en dat brengt met zich mee dat westerse beleggers toch een hogere risicopremie eisen, ook al is er sprake van hoge ratings en hebben veel bedrijven minder leverage dan hun Amerikaanse equivalenten. Die EM-premie is toch iets wat aantrekkelijk kan zijn voor internationale beleggers.'

### **Aan welke landen en sectoren geeft u de voorkeur bij beleggen in EMC? En welke moeten worden vermeden?**

'Vanuit ons perspectief komt het samenstellen van een portefeuille neer op een bottom up-selectie van emittenten. We vinden dat dit zinvoller is dan ons te laten leiden door een top down-strategie. Daardoor is het moeilijk om aan te geven welke landen of sectoren je zou moeten vermijden. Natuurlijk zijn er wel wereldwijde trends waar we rekening mee houden, zoals de ontwikkelingen in de grondstoffensector. Maar de meeste succesverhalen worden bepaald door de manier waarop een onderneming weet in te spelen op de binnenlandse vraag van consumenten of de mate waarin een bedrijf succesvol weet te exporteren. Een top down-visie op een land kan interessant



## CV

### Qian Zhang

Qian Zhang trad in 2019 in dienst bij Pictet Asset Management. Zij maakt als Senior Client Portfolio Manager deel uit van het Fixed Income Emerging Market Corporate & Greater China Debt Team. Voordat Zhang bij Pictet kwam, was ze Client Portfolio Manager in het J.P. Morgan Asset Management Global Fixed Income Team en het Emerging Markets Debt Team, gevestigd in zowel Londen als Hongkong. Eerder werkte Zhang voor Merrill Lynch in Tokyo, met als focus rentevoetderivaten.

zijn, maar uiteindelijk gaat het erom in hoeverre een onderneming betrouwbaar en levensvatbaar is.'

### **Wat zijn belangrijke risico's van deze asset class en op welke wijze zouden verzekeringsmaatschappijen zich daartegen kunnen beschermen?**

'Ik denk dat verzekeringsmaatschappijen, die in het algemeen bijzonder gevoelig zijn voor kredietratings, waarschijnlijk extra voorzichtig moeten zijn met bedrijfsemit-tenten die onderworpen zijn aan een bovengrens voor de rating van een land. Wanneer de kredietwaardigheid van een overheid verandert, is er in de meeste gevallen automatisch sprake van een upgrade dan wel een downgrade, afhankelijk van de rating. Als die rating wordt verlaagd, zal de kredietwaardigheid van een bedrijf dat aan die rating is onderworpen, ook worden verlaagd. Dit creëert risico's en kansen op hetzelfde moment. Het kan immers ook aantrekkelijk zijn om bij een dip in te stappen als er bijvoorbeeld sprake is van een overreactie van de markt, terwijl de creditfundamentals van een emittent niet dramatisch veranderen.

Governance kan ook een risico vormen. Beleggers moeten erop kunnen vertrouwen dat het management de financiering ook echt gebruikt voor de uitvoering van de voorgestelde plannen. Daarnaast kun je te >

maken krijgen met gecompliceerde of minder transparante eigendomsstructuren. Bij dergelijke bedrijven bestaat historisch gezien een hoger risico op wanbetaling. Om een goede creditbelegger te zijn, moet je zeer achterdochtig zijn. Je moet een zeer goed begrip hebben van het bedrijf zelf. De bedrijfscijfers zijn belangrijk, maar er moet veel tijd worden gestoken in het bepalen van de kwaliteit van de emittent. Gedisciplineerd te werk gaan, is het beste advies dat ik kan geven. Een risicopremie is leuk en aardig, maar wat heb je daaraan als bij het bedrijf transparantie ontbreekt en het bedrijf niet te vertrouwen is?

### Is ESG genoeg ingebed in dit deel van de fixed income-markt?

‘Het rekening houden met ESG-factoren moet een integraal onderdeel zijn van de bottom up-selectie die iedere belegger doet. Gelukkig maakt waakzaam zijn hoe het met de governance is gesteld nu deel uit van het DNA van iedere belegger. De E en S van ESG zijn erg belangrijk voor de langere termijn. Indien managers niet waarmaken wat ze beloven, is uitsluiten het laatste wat je kunt doen. Het is echter beter om voortdurend in gesprek te blijven en betrokkenheid te tonen. Ik ben van mening dat ESG-data niet altijd zaligmakend zijn, omdat die meestal een beeld van het verleden geven. Bij opkomende markten is het beter om vooruit te kijken. Opkomende markten komen wat betreft ESG van een lager niveau, maar het tempo van de veranderingen ligt zeer hoog. De vooruitgang is indrukwekkend.’

### Hoeveel invloed heeft de COVID-19-pandemie gehad op EMC?

‘Verrassend genoeg niet zoveel als mensen misschien zouden denken. In 2020 kwam de yield uit op 7%. Dat EMC geen grote hinder heeft ondervonden van de COVID-19-pandemie komt voor een belangrijk deel doordat in deze beleggingscategorie weinig sprake is van exposure naar sectoren die in mineur zijn geraakt door COVID-19. Denk daarbij aan retailbedrijven, luchtvaartmaatschappijen, horeca en hospitality. Bij investment grade-bedrijfsobligaties en high yield in de ontwikkelde markten is die exposure aanzienlijk groter. Zelfs bedrijven in de energiesector, die zwaar te lijden hadden onder de afname van de economische activiteit en de daaropvolgende ineenstor-

ting van de olieprijzen, bleken veel veerkrachtiger dan hun tegenhangers in de Verenigde Staten. Energieproducenten in opkomende markten zijn over het algemeen staatsbedrijven, die de neiging hebben om bij lagere olieprijzen break-even te draaien, terwijl Amerikaanse energiebedrijven die high yield-obligaties uitgeven daar moeite mee hebben.

Een andere reden waarom EMC minder is geraakt, is de grote verscheidenheid aan emissies. Een regering kan een slecht beleid voeren om de pandemie in eigen land onder controle te krijgen, maar dat zegt niets over de prestaties van een onderneming. Brazilië en Zuid-Afrika staan niet bekend om hun goede beleid, maar ze zijn een behoorlijk aantal bedrijven rijk, met name exporteurs, die het ondanks de pandemie goed doen. Dat maakt deze bedrijven interessant voor internationale beleggers. Omgekeerd kan een regering een goed beleid voeren, maar kunnen bedrijven door slechte herfinancieringsmogelijkheden via de banken in dat land in moeilijk vaarwater zitten. De pandemie heeft verschillende littekens achtergelaten in verschillende landen, sectoren en emittenten. Daarom moet je heel selectief te werk gaan.’

### Wat is de beste aanpak voor verzekeringsmaatschappijen om in EMC te beleggen?

‘Wij denken dat actieve selectie van credit een must is in opkomende markten. Dat kan variëren van een strategie die actief wordt beheerd om een benchmark te verslaan tot een buy-and-hold-strategie, waarbij eerst actief de bedrijfsobligaties zorgvuldig worden geselecteerd en vervolgens worden aangehouden en gemonitord. De reden is dat je in dit beleggingsuniversum te maken hebt met inefficiënte markten. Een sterk researchteam is geen overbodige luxe om volledig te kunnen profiteren van de pluspunten die EMC biedt. Ook is er veel lokale expertise nodig om tot een goed oordeel te komen en elke mogelijke asymmetrie op het gebied van informatie ongedaan te maken. Als kredietbelegger wil je elke kans op wanbetaling voorkomen en op tijd kunnen ingrijpen als de kredietwaardigheid in het geding komt. Tegelijkertijd is het ook goed om enigszins contrair te beleggen en dan kom je toch snel uit bij actief beleggen.’ ■

**‘Wij denken dat actieve selectie van credit een must is in opkomende markten.’**

## IN HET KORT

Er valt bij EMC te kiezen uit een groot en breed aanbod met verschillende creditratings.

Managementteams hebben veel geleerd van recente crises en hebben hun balance sheets goed op orde gebracht.

De sharpe-ratio steekt historisch gezien erg gunstig af ten opzichte van zowel EMD als andere grote creditmarkten.

Door de hoge ratings en een gemiddelde duration van 4,5 jaar vallen relatief sneller hogere yields te behalen dan in ontwikkelde markten.

EMC heeft niet zwaar te lijden gehad onder de COVID-19-pandemie.

# Europa als speeltuin voor of als spelmaker in de wereld

**Verdrinkt het oude continent in zijn eigen verleden, of kan het hierop voortbouwen en overeind blijven tussen Amerika en China?**

Europa probeert krampachtig om niet vermalen te worden tussen de geopolitieke, economische en militaire kaken van de Amerikaanse adelaar en de Chinese draak, die op hun beurt met elkaar in tweestrijd zijn. Slaagt Europa hierin, of is het gedoemd een schim van zijn verleden te zijn?

De Amerikanisering van de wereld zette de afgelopen decennia door, met op steeds meer straathoeken Amerikaanse burger- en koffieketens en Amerikaanse techreuzen als Apple, Google, Microsoft, Netflix, Amazon en Facebook die de dienst uitmaken in Europa. Daar zijn sinds kort Chinese reuzen bij gekomen, zoals Alibaba, Tencent en Huawei. Veelzeggend waren de reclames tijdens het EK-voetbal: enkele van de grootste sponsoren waren Chinees en brachten hun reclames rondom het veld in het Mandarijn. Het spelletje werd gespeeld door Europeanen op het gras, het grote commerciële spel door Chinezen.

Doemdenkers smullen van Ilja Leonard Pfeijffer in Grand Hotel Europa: 'We hebben een geraffineerde en fijnmazige diensteneconomie opgetuigd om de Chinese zelfverrijking op ons continent te faciliteren en onze eigen ondergang te administreren. Maar in feite hebben we niets meer te verkopen dan ons verleden.'

Het idee van Europa als historische speeltuin voor de wereld is overtrokken, maar bevat een kern van waarheid. Van de grote blokken – de VS, China en Europa – lijkt de laatste het meest kwetsbaar. Mede omdat wat de kracht van Europa is geweest – de vele talen, lokale tradities, regionale culturen – een zwakte blijkt in een wereld waarin schaalvergroting heilig is.

Ondanks dat Europa voor enorme uitdagingen staat bij het streven voort te bouwen op

het roemrijke verleden in plaats van erin weg te zakken, is het minder somber dan het lijkt. Europa is nog altijd een droom en ideaal voor velen. Mensen uit de hele wereld vluchten naar Europa, niet andersom. Het Europese verval is in veel opzichten slechts relatief en de overtuiging dat het vroeger beter was, is van alle tijden. Zoals Pfeijffer aangeeft, geloofden zelfs de oude Grieken, die de rode loper voor de Europese beschaving eigenhandig uitrolden, dat betere tijden achter hen lagen.

Daarbij komt dat wat critici de kwetsbare kanten van Europa noemen, ook bijvoorbeeld de Amerikanen niet vreemd is. Daar waar Europa soms dreigt te verdrinken in de eigen historie, daar verlangen Amerikanen bijna wanhopig naar een eigen geschiedenis.

Verder is vervaldenken in Amerika met name sinds de jaren vijftig veelvuldig prominent aanwezig, in golven afgewisseld door de rotsvaste overtuiging dat de VS The World's Greatest Country is. Soms vechten ze op schizofrene wijze om voorrang.

Daarbij komt dat die andere gigant, China, met een heel eigen problematiek kampt, waaronder de toenemende concentratie van macht bij Xi Jinping. Bij de twee voorgangers van Xi was meer sprake van collectieve besluitvorming. Met de naar persoonlijke cultus neigende bestuursstijl van Xi bereiken kritische geluiden de top minder makkelijk, waardoor het te laat kan zijn als het schip bijgestuurd moet worden. Daarnaast kampt China met een snelle vergrijzing, absurd hoge totale schulden voor een land in die economische ontwikkelingsfase en een groeiend internationaal wantrouwen, wat het opbouwen van allianties bemoeilijkt.

Europa is dus zo uniek nog niet. Doemdenken over het oude continent is vaak overtrokken. De luide roep van sommigen om kapitaal te verplaatsen van Europa naar Amerika of Azië, moet daarom niet klakkeloos worden overgenomen. ■



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

# Private debt and affordable housing: a match?

Private debt can boost the supply of social and affordable housing, for the benefit of investors and low-income residents alike. We see potential for a long-running investment theme.

By Colin Greene

Private debt markets have an abundance of capital seeking suitable investment opportunities, while social housing suffers from a supply shortage that is crying out for investment. Matching these two represents a promising investment opportunity that could help reduce the backlog in affordable housing construction.

Assets under management in private debt markets have more than doubled over the past decade, reaching USD 848 billion at the end of 2020, inclusive of funds yet to be deployed. What's more, according to financial data provider Preqin, they are forecast to grow by 11.4% annually to USD 1.46 trillion by the end of 2025. This is in no small part due to the low-yield environment that has prevailed in the global economy over the past few years, which pushes investors towards alternative fixed income solutions.

Private debt is a case in point, as it typically offers not only higher yields than most listed fixed income instruments, but in many cases also stronger covenants and better collateralisation.

At the heart of the need for social housing lies the stark reality that, over the past two decades, average house prices have risen much faster than average wages. For instance, since 2000 the UK House Price Index is up by 182%, compared with a rise in average weekly earnings of approximately 85%, according to the UK's Office for National Statistics. Similarly, the ratio of median house prices to median pre-tax earnings reached an all-time high of 8 times in 2018, up from 5.1 times in 2002.

As a result, the National Housing Federation estimates that 3.8 million people in England are in need

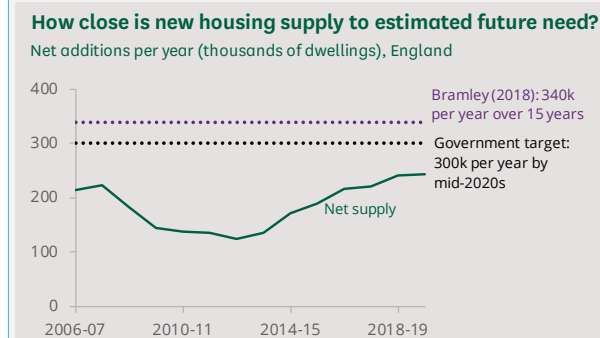


of social housing, while the Children's Commissioner for England has found that 124,000 children are living in temporary accommodation. Of the 300,000 new homes that government policy in England envisages to build, over the past decade only between 125,000 and 244,000 per annum were completed, as the House of Commons Library Briefing Paper titled 'Tackling the under-

supply of housing in England' reports.

In Ireland the situation is similar, albeit dependent on idiosyncratic factors. The country still feels the effects of the property crash caused by the financial crisis of 2008-2009, as tighter credit conditions and a dearth of active developers caused housing completions to fall, particularly in the main cities

**FIGURE 1: HOW CLOSE IS NEW HOUSING SUPPLY TO ESTIMATED FUTURE NEED?**



Source: House of Commons Library, Briefing Paper 07671, 14 January 2021

and urban areas where housing is needed the most.

As the Economic and Social Research Institute reports: 'There were only 21,000 housing completions in 2019. This is well short of the amount of housing needed to keep up with the level of structural demand, estimated to be in the region of 30,000–35,000.'<sup>1</sup>

To avoid a return to the pre-crisis property bubble, the Central Bank of Ireland has limited mortgages to 3.5 times gross income, requiring first-time buyers to put down a deposit of 10% and second-time buyers a deposit of 20%. While these measures have dampened house price growth, they have forced many would-be buyers to turn to rental accommodation, driving up rent levels and in turn putting households into a rent trap as tenants paying high rents struggle to save for a down payment.

The COVID-19 pandemic has exacerbated this situation further, since contrary to what happened during previous economic downturns, house prices in both Ireland and the UK soared during the pandemic. To make matters worse, the balance of bank lending to construction firms has been trending down for several years.

### The role of private debt in affordable housing

Private debt can fill some of this gap. Indeed, increasing the stock of available housing is a high-impact investment: it's the S in ESG, the commonly used acronym for environmental, social and governance

criteria. Given that social and affordable housing is a growth market where substantial capital can be deployed in scalable strategies, there is a strong case for private debt investments. Typically, investors in private debt with a liquidity horizon of six or more years may expect a target yield of 6-7% per annum.

Social rented homes are usually let at about 50% of the average local market rent and affordable rented homes are priced at around 80% of the local market rent. While in the past only non-profit-making organisations could be registered as providers of social housing, profit-making organisations have been allowed to do so since April 2010, allowing social housing to attract new capital.

This brings about both short- and long-term financing opportunities. The short-term opportunity is to finance the development and construction of new housing that gets sold to local housing providers on completion. These include local authorities and Registered Providers, known as RPs, in the UK and local authorities and Affordable Housing Boards in Ireland. Most of the time, the sale is fully contracted either before construction begins or during the building phase.

The long-term opportunity is to lease the newly built units to housing providers for periods of about twenty to twenty-five years. These leases are highly sought after by institutional investors because they offer attractive long-term income that is indexed to inflation. In England, leases are negotiated on a

**'Given that social and affordable housing is a growth market where substantial capital can be deployed in scalable strategies, there is a strong case for private debt investments.'**



**Colin Greene**

Head of Private Debt,  
Union Bancaire Privée  
(UBP)

bilateral basis with the local authority or RP. In Ireland, to encourage the delivery of new social and affordable housing, the government has set up a number of lease schemes.

At our organisation, private debt strategies focus on two main segments: affordable housing and those sectors for which there is strong institutional demand, including student housing and care homes. There is a common thread to these. Student housing is relevant to the broader housing shortage, since housing students in purpose-built properties helps to reduce pressure on the housing stock by releasing more homes for families. We see this as a hugely scalable 10-year investment theme. ■

## SUMMARY

Private debt markets are flush with capital, as investors keep hunting for yields.

At the same time, the social and affordable housing sector needs more investment to bring the supply of new homes back in line with demand.

Matching these two worlds opens up promising investment opportunities and represents a concrete measure to alleviate the housing shortage in the UK and Ireland notably.

These investments provide a stable source of revenue that is protected from inflation.

<sup>1</sup> ESRI Special Article, Assessing the Impacts of COVID-19 on the Irish Property Market: An Overview of the Issues.

# Search for yield: private debt en protected equity

In de search for yield zijn er ruwweg drie strategieën waarmee verzekeraars extra rendement kunnen behalen. Maurice Kraaijenbrink van BNP Paribas Asset Management (BNPP AM) licht ze alle drie toe.

Door Jan Jaap Omvlee

Verzekeraars beleggen traditiegetrouw vooral in vastrentende waarden. Daar waar pensioenfondsen ergens tussen de 30% en 50% in aandelen beleggen, liggen die percentages bij verzekeraars aanzienlijk lager. Er zijn verzekeraars die amper in aandelen beleggen en zich vooral richten op staats- en bedrijfsobligaties. Het rendement daarop is erg laag. Maurice Kraaijenbrink: 'Daarom zijn er op hoofdlijnen drie strategieën waar verzekeraars naar kunnen kijken als zij meer yield willen behalen. Als randvoorwaarden daarbij gelden: de impact op het kapitaalbeslag onder Solvency II en de regelgeving rondom de verslaglegging van de beleggingen en de mate van complexiteit.'

## Welke drie strategieën ziet u op hoofdlijnen?

'De eerste strategie is dat een verzekeraar binnen de klassieke vastrentende waarden blijft en probeert daar wat actiever mee om te gaan. Bij deze buy and maintain-strategie is voor de verzekeraar elke basispunt van belang. Dat is een mogelijke strategie, maar het blijft een spel van basispunten dat keurig past binnen het kapitaalbeslag en geen extra complexiteit met zich meebrengt. Daarbij kan een verzekeraar bijvoorbeeld kijken naar en inspelen op green bonds of nieuwe uitgiftes, waar je iets meer yield voor kan krijgen dan op een bestaande lening in de portefeuille.

De tweede strategie in de search for yield is kijken naar andere beleggingscategorieën, zoals aandelenbeleggingen of vastrentende waarden met een hogere spread. Die leveren naar verwachting een hoger rendement op dan staats- en bedrijfsobligaties, maar brengen ook extra risico met zich mee. Als je binnen je fixed income-strategieën blijft, kun je naar high yield of EMD kijken voor wat meer rendement en hogere coupons, maar dat is gedeeltelijk sub investment grade en dat zie je terug in je kapitaalbeslag. Ook is het bij dit soort beleggingen lastig om het neerwaarts risico op een efficiënte manier af te dekken.

Een verzekeraar kan er, zoals gezegd, ook voor kiezen in aandelen te gaan beleggen. Deze markt is heel liquide, maar nog volatieler dan high yield en EMD, wat resulteert in een verdere verhoging van het kapitaalbeslag.

Bij het beleggen in aandelen kun je ook kiezen voor protected equity, een strategie



waarbij je het neerwaartse risico van je aandelenportefeuille beschermt. Een dergelijke bescherming kost gemiddeld genomen rendement. Maar dan nog: als je het verwachte rendement dat je op aandelen haalt, vermindert met de kosten van bescherming, blijft er naar verwachting nog steeds additioneel rendement boven het rendement op staats- of bedrijfsobligaties over. Een bijkomend voordeel is dat aandelen diversifiërend werken in een portefeuille van een verzekeraar die voornamelijk bestaat uit vastrentende waarden.’

### Hoe ziet de derde strategie eruit?

‘De derde strategie is gericht op private debt-beleggingen. Deze leveren minder op dan aandelen, maar aanzienlijk meer dan staats- of bedrijfsobligaties. Een bijkomend voordeel is een relatief beperkter kapitaalbeslag. Het grootste aandachtspunt hierbij is de andere eerdergenoemde randvoorwaarde, namelijk de verslaglegging en de complexiteit van deze beleggingen. Door het veelal illiquide karakter van private debt worden deze beleggingen vaak slechts op maand- of kwartaalbasis met terugwerken de kracht gewaardeerd. Daarnaast zijn deze beleggingen vaak wat complexer dan de traditionele staats- en bedrijfsobligaties, waardoor er meer tijd en moeite in gestoken moet worden om deze leningen goed te begrijpen.

Elk van de strategieën heeft zijn voor- en nadelen en er is geen silver bullet, maar we denken dat beide richtingen, protected equity en private debt, een toegevoegde waarde kunnen hebben in een beleggingsportefeuille van verzekeraars.’

### Kunt u iets dieper ingaan op het kapitaalbeslag bij deze beleggingen?

‘Als we er twee uitpikken die heel geschikt zijn voor verzekeraars, dan zijn dat infrastructuurleningen en vastgoedleningen, met name de senior tranches. Bij ‘infra’ gaat het om Europese leningen in onder meer de sectoren transport, sociale infrastructuur, telecommunicatie, duurzame energie, conventionele energie en nutsbedrijven. Bij vastgoedleningen gaat het om Europees commercieel vastgoed, waaronder kantoren, winkels, distributiecentra, hotels en datacentra.

Beide categorieën hebben vanuit Solvency II-regelgeving en EIOPA Guidelines een



## CV

### Maurice Kraaijenbrink

Maurice Kraaijenbrink is Head of Portfolio Design in Solutions & Client Advisory - Multi Asset, Quantitative & Solutions bij BNP Paribas Asset Management. Hij is sinds 2019 Head of Portfolio Design en verantwoordelijk voor het strategisch beleggingsadvies aan pensioenfondsen, verzekeraars en bedrijven. In 2000 startte hij bij ABN AMRO Bank en hij bekleedde daar diverse functies. Sinds 2004 is hij actief op het vakgebied van LDI en fiduciair management. Website: <https://www.bnpparibas-am.nl/>

apart kapitaalbeslag dat gunstiger is dan dat van vergelijkbare liquide leningen indien aan een aantal voorwaarden wordt voldaan. In die zin wordt er een handreiking gedaan naar verzekeraars om in dergelijke leningen te gaan beleggen. Voor pensioenfondsen geldt deze handreiking niet, want daar geldt het Vereist Eigen Vermogen als unrated. Dat is vaak een kenmerk van deze leningen: zij krijgen geen rating van een kredietbeoordelaar.’

### Hoe kijken verzekeraars aan tegen de beperkte liquiditeit van bijvoorbeeld infrastructuurschuld?

‘Dat hangt af van het soort verzekeraar. Een schadeverzekeraar met relatief kortlopende en onzekere verplichtingen zal een kleiner percentage alloceren naar illiquide beleggingen dan een levensverzekeraar met langer lopende en meer zekere verplichtingen. Bij het beleggen in private assets moet je uiteraard zorgen voor voldoende spreiding en voor een mooie evenwichtige mix, zeker aangezien er sprake kan zijn van enig concentratierisico. Het aantal leningen in een infrastructuur- of vastgoedportefeuille (circa 20) is beduidend lager dan in een gemiddeld obligatiefonds. Zorg daarom voor voldoende spreiding van infrastructuur- en vastgoedleningen. Daarnaast zien wij een gedegen liquiditeitsanalyse als integraal onderdeel van het advies omtrent de allocatie naar illiquide beleggingen.’

‘De manier waarop je gaat beleggen, verschilt per verzekeraar. Een grote verzekeraar kiest vaak voor een mandaat en zal daar veel meer zijn invulling aan willen geven, bijvoorbeeld op het gebied van ESG. Binnen dat mandaat kan de verzekeraar aangeven dat deze bijvoorbeeld alleen maar wil beleggen in leningen die betrekking hebben op duurzame energie. Voor kleinere verzekeraars is het meestal efficiënter om voor een infrastructuurfonds of een vastgoedfonds te kiezen. En omdat je in een fonds belegt, beleg je automatisch in een groter aantal leningen, wat de spreiding ten goede komt.’

### Op wat voor manier werkt het concept van protected equity?

‘Doel van het concept is om de aandelenportefeuille neerwaartse bescherming (downside protection) te bieden en tegelijkertijd het kapitaalbeslag te verlagen. Daarbij maakt het in feite niet uit hoe de onderliggende aandelenportefeuille is samengesteld. Er zijn verzekeraars die zeggen ‘keep it simple’ en de index willen volgen. Andere verzekeraars leggen er een ESG-tilt overheen. Door te beleggen in aandelen zal je naar verwachting een hoger rendement behalen, maar wel tegen een hoger economisch risico en een aan te houden solvabiliteitskapitaal van gemiddeld 39%. Dat is vrij veel. Het concept van protected equity gaat ervan uit dat we het economische risico alsmede het kapitaalbeslag verlagen. De vraag die we aan verzekeraars stellen is: hoeveel wil je je kapitaalbeslag laten dalen? Vervolgens gaan we een neerwaartse bescherming inbouwen om hieraan te voldoen. Daarbij maken wij tevens inzichtelijk wat de kosten van deze protectie zijn.’

### Hoe wordt die neerwaartse bescherming ingebouwd?

‘Neerwaartse bescherming inbouwen kan op twee manieren: met futures en met opties. Voor verzekeraars kunnen we meteen een streep zetten door de futures. De regelgeving zegt namelijk dat het gebruik van futures voor verzekeraars geen enkele reductie oplevert op het kapitaalbeslag. Dat komt simpelweg doordat een future-strategie niet altijd ‘aan staat’. Bij het implementeren van een structurele optiestrategie kan het kapitaalbeslag wel worden gereduceerd. Uitgangspunt bij deze strategie is dat je een putoptie koopt, ofwel een verzekering op de onderliggende waarde. Omdat je hierdoor weet hoeveel je maximaal kan verliezen, komt deze strategie wel in aanmerking voor een reductie op het kapitaalbeslag. Het kopen van alleen een putoptie is

echter ook een dure oplossing. Er zijn manieren om de strategie goedkoper of zelfs zero-cost te maken door bijvoorbeeld een calloptie te schrijven.’

### BNPP AM heeft voor pensioenfondsen CDI (Cashflow Driven Investing) als diversificatietool toegevoegd aan de LDI-karakteristieken in de matching-portefeuilles. Gaan we in Nederland voor verzekeraars een switch zien naar CDI?

‘We zien CDI als een extra element in de bestaande obligatieportefeuille. Met het element illiquiditeit kan extra rendement worden gegenereerd met assets die in veel gevallen door het aanwezige onderpand een additionele zekerheid bieden. Op basis van de looptijden van de onderliggende leningen zien wij CDI met name als een bouwsteen voor de eerste circa tien jaar. De langere kasstromen blijven afgedekt op basis van de klassieke LDI-methodiek. Dat wil zeggen op basis van duration en convexity, om zo ook afgedekt te zijn voor niet parallelle curvebewegingen. Ook voor de eerste tien jaar zal de afdekking deels plaats blijven vinden via reguliere obligaties. De markt van private debt is niet zo groot dat je zomaar miljarden aan private debt uit de markt kan halen. Dat is niet realistisch.’

### Hoe verhoudt de search for yield zich tot de afspraken die verzekeraars gemaakt hebben in het IMVO-convenant waarin het klimaat en de energietransitie een belangrijke rol spelen en tot de SDGs van de VN?

‘Het beleggen in eerdergenoemde leningen kan positief bijdragen aan zowel het klimaat als de energietransitie en helpen bij het behalen van de gedefinieerde SDGs. Denk hierbij bijvoorbeeld aan duurzame energieprojecten of het verduurzamen van vastgoedobjecten. De leningen kunnen gekoppeld worden aan verschillende SDGs, zoals SDG 6 ‘Schoon water en sanitair’ en SDG 7 ‘Betaalbare en duurzame energie’. We zien een duidelijke trend bij institutionele beleggers dat zij een bewuste keuze gaan maken welke SDGs zij nu echt gaan omarmen, want alle SDGs omarmen is onrealistisch. Natuurlijk kun je de SDGs ook binnen je aandelenportefeuille implementeren. De portefeuille wordt hiermee meer maatwerk, maar kan nog steeds als onderliggende basis dienen voor een Solvency II-efficiënte protectiestrategie. ■

‘Doel van protected equity is om de aandelenportefeuille neerwaartse bescherming te bieden en tegelijkertijd het kapitaalbeslag te verlagen.’

## IN HET KORT

In perioden waarin het rendement op staats- en bedrijfsobligaties erg laag is, kan een strategie waarbij verzekeraars kijken naar private debt en protected equity naar verwachting voor extra yield zorgen.

Binnen private debt zijn infrastructuur- en vastgoedenleningen interessante categorieën voor de asset allocatie van verzekeraars die op zoek zijn naar stabiele inkomsten.

Het toevoegen van private debt en protected equity resulteert mogelijk in een aantrekkelijk risico-rendementsprofiel. Dat kan voor verzekeraars, op wie het Solvency II-raamwerk van toepassing is, een positief effect hebben op de solvabiliteitsratio.

# Het Shell-vonnis: (brand)stof tot nadenken

**In het Shell-vonnis wordt een individuele onderneming belast met verregaande verplichtingen inzake het klimaatbeleid. Banken en institutionele beleggers lopen het risico met soortgelijke verplichtingen te worden geconfronteerd.**

In haar vonnis van 26 mei 2021 (ECLI:NL:RBDHA:2021:5337) oordeelde de Haagse Rechtbank dat Royal Dutch Shell verplicht is om zorg te dragen voor een reductie in de CO<sub>2</sub>-uitstoot van de Shell-groep, haar toeleveranciers en haar afnemers. Niet alleen moet Shell haar eigen CO<sub>2</sub>-uitstoot in 2030 met 45% hebben teruggedrongen, maar ook heeft zij een zwaarwegende inspanningsverplichting ten aanzien van het reduceren van de CO<sub>2</sub>-uitstoot van haar zakelijke relaties. De Rechtbank motiveert deze beslissing met de overweging dat een bedrijf als Shell op basis van de mensenrechten een eigenstandige verplichting heeft om een gevaarlijke klimaatverandering tegen te gaan en de uitstoot terug te brengen in lijn met het Klimaatakkoord van Parijs.

In de Urgenda-uitspraak werd de Staat door de rechter verantwoordelijk gehouden voor het lage implementatietempo van de maatregelen ter beperking van klimaatverandering. Dat was al opzienbarend. In het Shell-vonnis gaat de rechter nog een stapje verder en wordt voor het eerst een private partij een eigen verantwoordelijkheid opgelegd voor het tijdig bereiken van internationaal vastgestelde klimaatnormen. Het Shell-vonnis wordt dan ook 'historisch' genoemd. Of deze aanduiding terecht is, zal uiteraard nog moeten blijken. Shell heeft op 20 juli 2021 bekend gemaakt dat zij tegen het vonnis in hoger beroep gaat.

Ondanks het nobele doel is de uitspraak van de Haagse Rechtbank wat mij betreft onwenselijk en onjuist. Doordat Shell als enige marktpartij wordt verplicht een aantal kost-

bare maatregelen te nemen, terwijl andere ondernemingen dat niet hoeven, wordt Shell benadeeld ten opzichte van haar concurrenten. Het oordeel van de rechtbank is gestoeld op mensenrechtenverdragen en klimaatnormen. Deze richten zich tot staten en zijn (nog) niet neergelegd in algemeen verbindende regels waaraan ondernemingen en particulieren zich hebben te houden. De rechtbank is zich daarvan bewust. Zij stelt vast dat Shell zich aan de wet houdt, maar legt haar niettemin een aantal verplichtingen op. Dat is anders dan in de Urgenda-uitspraak. Daarin werd de Staat verplicht tot nakoming van door haarzelf aangegane juridisch bindende afspraken.

De toeleveranciers en afnemers van Shell waren geen partij bij deze procedure en hoeven zich dus nergens aan te houden. Niettemin moet Shell op grond van de in het vonnis genoemde inspanningsverplichting druk gaan uitoefenen op deze partijen teneinde hen ertoe te brengen hun CO<sub>2</sub>-uitstoot te verminderen. In essentie betekent dit dat Shell verantwoordelijk wordt gehouden voor de emissies van haar toeleveranciers en afnemers.

Trekt men de door de rechtbank gevolgde lijn door, dan is niet uitgesloten dat ook andere ondernemingen verantwoordelijk zullen worden gehouden voor hun toeleveranciers of afnemers in het kader van het klimaatbeleid. Een mogelijk gevolg daarvan is dat vervuilers niet rechtstreeks worden aangesproken, maar dat de procedures zich richten tegen de partijen met de diepste zakken. Te denken valt in dit verband aan banken die te maken kunnen krijgen met 'lender liability', aansprakelijkheid voor kredietverstrekking aan bedrijven die niet in lijn opereren met de doelstellingen van het Klimaatakkoord van Parijs. Hetzelfde zou kunnen gelden voor pensioenfondsen of verzekeraars die in dergelijke bedrijven beleggen. Willekeur ligt hier op de loer. ■



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

# Kansen voor verzekeraars in real estate debt

Vastgoedobligaties winnen aan populariteit bij verzekeraars, pensioenfondsen en asset managers die hun vastgoed- en vastrentende portefeuilles willen diversifiëren. Natalie Howard, Head of Real Estate Debt bij Schrodgers, zet de specifieke kenmerken uiteen tijdens een interview met Financial Investigator.

Door Jan Jaap Omvlee

## Snelle groei real estate debt

‘De snelle groei van real estate debt is het gevolg van het samenkomen van een aantal factoren. Om te beginnen zijn wij van mening dat de vooruitzichten voor vastgoed op de middellange termijn over het algemeen positief zijn. De COVID-19-crisis heeft de markten in goede staat achtergelaten. Vastgoedobligaties kunnen institutionele beleggers een additioneel rendement bieden van 100 tot 150 basispunten ten opzichte van bedrijfsobligaties met een vergelijkbare rating. Dit rendement bestaat voornamelijk uit inkomsten en een illiquiditeitspremie.

Daarnaast zijn de risicokenmerken van real estate debt ten opzichte van bedrijfsobligaties en aandelen erg gunstig. Vastgoedobligaties bieden een bescherming tegen neerwaartse risico's vanwege het feit dat er fysiek vastgoed onder ligt, in combinatie met een aanzienlijke kapitaalbuffer en robuuste leningstructuren. De gevoeligheid voor het renteklimaat wordt ook beperkt door coupons van leningen met een variabele rente, die worden aangepast wanneer de rente verandert. Dit helpt bij het waardebewoud in een fase van stijgende rente of om de duration te beperken. De correlatie met de S&P 500-index is historisch gezien negatief.

## Vastgoedobligatiemarkten drastisch veranderd sinds de financiële crisis

‘Sinds de wereldwijde financiële crisis van 2007-2008 zijn de markten voor vastgoedobligaties, vooral in Europa, drastisch veranderd. Een combinatie van factoren heeft geleid tot een vermindering van het beschikbare bankkapitaal voor kredietnemers, wat op haar beurt een groeiende mogelijkheid biedt voor institutioneel, niet-bancair kapitaal om aan de vraag van kredietnemers te voldoen. Niet-bancair kapitaal vertegenwoordigt nu 6% (ca. € 63,1 miljard) van de Europese vastgoedschuldmarkt, vergeleken met slechts 0,8% (circa € 14 miljard) in 2008. Dit in vergelijking met het Verenigd Koninkrijk, waar niet-bancaire leningen ongeveer 20% bedragen, en de VS-markt, waar dit percentage dichterbij 40% ligt.

COVID-19 en de invoering van Basel IV hebben ertoe geleid dat banken zich verder teruggetrokken hebben, waardoor er een kloof tussen vraag en aanbod is ontstaan die wordt opgevuld door alternatieve kredietverstrekkers. De huidige markt biedt een scala aan beleggingsmogelijkheden in real estate debt

die worden gekenmerkt door een goede relatieve waarde, vooral in vergelijking met bedrijfsobligaties van vergelijkbare kredietkwaliteit.'

### Real estate debt aantrekkelijk voor beleggers

'In vogelvlucht bieden vastgoedobligaties voor beleggers de volgende voordelen:

**Relatieve waarde en toegang tot de illiquideitspremie:** Voor beleggers in onroerend goed is de relatieve waarde ervan aantrekkelijk. Senior vastgoedobligatiebeleggingen hebben in vergelijking met bedrijfsobligaties met een vergelijkbare kredietrating in de afgelopen vijf jaar een hoger rendement laten zien.

**Betere bescherming van de belegger:** De voorwaarden van leningen zijn doorgaans goed uitonderhandeld tussen leningnemer en leninggever. Vastgoedschuld is een private asset class, en terwijl standaarddocumenten de basis vormen, worden de belangrijkste contractuele voorwaarden van elke overeenkomst aangepast om ervoor te zorgen dat de investering de specifieke risico's weergeeft van het onderliggende vastgoed en het bedrijfsplan van de kredietnemer. Een deel van deze onderhandelingen spitst zich toe op het type en het niveau van de financiële convenanten in de leningdocumentatie, die specifiek zijn voor elke lening en de kredietverstrekker beschermen in ongunstige scenario's.

**Duidelijk proces voor de afwikkeling van noodlijdende leningen:** Het feit dat vastgoedleningen doorgaans in handen zijn van één of enkele onderliggende kredietverstrekkers, in vergelijking met meerdere investeerders in een openbare bedrijfsobligatie-emissie, betekent dat kredietverstrekkers rechtstreeks met de kredietnemer kunnen onderhandelen bij een default. Deze sterke onderhandelingspositie kan investeerders in real estate debt meer onderhandelingsmacht geven. De mogelijkheid om proactief mogelijke problemen aan te pakken, leidt doorgaans ook tot een gestroomlijnder afwikkelingsproces bij eventuele noodlijdende leningen.

Bij wanbetaling kunnen kredietverstrekkers zich beroepen op het onderliggende vastgoed en het onderpand beheren en uiteindelijk liquideren om hun lening terug te krijgen. Houders van niet-achtergestelde vastgoedleningen, met eersteklas zekerheden en duidelijke



## CV

### Natalie Howard

Natalie Howard is Head of Real Estate Debt bij Schroders Investment Management. Ze is werkzaam geweest in verschillende segmenten van de kapitaalstructuur van diverse vastgoedcategorieën, zowel aan de verkoopzijde als aan de aankoopzijde. Voordat zij bij Schroders in dienst trad, bekleedde zij leidinggevende posities bij DRC Capital, AgFe, Lehman Brothers, Morgan Stanley, Charterhouse Bank en Paribas.

lijke convenanten, kunnen er doorgaans voor zorgen dat deze executie en liquidatie tijdig plaatsvinden om het verlies te minimaliseren.

**Bescherming tegen verliezen:** Real estate debt wordt gedekt door harde activa en de opbrengst van een belegging in onroerend goed hangt af van de waarde van afgeschermd, fysiek onroerend goed. Dit is anders dan bij beleggingen in bedrijfsobligaties, waar de inning voor obligatiehouders doorgaans meer afhankelijk is van het beheer van een bedrijf als going-concern. Deze zekerheidsstelling kan ertoe bijdragen dat beleggers in vastgoedobligaties zowel kwantitatief als qua timing meer waar voor hun geld terugkrijgen als een belegging niet de verwachte resultaten oplevert. Het is ook belangrijk op te merken dat senior vastgoedleningen een typische LTV (loan to value) hebben van 50-60%, dus meer 'collateralised' zijn door het onderliggende vastgoed. Bij een wanbetaling zorgt dit voor hogere 'recoveries' met minimale verliezen, in vergelijking met een gemiddeld recuperatiepercentage van <40% voor bedrijfsobligaties.

**Stabiele kasstromen:** Real estate debt is een vastrentende belegging die profiteert van een set aan stabiele rente- en aflossingsbetalingen, wat aantrekkelijk is voor verzekeraars die op zoek zijn naar zeer voorspelbare inkomststromen. Leners hebben wel het recht om hun lening vervroegd af te lossen. Daarom worden vaak 'aflossingspenalty's' toegepast om het

risko van vervroegde aflossing te beperken. Deze boetes kunnen variëren van een vast percentage van het geleende bedrag, dat gewoonlijk afneemt naarmate de lening langer uitstaat, tot een volledige 'make whole' of 'spens'-bescherming, waarbij de leningnemer de leninggever moet compenseren voor het mislopen van couponbetalingen die gedurende de looptijd van de lening zouden zijn ontvangen. Het aanbod van 'make whole'-leningen op de markt kan echter beperkt zijn, zodat het een aantal maanden kan duren om een portefeuille van aanzienlijke omvang op te bouwen.

#### Diversificatie van meer liquide beleggingen:

Real estate debt kan diversificatievoordelen bieden wanneer deze wordt toegevoegd aan een portefeuille van meer traditionele beleggingscategorieën. De leningen kunnen ofwel een coupon met vaste rente uitbetalen, ofwel een marge over een variabele referentierente (bijvoorbeeld Euribor of Libor/Sonia). Leningen met variabele rente verminderen de exposure van een schuldportefeuille aan renteschommelingen, aangezien de coupon van de lening aan het begin van elke rente-rekeningsperiode wordt aangepast om rekening te houden met eventuele wijzigingen in de referentierentevoet. Deze diversificatievoordelen kunnen expliciet worden meegenomen in een intern model of in de standaardformule van Solvency II.

#### Verbeterde veerkracht en kapitaalefficiëntie:

De kapitaalbehandeling van beleggingen in real estate debt is gunstig voor beleggers die het onderpand dat de schuld dekt, in hun risicogebaseerde modellen kunnen opnemen.<sup>1</sup>

#### Overwegingen bij de standaardformule

'Aangezien transacties met vastgoedobligaties 'private' zijn, hebben zij geen publieke rating en worden zij daarom oftewel geclassificeerd als 'non-rated', oftewel beoordeeld aan de hand van een goedgekeurde interne rating onder Solvency II. Het gebruik van een interne rating betekent dat de asset behandeld wordt als elke andere obligatie of lening met een rating in het kader van de spreadrisicomodule, terwijl de classificatie als 'non-rated' een 'spread capital charge' oplevert van net onder die van BBB-leningen. De leningen hebben een middellange looptijd, doorgaans vijf jaar, waardoor zij een effectieve 'spread capital charge' van 15% hebben indien zij als 'covered bonds' worden behandeld.

Solvency II staat verzekeraars toe de waarde van door de kredietnemer gestelde zekerheden<sup>1</sup> te erkennen, mits aan bepaalde voorwaarden is voldaan. Deze voorwaarden zijn onder meer:<sup>2</sup>

- De verzekeraar heeft de mogelijkheid om de zekerheid te liquideren of te behouden.
- De zekerheid is van voldoende kwaliteit.
- Er is geen materiële correlatie tussen de waarde van het onderpand en de kredietwaardigheid van de lener.
- Het collateral is niet in de vorm van effecten.

Verzekeraars kunnen hierdoor mogelijk profiteren van een lagere 'spread capital charge' in vergelijking met andere vastrentende beleggingen met een vergelijkbare rating. In dit scenario wordt de niet-achtergestelde schuld in de vorm van vastgoed namelijk behandeld als een 'covered bond', waardoor de 'spread capital charge' lager uitvalt dan bij een ongedekte obligatie zonder rating met een vergelijkbare looptijd.<sup>3</sup>

#### Voorbeeld van een levensverzekeraar

'In 2020 hebben we gewerkt voor een levensverzekeraar in het Verenigd Koninkrijk om de zorgen die daar speelden met betrekking tot de lage yields in de surplusportefeuille weg te nemen. De cliënt wilde graag de beschikbare opties voor rendementsverbetering onderzoeken, zonder dat het kapitaalbeslag veel zou veranderen en zonder dat er een grote markt-to-market volatiliteit zou optreden. Wij hebben vervolgens de surplusportefeuille geoptimaliseerd met behulp van traditionele obligaties en aandelen, in combinatie met alternatieven zoals infrastructure debt en real estate debt. Uit onze analyse bleek dat in dit geval de opname van een positie in real estate debt bijzonder gunstig was, zowel wat betreft de toename van het verwachte rendement als wat betreft de diversificatievoordelen. Tegelijkertijd had de door ons voorgestelde strategie ook een zeer sterke sociale impact.

Tijdens het due diligence-proces hebben wij met de investment, actuariële en risicoteams van de cliënt de economische risico's van de strategie toegelicht, evenals de operationele aspecten van beleggen in een closed-end vehikel. We hebben met de cliënt uiteraard ook de standaardformule voor de behandeling van de belegging besproken, gebaseerd op de geldende regelgeving.' ■

#### Contact

Voor meer informatie over de visie van Schroders op real estate debt, kunt u contact opnemen met:

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

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

Claudia Dawson -  
Client Manager  
claudia.dawson@schroders.com

www.schroders.nl

## IN HET KORT

Real estate debt biedt verzekeraars (en andere institutionele beleggers) verschillende voordelen, waaronder:

- Positieve diversificatie-effecten, stabiele kasstromen en betere yields voor ratings die vergelijkbaar zijn met die van publieke obligaties.
- De mogelijkheid voor beleggers om het risicorendementsprofiel af te stemmen op hun beleggingsdoelstellingen door te lenen met verschillende hefboomen en verschillende typen vastgoed.
- Sterke bescherming van beleggers, doordat de contractuele voorwaarden van elke lening kunnen worden aangepast ter bescherming van het kapitaal van investeerders.

1 Article 176(5) of the Delegated Regulation EU 2015/35.  
2 Article 214 of the Delegated Regulation EU 2015/35.

# Tim Kruis

## Van Invesco Asset Management naar Record Asset Management



### 2008

Educational Program for Senior Executives in the Asset Management Industry, Wharton Business School

### 1996

Business Economics, Erasmus University Rotterdam

### 1971

Geboren in Den Bosch

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

Uitstekend! Het is geweldig om iets te kunnen opbouwen en het gevoel te hebben echt betrokken te zijn en gehoord te worden bij het bepalen van de ondernemingsstrategie en de uitvoering hiervan.

### U begon uw carrière bij Kempen & Co. Wat heeft u daar gedaan? Wat waren (in het kort) uw ervaringen?

Ik werkte bij Kempen & Co als sell-side aandelenanalist van de IT-sector tijdens de aandelen-hausse van eind jaren negentig. Het was een geweldige start, omdat je ontzettend veel leerde van het contact met CEO's en investor relations-afdelingen en tegelijkertijd ontzettend scherp gehouden werd door de salesmensen bij Kempen. Je lette een volgende keer wel goed op als er 10 minuten na de morning meeting een salesman met een rood hoofd naast je bureau stond te briesen vanwege de daling van een aandeel dat jij juist in de meeting had aanbevolen.

### Daarnaast heeft u gewerkt bij onder meer verschillende onderdelen van Robeco, Amundi Asset Management en laatstelijk bij Invesco Asset Management. Kunt u heel kort aangeven welke kennis u daar heeft opgedaan?

Voor Robeco heb ik grotendeels in het buitenland gewoond (in de VS en Zwitserland) en het privilege gehad om wereldwijd met vooraanstaande institutionele beleggers te werken. Ook bij Amundi Asset Management en Invesco Asset Management heb ik met veel plezier met internationale beleggingsteams gewerkt. Ik heb het gevoel dat ik door deze ervaringen heb geleerd heel goed te luisteren en in te schatten wat de behoeften van institutionele beleggers zijn in verschillende markten en onder verschillende omstandigheden.

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

Vorig jaar ben ik met Record Asset Management in contact gekomen via Oldrik Verloop, die ik in Zwitserland heb leren kennen en met wie ik al heel lang met veel plezier van gedachten wissel over ontwikkelingen in de institutionele markt. Oldrik heeft met een aantal andere collega's de afgelopen jaren de basis gelegd voor Record Asset Management en heeft me de kans geboden om de

organisatie samen verder op te bouwen.

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

Waar ik veel aan heb, is de expertise voor wat betreft verantwoord beleggen en de bekendheid met het inschatten en invullen van de behoeften van institutionele beleggers, met name op het gebied van beleggingen in private markets.

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

Absoluut! Het is zeker spannend, maar ik merk gelukkig dat veel mensen die ik de afgelopen jaren heb leren kennen en met wie ik heb samengewerkt ervoor openstaan weer contact te hebben. Dat is erg inspirerend en werkt motiverend.

### Wat verwacht u als Head of Institutional Advisory bij Record Asset Management te kunnen bereiken?

Ik verwacht dat we de komende jaren een relevante rol kunnen spelen in de Europese markt door interessante producten onder de aandacht te brengen, met name op het snijvlak van private markets en impactbeleggen. We merken bijvoorbeeld dat de aandacht voor producten op het gebied van (sustainable) trade finance en voor beleggingen met impact sterk toeneemt, terwijl met name buitenlandse aanbieders van deze producten en Nederlandse instituten elkaar niet altijd weten te vinden.

### Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

Ik zou heel graag de komende jaren een relevante rol willen blijven spelen in de markt en met name (via beleggingen) meer willen bijdragen aan een meer duurzame inrichting van onze economie en samenleving. ■

# Jan Tinbergen

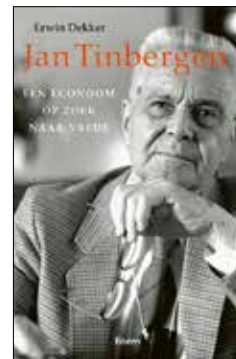
Door *Hans Amesz*

Jan Tinbergen (1903 – 1994) is volgens zijn biograaf Erwin Dekker zonder twijfel Nederlands grootste en bekendste econoom en bovendien een van de tien belangrijkste economen van de twintigste eeuw. Hij ontving in 1969, samen met de Noor Ragnar Frisch, de eerste Nobelprijs voor de Economie, die werd uitgereikt door de Rijksbank van Zweden.

Tinbergen had het eerste macro-economische model van een nationale economie ontwikkeld. Hierin werd de Nederlandse economie beschreven aan de hand van twee dozijn vergelijkingen die waren geschat op basis van historische gegevens. Dit model stelde Tinbergen in staat om verschillende beleidsopties uit de Grote Depressie van de jaren dertig van de vorige eeuw met elkaar te vergelijken.

Volgens Erwin Dekker is Tinbergens voornaamste nalatenschap dat de economische wetenschap werd ingezet voor het maken van beleid. Dat is wat hij hoopte te bereiken met het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS), het door hem opgerichte Centraal Plan Bureau (CPB) en de Sociaal

Economische Raad (SER). Hiermee heeft de economische expert een permanente plek in het moderne staatsbestel verworven. Tinbergen omschreef de westerse cultuur als leeg en sprak over moreel verval. Het was, schrijft Dekker, meer dan conservatisme. Het was ook een terugkeer naar het socialistische idealisme van zijn jeugd. 'Meer positief geformuleerd is er een behoefte aan bewuste elitevorming als element van toekomstige sociale structuur, ook in moreel en cultureel opzicht.' Zo vond hij dat, naar het voorbeeld van de toen bestaande filmkeuring, ook keuringen moesten worden ingevoerd voor andere cultuurvormen, zoals tijdschriften en boeken. Tinbergen vertrouwde op een zogenoemd moreel leiderschap en vond dat er altijd zoveel mogelijk gestreefd moest worden naar een zinvolle dialoog. Dat had volgens Paul van der Steen in Trouw iets wereldvreemds en leidde tot geschipper met het nationaal-socialisme tijdens de Tweede Wereldoorlog en met het communisme tijdens de Koude Oorlog. Vanaf de jaren vijftig was Tinbergen een van de grote pleitbezorgers van ontwikkelingshulp. Met pater Simon Jelsma en dominee Johannes Hugenholtz richtte hij in Nederland de Nederlandse Organisatie voor Internationale Bijstand (NOVIB) op.



**Erwin Dekker**  
Jan Tinbergen  
Boom  
ISBN: 9789024433179

# Welzijnseconomie

Door *Hans Amesz*

De ondertitel van het boek Welzijnseconomie luidt 'Hoe en waarom de economie moet veranderen'. Daarover zijn inmiddels heel wat boeken geschreven. Hoe kan het ook anders in deze tijden van toenemende ongelijkheid, klimaatverandering, migratie en pandemieën, waarin het besef is doorgedrongen dat de huidige economische wetenschap te ver af is komen te staan van de werkelijkheid van alledag en een te smalle visie hanteert?

Of Welzijnseconomie, zoals de flaptekst vermeldt, inderdaad een van de eerste boeken is die een voorstel doet voor een volledige verandering van de economie, is nog maar de vraag. Wel staat vast dat Nicky Pouw, Universitair Hoofddocent Welzijnseconomie aan de Universiteit van Amsterdam, met haar uitwerking van het begrip welzijnseconomie en de daaraan

gekoppelde welzijnseconomie-matrix, een belangrijke aanzet geeft voor een geïntegreerde kijk op de economie en voor het praktisch vertalen van economische prestaties.

De door Pouw ontwikkelde driedimensionale welzijnsindex, waarin indicatoren van materieel, rationeel en subjectief welzijn zijn opgenomen, kan volgens haar beleidsmatig worden ingezet als een 'dashboard' waarop knoppen (indicatoren) afwisselend aan en uit kunnen worden gezet. Op verschillende schaalniveaus zullen in de visie van Pouw verschillende welzijnsprioriteiten bestaan, maar het is belangrijk er geen uit het oog te verliezen. Vandaar het gebruik van een 'dashboard'. Als een dergelijk samengestelde welzijnsindex ontwikkeld kan worden, met inbedding in de welzijnseconomie, kan voortuitgang of achteruitgang gemonitord worden en worden herleid naar inkomsten en bestedingen, gelijkheden en ongelijkheden, en gebruik en waardering van natuur.



**Nicky Pouw**  
Welzijnseconomie  
Amsterdam University Press  
ISBN: 9789463726603



# Collision Course

Door Joost van Mierlo

De arrestatie van Carlos Ghosn, CEO van Renault en Nissan, zorgde eind 2018 voor schokgolven in de auto-industrie. De beschuldigingen van gesjoemel met geld waren ernstig, maar meteen was ook duidelijk dat de rechtspositie van Ghosn niet erg florissant was. In Japan leek een aanklacht hetzelfde te betekenen als een veroordeling.

Ruim een jaar later stond de wereld versteld toen Ghosn erin slaagde te ontsnappen. Zijn vlucht in een kist voor muziekinstrumenten had wel iets Hugo de Groot-achtigs. Van een hervatting van zijn carrière is echter geen sprake. Vanuit Libanon, het land waar hij naartoe is gevlucht en waar hij een groot deel van zijn jeugd doorbracht, is Ghosn bezig met het herstellen van zijn reputatie.

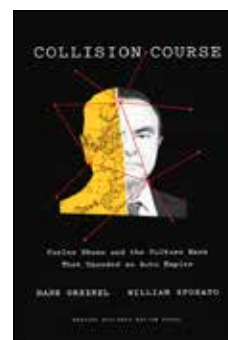
Ghosn werd in de jaren voorafgaand aan zijn arrestatie beschouwd als een visionair bestuurder. Als Braziliaan/Libanees/Fransman slaagde hij erin een bijna failliet Nissan vlot te trekken. Als CEO van zowel Nissan als Renault gaf hij daarna leiding aan een ogenschijnlijk succesvolle alliantie tussen de twee autoconcerns.

Uit het boek van sectorspecialist Hans Greimel en Japan-kenner William Sposato wordt duidelijk dat er sprake was van een aanzienlijke wrijving tussen de twee concerns. Zo zou de vrees dat Renault Nissan tot een fusie zou dwingen, mede ten grondslag hebben gelegen aan de arrestatie.

Hoewel veel van de details van het boek al eerder zijn beschreven, blijft het een fascinerend verhaal. De gecombineerde kennis van de twee auteurs maakt dat zowel de auto-industrie als de wonderlijke rechtscultuur in Japan helder wordt beschreven.

Er is duidelijk sympathie voor Ghosn, zeker bij Greimel, maar ook wordt duidelijk dat de manier waarop Ghosn recht meende te hebben op een florissante beloning, zonder daar al te veel openheid over te geven, op zijn zachtst gezegd twijfelachtig was.

In Libanon, vooralsnog ver verwijderd van het Japanse rechtssysteem, zit Ghosn zich te verbijten. Had hij maar gehoor gegeven aan de oproep uit de Verenigde Staten om leiding te gaan geven aan Ford of General Motors. Dan had hij in alle openheid wellicht nog meer kunnen verdienen.



**Hans Greimel & William Sposato**  
Collision Course  
Harvard  
ISBN: 9781647820473

# Power Play

Door Joost van Mierlo

Tesla-CEO Elon Musk heeft een cruciale bijdrage geleverd aan het succes van Tesla. Zonder zijn energie en strategisch inzicht zou de fabrikant van elektrische auto's nooit zijn uitgegroeid tot het met afstand meest waardevolle autoconcern ter wereld.

Maar Musk is tegelijkertijd ook de grootste bedreiging voor Tesla, zo wordt eens te meer duidelijk in het boek van Wall Street Journal-verslaggever Tim Higgins. Zijn maniakale manier van besturen, inclusief het stelselmatig op staande voet ontslaan van cruciale medewerkers, blijft enorme risico's met zich meedragen.

Higgins stelt met enige nadruk dat het hier gaat om een ongeautoriseerde beschrij-

ving van de geschiedenis van het autoconcern. Dat is volstrekt duidelijk. De tirannieke bestuursstijl van Musk is de rode draad door het boek. Na een paar hoofdstukken ben je als lezer de tel al kwijt van de hoeveelheid directeurs die hij heeft ontslagen. De enige fout die ze maakten, was dat ze iets zeiden dat Musk niet wilde horen. In de meeste gevallen betrof dat een bepaalde doelstelling die niet haalbaar was.

Higgins beschrijft de geschiedenis van Tesla als de 'gok van de eeuw'. Op tal van momenten leek het een kwestie van weken voordat het faillissement zou worden uitgesproken. Maar Tesla overleefde, vooral dankzij de eigenzinnige Musk, die er altijd weer in slaagde om financiering te regelen. De gok heeft gewerkt, stelt Higgins. Maar Higgins voegt er het woordje 'vooralsnog' aan toe. Dit is duidelijk niet de definitieve geschiedenis van het concern.



**Tim Higgins**  
Power Play  
WH Allen  
ISBN: 9780753554371

**Monica Swalef**

is aangesteld als Partner en Head of Pensions Advisory bij KPMG Nederland.

**Folkert Jan van der Veer**

is begonnen als Senior Portfolio Manager Alternative Fixed Income bij Aegon Asset Management.

**Marco Verheijen**

gaat aan de slag als Senior Investment Manager Public Markets bij Athora Netherlands.

**Ruben Smit**

is begonnen als Senior Investment Manager Public Markets Credit bij Athora Netherlands.

**Arthur van Eden**

is benoemd als Associate bij Kempen Capital Management.

**Joos Louwerier**

is halverwege juli begonnen als Regional CEO van Allianz Benelux.

**Leonique van Houwelingen**

is benoemd tot EMEA Head of Strategic Growth and Regional Head of Client Coverage Asset Servicing bij BNY Mellon.

**Pepijn Voorn**

is begonnen als Business Development Manager bij Syntrus Achmea Real Estate & Finance.

**Rogier Westhuis**

is aangesteld als Client Relationship Manager bij T. Rowe Price.

**Jasper Bugter**

is aangesteld als Senior Account Manager bij APG.

**Tim Manuel**

is benoemd als Partner bij Aon.

**Frank Lemkes**

is aangesteld als Lid Commissie Beleggingen en Balansbeheer bij PF UWV.

**Roel Thijssen**

komt het team van Invesco in Nederland versterken als Hoofd Benelux.

**Kevin Bergenhenegouwen**

is benoemd tot General Counsel bij PGB Pensioendiensten.

**Walter Hetterschijt**

is begonnen als Fund Manager bij Organic Development Finance (ODF).

**Henk van Anandel**

heeft zijn eigen bedrijf Coeus Capital opgericht. Hij zal daar de functie van CIO vervullen.

**Joyce van Dorssen**

is toegetreden tot de Raad van Toezicht van Bpf HiBin.

**Myrthe Oosterhout**

is aangesteld als Senior Manager Pension Consulting at PwC.

**Fieke van der Lecq**

is gestart als Voorzitter van de Raad van Toezicht van Bpf. Vlakglas.

**Heiko Hoogendijk**

is begonnen als Voorzitter Sales & Marketing bij Stap Algemeen Pensioenfonds.

**Simona Benvenuti**

is begonnen als Program Manager bij Netherlands Advisory Board on Impact Investing.

**Steven de Vries**

is aangesteld als Head of Wholesale & Retail Distribution EMEA bij Legal & General Investment Management (LGIM).

**Alexander Duckwitz**

is benoemd tot Head of Client Solutions bij IKAV Group.

**Mik Breek**

is toegetreden tot de Raad van Toezicht van Pensioenfondsen UWV.

**Ingmar Schuurmans**

is aangesteld als Fiduciair Manager Verantwoord Beleggen bij APG. Hij komt over van South Pole, waar hij Senior Manager en Consultant Sustainable Finance was. Eerder werkte hij bij VBDO en Triodos Bank.

**Jasper Valstar**

is aangesteld als Senior Portfolio Manager LDI/ Derivatives bij Achmea Investment Management.

**Jos Kleverlaan**

is toegetreden tot het bestuur van Pensioenfondsen DNB.

**Erik van Houwelingen**

is toegetreden tot het bestuur van DUFAS.

**Jurre Halsema**

is benoemd tot Portfolio Manager Green Bonds bij NN Investment Partners.

**Joost Berkers**

is aangesteld als Head of Finance and Risk Network bij NN Investment Partners.

**Bas Knobbout**

is aangesteld als Senior Investment Analyst bij Athora.

**Nicole Grootveld-Sandig**

is benoemd tot Chief Technology Officer bij Aegon AM.

**Henk Radder**

treedt als niet-uitvoerend Bestuurslid toe tot het bestuur van SBZ Pensioen.

**Suzanne Rosman-Wiarda**

is bij Privium Fund Management gestart als Business Development Manager.

**Tony Tiller**

is benoemd tot Managing Director/Commercieel Directeur bij Ostrica Vermogensbeheer.

**Leni Boeren**

is genomineerd als lid van de Raad van Toezicht van NIBC Holding N.V. en NIBC Bank N.V.

**Onno de Baan**

is benoemd tot Head of Business Development bij Blue Sky Group.

**Wim Koeleman**

is bij APG begonnen als Managing Director Nieuw Pensioenstelsel.

Check onze website voor meer informatie over deze moves via onderstaande QR-code.



# FINANCIAL INVESTIGATOR

## UITNODIGING

Educatieve bijeenkomst  
Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars

Maandagmiddag 27 september 2021 van 13.00 tot 16.45 uur

a.s.r. vermogensbeheer, Utrecht

Hoe ga je als verzekeraar om met het spanningsveld tussen rendement en balansvolatiliteit? Waar valt nog rendement te halen?

Wat is de impact van de SFDR? Hoe ga je om met klimaatrisico's? En wat is de langetermijn-impact van de coronapandemie?

Op **maandagmiddag 27 september** zullen diverse experts van **13.00-16.45 uur** ingaan op het thema **Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars** ten kantore van **a.s.r. vermogensbeheer in Utrecht**. De middag wordt voorgezeten door **Pim Poppe**, Lead Consultant bij Probability & Partners.

Verschillende experts zullen hun visie met u delen, waaronder:

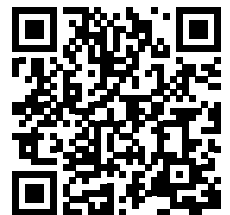
- **Omar Benckroune**, Executive Director, European Insurance Strategy Team, Goldman Sachs Asset Management
- **Colin Greene**, Head of Private Debt Team, UBP
- **Natalie Howard**, Head of Real Estate Debt, Schrodgers Investment Management
- **Jack Julicher**, CIO, a.s.r. Nederland, CEO, a.s.r. vermogensbeheer
- **Neal Hegeman**, Hoofd Beleggingsstrategie & Research, a.s.r. vermogensbeheer
- **Maurice Kraaijenbrink**, Head of Portfolio Design in Solutions & Client Advisory - Multi Asset, Quantitative & Solutions, BNP Paribas Asset Management
- **Raymond de Kuiper**, Consultant Munich Re Markets, Epidemic Risk Solutions, Munich Re
- **Gerard Moerman**, Chief Investment Solutions Officer, Aegon Asset Management
- **Hadrien Sag**, Insurance Specialist EMEA, Allianz Global Investors
- **Qian Zhang**, Senior Client Portfolio Manager, Fixed Income Emerging Market Corporate and Greater China Debt, Pictet Asset Management

### Registratie

Deelname aan het seminar is gratis en staat open voor professionals die werkzaam zijn bij een verzekeraar en te maken hebben met Vermogensbeheer, Balansmanagement, Risk Management, Finance, ALM en verslaglegging.

Wij zien ernaar uit u te mogen verwelkomen op onze educatieve bijeenkomst!

Kijk voor meer informatie op: [www.financialinvestigator.nl/seminar-27-september](http://www.financialinvestigator.nl/seminar-27-september)



### In samenwerking met:





# KIES VOOR CASHFLOW DRIVEN INVESTING

De huidige marktomgeving, met haar lage rentestand, is uitdagend voor Nederlandse *defined benefit* pensioenfondsen. Daarnaast zullen pensioenfondsen zich moeten gaan voorbereiden op de transitie naar een nieuw pensioenstelsel. Hoe de uitwerking van het nieuwe stelsel ook uitpakt, een aantrekkelijk rendement in combinatie met een stabiele ontwikkeling van vermogen is en blijft een belangrijke drijfveer binnen de portefeuille, zowel binnen het oude als het nieuwe stelsel. **Cashflow Driven Investing** (CDI) kan daarbij een belangrijke bouwsteen van de portefeuille zijn.

Met een CDI-aanpak is er een match met de kasstromen van de verplichtingen en kan er tegelijkertijd een hoger voor risico-gewogen rendement worden gegenereerd door bijvoorbeeld te beleggen in minder liquide beleggingen zoals infrastructuur- en vastgoedleningen.

Andere voordelen van een **CDI-aanpak**:

- Extra rendement boven dat op staatsobligaties, swaps, cash en investment-grade leningen
- Cashflows gedekt door hoogwaardig onderpand; gekoppeld aan inflatie
- Langetermijncashflows: vaste inkomstenstromen
- Beperkte marktexposure, met andere woorden, diversificatievoordelen.

Duurzaamheid en ESG (beleggen op basis van aan environmental (milieu), social (maatschappij) en governance (degelijk bestuur)) passen goed binnen het CDI concept, maken onderdeel uit van het gehele beleggingsproces en kunnen op projectniveau goed worden ingevuld.

**Meer weten over Cashflow Driven Investing met BNP Paribas Asset Management?**  
[www.bnpparibas-am.nl](http://www.bnpparibas-am.nl)

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France, Netherlands Branch (adres: Postbus 71770, 1008 DG Amsterdam) ("BNPP AM NED"), is een (vermogens)beheerder geautoriseerd door de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") om de activiteiten van de beheerder in Nederland uit te voeren, onder de naar Nederland gepaspoorte vergunning verstrekt door L'Autorité des marchés financiers ("AMF") aan BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France, geregistreerd bij de AFM. Voordat u investeert in enig financieel instrument dient u het prospectus alsmede de Essentiële Beleggersinformatie (EBI) met informatie over het product, de kosten en de risico's te lezen. Het prospectus, de EBI alsmede overige informatie zijn verkrijgbaar op de website: [www.bnpparibas-am.nl](http://www.bnpparibas-am.nl). De in deze advertentie opgenomen opinies zijn het oordeel van BNPP AM NED op een specifiek moment en kunnen worden gewijzigd zonder voorafgaand bericht. BNPP AM NED is niet verplicht de hierin opgenomen informatie en opinies te actualiseren of te wijzigen.



**BNP PARIBAS**  
**ASSET MANAGEMENT**

**De duurzame belegger  
voor een wereld  
in verandering**