

FINANCIAL INVESTIGATOR

BELEGGEN MET BETEKENIS ZIT IN ONS DNA

ARTHUR VAN DER WAL,
SYNTRUS ACHMEA
REAL ESTATE & FINANCE

Duurzaamheid belangrijker dan gedacht
Dr. David Stillwell, Universiteit van Cambridge

Ronde Tafel
Sustainable Investing in Real Assets

Verslag seminar
Balansmanagement en Vermogens-
beheer voor Verzekeraars



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

Een heldere blik op vastgoedbeleggingen

Door onze aanwezigheid in lokale markten kunnen wij de beleggingskansen binnen direct en indirect vastgoed optimaal benutten. Wij zijn ervan overtuigd dat deze brede beleggingscategorie aan verschillende behoeften kan voldoen waaronder verbeterde portefeuillediversificatie en sterke voor risico gecorrigeerde rendementen op de lange termijn. Als toonaangevende vastgoedbelegger bieden wij een zeer breed aanbod aan verantwoorde en impactvolle vastgoedoplossingen in lokale markten wereldwijd.

aberdeenstandard.nl/connections

Aberdeen Standard
Investments

Beleggen brengt risico's met zich mee. De waarde van beleggingen en het inkomen daaruit kan zowel dalen als stijgen. Het is mogelijk dat u minder terugkrijgt dan het oorspronkelijk belegde bedrag.

Aberdeen Standard Investments Ireland Limited, Netherlands Branch, Zuidplein 166 H Toren, 20e verdieping, 1077XV Amsterdam, toegelaten door de Autoriteit Financiële Markten.

HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

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

RAAD VAN ADVIES

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

REDACTIERAAD

Michiel Cleij
 Ronald Florisson
 Derya Gunaydin

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Jorrit Arissen, Henk Bets, Frank van Blokland, Ronald van den Brink, Jaap van der Bijl, Vincent Cassagne, Han Dieperink, Monique Donders, Alexander Duckwitz, Charles Dupont, Maarten Edixhoven, Martin Ewald, Richard Glenn, Dan Grandage, Chris Figeo, Paul Hailey, Sarah Hammond, Raymond Jacobs, Thijs Jochems, Andy Langenkamp, Mark Lewis, Michael Lewis, San Lie, Casper Lötgerink, Barbara Maltha-Koppelman, Gerard Moerman, Leon Nauta, Daan Nijssen, Marc Pamin, Heneg Parthenay, Pim Poppe, Jeroen van der Put, Pim Rank, Iain Richards, Gerard Riemen, Edith Siermann, Matthew Smith, Daan Spaargaren, David Stillwell, Niek Swagers, Wietse de Vries, Sinisa Vucik, Arthur van der Wal.

FOTOGRAFIE

Ruben Eshuis Photography
 Kees Rijken Fotografie
 Cor Salverius Fotografie

OPMAAK

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

DRUK EN DISTRIBUTIE

Scope Business Media in samenwerking met PreVision

ADVERTENTIES

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

UITGEVER

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

ABONNEMENTEN

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

DISCLAIMER

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



Foto: Ruben Eshuis Fotografie

Jolanda de Groot / Hoofdredacteur

Klimaatverandering en de daarmee samenhangende natuurrampen gaan een steeds belangrijker rol spelen in de wereldeconomie. Klimaatrisico's zijn volgens CEO's ook de grootste bedrijfsrisico's, zo blijkt uit een recente analyse van het World Economic Forum.

In deze uitgave besteden we veel aandacht aan het onderwerp duurzaam beleggen in het algemeen en aan klimaatverandering en energietransitie in het bijzonder. Tijdens de ronde tafel boog een groep experts zich over het onderwerp duurzaam beleggen in real assets. En wat blijkt? Impact Investing is ESG-beleid op zijn best. Geen vinkjes zetten maar concrete meetbare resultaten behalen. Maar ESG-beleid is meer dan alleen impact investing.

Ook Arthur van der Wal, Directievoorzitter van Syntrus Achmea Real Estate & Finance, kiest voor duurzame investeringen die zowel maatschappelijk als financieel rendement meebrengen. Zo wordt door te beleggen in zorgvastgoed samen met zorgverzekeraar Zilveren Kruis eenzaamheid onder ouderen aangepakt. Er komen ruimtes voor recreatie waarbij ouderen gestimuleerd worden om met elkaar in contact te komen.

Uiteraard treft u in dit nummer van Financial Investigator nog veel meer interessante en lezenswaardige artikelen, interviews, columns en vaste rubrieken aan over diverse relevante onderwerpen.

Ik wens u een fijne herfst toe met veel leesplezier!

ESG Factor Investing: Mythe of Realiteit?

Educatieve bijeenkomst voor pensioenfondsbestuurders en bestuursbureaus

11 november 2019: 12.00-17.00 uur

Planetary Meeting Center, Amsterdam

Onderwerpen die tijdens deze bijeenkomst behandeld zullen worden, zijn:

- Hoe verhoudt ESG zich tot factorbeleggen?
- Bestaat er zoiets als een ESG-factor?
- Wat heeft 7 jaar factorbeleggen ons gebracht?
- Welke stijlfactoren zijn van belang bij ESG?
- Hoe combineer je stijlfactoren en ESG en welke voordelen/nadelen heeft dit?
- Welke benchmark kan je gebruiken bij de integratie van stijlfactoren en factorbeleggen?
- Hoe implementeer je factorbeleggen bij de verschillende beleggingscategorieën?

Sprekers zijn Marlies van Boven (PhD, Managing Director Research & Analytics, FTSE Russell), Paul van Gent (CIO, Corestone Investment Managers), Mark Fitzgerald (Head of ETF Product Management in Europe, Vanguard), Patrick Groenendijk, PhD (Head of Fiduciary Advice, PGGM), Joe Hamner (Director of Quantitative Research for Fixed Income, Fidelity), Wilco van Heteren (Team Lead ESG Analytics, Sustainability), Jason Hsu, PhD (Chairman en CIO, Rayliant Global Advisors), Thomas Kieselstein (CFO CIO, Managing Partner, Quoniam Asset Management), Philip Menco (Principal, Fortunis), Diana Olteanu-Veerman (Quantitative Equity Senior Strategist, Northern Trust), David Schofield (President, Intech International Division), Jason Williams (Portfolio Manager/Analyst, Lazard) en Gerben de Zwart, PhD (Managing Director, Quantitative Strategies, APG). Dagvoorzitter is Roland van den Brink (Oprichter, TrigNum)

Kijk voor meer informatie en registratie op: www.financialinvestigator.nl



“ Snelle ontwikkelingen vragen een andere aanpak, van lineariteit vroeger naar adaptiviteit in de toekomst ”

Marleen Bosma, Head of Research & Strategic Advisory, Bouwinvest

In de wereld verandert momenteel veel onder invloed van globalisatie, urbanisatie, technologische ontwikkelingen en verduurzaming. Dat vereist een adaptieve ‘outside-in benadering’, waarbij allerlei maatschappelijke trends in het beleggingsproces worden geïntegreerd. Het researchteam van Bouwinvest analyseert lokale en wereldwijde ontwikkelingen en maakt continu prognoses en scenario-analyses. Recent publiceerde Bouwinvest de ‘Outlook 2020-2022’ over de ontwikkelingen op de Nederlandse vastgoedmarkt. Lees meer op onze website via [bouwinvest.nl/outlook](https://www.bouwinvest.nl/outlook)

This advertisement does not constitute a sale, an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any interests in the fund. The shares in the funds will not, directly or indirectly, be offered or acquired in the Netherlands, unless to or by individuals or legal entities that are ‘qualified investors’ within the meaning of Section 11 of the Dutch Financial Supervision Act (Wet op het financieel toezicht, “FSA”), Bouwinvest has a license within the meaning of Article 2:65 FSA and is supervised by the Authority Financial Markets and the Dutch Central Bank.

Coververhaal

- 12 'Beleggen met betekenis zit in ons DNA',**
Interview met Arthur van der Wal, Syntrus Achmea
Real Estate & Finance

Thema Sustainable Investing in Real Assets

- 20 Ronde Tafel Sustainable Investing in Real Assets**

Thema Climate Change & Energy Transition

- 36 De institutionele belegger kan het kapitalisme redden,** Daan Spaargaren
- 46 Climate catastrophe is inevitable without private investors,** responsAbility Investments
- 52 Factor investing and SDG performance; how is their compatibility?,** Leon Nauta
- 60 De kunst van het verantwoord beleggen,** NN Investment Partners

Wetenschap en praktijk

- 8 Duurzaamheid belangrijker dan gedacht,** Interview met David Stillwell, Universiteit van Cambridge
- 16 Willen weten wat er in de wereld gebeurt,** Interview met Gerard Riemen, Pensioenfederatie
- 68 Verslag Seminar Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars**
- 70 Ruimte voor illiquide beleggingen op de balans van verzekeraars,** Aegon Asset Management
- 72 Scenario-denken: een vak apart?,** TrigNum
- 74 Nieuwe parameters vragen om nieuw beleid,** Actuarieel Adviesbureau Confident

Gesponsord

- 32 Duurzaam beleggen in Real Assets,** Interview met Monique Donders, BlackRock
- 40 Onze benadering van verantwoord beleggen onderscheidt zich dankzij onze onderzoeksvaardigheden,** Interview met Iain Richards, Columbia Threadneedle Investments
- 48 De impact van klimaatscenario's voor pensioenfondsbestuurders,** Aegon Asset Management en TKP Investments
- 54 Renewable energy is coming to the oil and gas industry as a serious competitor,** Interview met Mark Lewis, BNP Paribas Asset Management



*Beleggen met betekenis
zit in ons DNA*
12



*Duurzaamheid belangrijker
dan gedacht*
8



Impact investing is een instrument voor ESG-beleid

20



ESG inmiddels onmisbaar voor goede risico-rendements-verhouding

68

RONDE TAFELS 2019

→ RONDE TAFEL FIXED INCOME: 5 NOVEMBER

SEMINARS 2019

→ ESG FACTOR INVESTING: MYTHE OF REALITEIT? 11 NOVEMBER

- 58 **'Winning cities' hebben significante groeimogelijkheden voor vastgoedbeleggers in woningen**, Interview met Marc Pamin, Aberdeen Standard Investments
- 62 **Cambodja en financiële inclusie: investeringswaardig?**, ACTIAM
- 64 **'Alle bedrijven staan bloot aan risico's van klimaatverandering'**, Interview met Michael Lewis, DWS

Columns

- 30 **IVBN: Politici: focus op stimulering woningmarkt, niet op regulering**
- 39 **Jeroen van der Put: De beleggingsmotor laat zich niet temmen**
- 43 **CFA Society VBA Netherlands: GIPS Standaard nu ook voor alternatieve beleggers en pensioenfondsen**
- 44 **Han Dieperink: Fiscale onbalans tussen sparen en beleggen**
- 51 **Pim Rank: Wet centraal aandeelhoudersregister: uitstel mag geen afstel worden!**
- 67 **Thijs Jochems: Toezichtkader pensioenfondsen: wat is er 'mis' mee? (1)**
- 78 **Andy Langenkamp: Van Fire & Fury naar Mr Nice Guy**

Rubrieken

- 76 Boeken
- 79 On the move special: **San Lie**
- 80 On the move kort

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



ACTIVE THINKING

DIVERSE PERSPECTIVES SHAPE ORIGINAL THINKING

DNCA¹
INVESTMENTS

H2O
Asset Management

HARRIS ASSOCIATES

LS LOOMIS | SAYLES[®]

mirova
Investing in sustainability

Ostrum[†]
ASSET MANAGEMENT

SEEBOND

VAUGHAN
NELSON INVESTMENT
MANAGEMENT

At Natixis Investment Managers, we practice Active Thinking[®]. That means we draw on the diverse expertise of our affiliate investment managers to challenge conventional wisdom and develop unique perspectives.

For a full view of our investment managers and their strategies, visit: im.natixis.com

 **NATIXIS**
INVESTMENT MANAGERS

1. A brand of DNCA Finance. • Copyright © 2019 Natixis Investment Managers S.A. - All Rights Reserved.

FOR PROFESSIONAL CLIENTS ONLY. All investing involves risk, including the risk of capital loss.

The above referenced entities are affiliates of Natixis Investment Managers, the holding company of a diverse line-up of specialized investment management and distribution entities worldwide. Their services and the products they manage are not available to all investors in all jurisdictions. Provided by Natixis Investment Managers, Netherlands (Registration number 50774670). Registered office: Stadsplateau 7, 3521AZ Utrecht, the Netherlands. • ADINT141-0819

UBS AM: Nieuws is goede indicator voor beursprestaties

Beleggers kunnen wel degelijk baat hebben bij het analyseren van het heersende sentiment in de media. Ten minste, als ze dat doen op basis van kwantitatieve data-analyse, zeggen de experts van UBS Asset Management in hun laatste paper 'Changes and Challenges – Investing based on big data analytics'.

Over het algemeen houden beleggers rekening met macro-economische indicatoren en winstcijfers, naast meer traditionele factoren als waarde, groei of momentum. Uit onderzoek blijkt echter dat nieuwssentiment wel degelijk een goede indicator voor beursprestaties kan zijn.

Een van de eerste onderzoeken op dit gebied volgde een column in de Wall Street Journal over een langere periode. Daaruit bleek al dat aan de hand van de hoeveelheid negatief woordgebruik kon worden voorspeld of de beurzen in het rood zouden gaan of niet.

Big data-analyse die gebruik maakt van nieuwe technieken als machine learning en artificiële intelligentie wordt al langer ingezet door beleggers, bijvoorbeeld om in te schatten hoe vaak bepaalde winkelcentra worden bezocht aan de hand van satellietbeelden van parkeergelegenheden.

Deze technieken hebben volgens de experts van UBS ook het onderzoek naar nieuwssentiment verder verbeterd. Hierdoor is het nu mogelijk om langere cycli in het nieuwssentiment te identificeren en die informatie kunnen professionele beleggers goed inzetten bij hun tactische asset allocatie, zeggen de experts.

Wie dus in staat is tot een degelijke analyse van het nieuws, kan daar competitief voordeel uit halen, zonder uiteraard de traditionele indicatoren uit het oog te verliezen. En de tweets van de Amerikaanse president Donald Trump buiten beschouwing gelaten.



Sinds 1998 werkt ze in de pensioensector. Tot 2005 voor Achmea Pensioenen, in Apeldoorn (CB) en Amsterdam (PVF), op diverse pensioenafdelingen voor zowel de verzekeraar CB (embedded value rapportages, herverzekering) als voor de pensioenfond-administrateur PVF als intern actuaaris bij pensioenfondsen. In 2005 stapte ze over naar Mercer Nederland, waar ze pensioenfondsen, werkgevers en cao-partijen ging adviseren en zich toelagde op projectmanagement bij de liquidatie van pensioenfondsen, implementatie van overgangsregelingen en bestuursondersteuning. De laatste jaren bij Mercer was ze deeltijd manager van een bestuursbureau van een pensioenfonds. Sinds najaar 2018 is ze bestuurssecretaris bij Stichting Pensioenfonds Transport (PST). Daarbij laat ze het niet. Caroline is ook actief in het Koninklijk Actuarieel Genootschap als voorzitter van de Kring Internationaal en bestuurslid KAA. Tweemaal per jaar organiseert ze daar een kennisbijeenkomst met netwerkborrel. Daarnaast is Caroline lid van de Kring van Pensioenspecialisten en actief in enkele commissies.

De agenda van Caroline Tuin

ZAKELIJKE PRIORITEITEN

- Vergaderingen van bestuur en commissies van PST voorbereiden samen met de directeur van PST;
- Het communicatiebeleid van PST. Deelnemerscommunicatie spitsen we specifiek op de doelgroep toe;
- Verdere verdieping in governance. Samen met het bestuur en de compliance-functie zorgen dat we voldoen aan de veranderende wet- en regelgeving;
- Ondersteuning van de sleutelfunctiehouder Actuariële Commissie;
- Twee keer per jaar de kringbijeenkomsten inclusief sprekers voorbereiden voor het Koninklijk Actuarieel Genootschap.

PRIORITEITEN PRIVÉ

- Lezen. Dan Brown en Umberto Eco zijn mijn favoriete schrijvers;
- Musea en TEFAP bezoeken;
- Tuinieren;
- Borduren: ik heb voor al mijn nichten en neven een geboortemerklap gemaakt.

Onderzoek Myrna Hennequin: Renteverhoging kan risico op zeepbellen beperken

Een renteverhoging, gecombineerd met transparantie over het rentebeleid, zou een remmend effect kunnen hebben op verwachtingen die bubbels op de financiële markten veroorzaken. Dat blijkt uit experimenten van de onlangs gepromoveerde gedragseconoom Myrna Hennequin (Amsterdam School of Economics, sectie Quantitative Economics). Volgens Hennequin is het belangrijk dat er wordt nagedacht over beleid waarmee zeepbellen kunnen worden beperkt. 'We wilden kijken of monetair beleid mogelijk zou kunnen werken, en dat lijkt het geval.' Met behulp van experimenten zijn verschillende scenario's onderzocht. Zeepbellen veroorzaakt door trendvolgende verwachtingen kunnen mogelijk door een sterke rentestijging worden doorgeprikt. Duidelijke uitleg van het beleid is hierbij cruciaal. 'De onderzoeksresultaten wijzen erop dat verwachtingen enigszins gemanaged kunnen worden, maar er is veel extra onderzoek nodig,' aldus Hennequin.

Zij verwacht niet dat de centrale banken hun beleid, dat met name gericht is op een inflatiedoelstelling, zullen omgooien naar aanleiding van haar onderzoeksresultaten, maar ze ziet wel degelijk maatschappelijke relevantie. Er is nog veel onduidelijk over bubbelvorming op de financiële markten, zowel wat betreft het ontstaan van bubbels als het verminderen daarvan. Maar het is wel duidelijk dat niemand een herhaling wil van bijvoorbeeld de huizenmarkt-bubbel en de daarop volgende financiële crisis. Hennequin heeft er vertrouwen in dat er vervolgonderzoek komt.

M&G Real Estate: Vastgoed in 2050 klimaatneutraal

M&G Real Estate zal in 2050 een volledig klimaatneutrale vastgoedportefeuille hebben. Hiermee zet de vastgoedtak van vermogensbeheerder M&G zich in in de strijd tegen klimaatverandering. In de plannen, bekendgemaakt door het Better Buildings Partnership (BBP), wordt onderstreept dat gebouwen binnen dertig jaar klimaatneutraal moeten zijn. M&G Real Estate belooft samen met 22 andere vastgoedbezitters dat ze aan het eind van 2020 bekendmaken hoe ze dit doel behalen.

De doelstelling geldt voor zowel de operationele als de opgenomen CO₂ en omvat ook de impact van het energieverbruik van de gebruikers van de panden. M&G Real Estate zal jaarlijks rapporteren over de voortgang en geeft openheid van zaken met betrekking tot de energieprestaties van de portefeuilles – dit ook om transparantie binnen de vastgoedsector te vergroten.

Bpf. VLEP: BMO GAM geselecteerd als fiduciair partner

BMO Global Asset Management is door de Stichting Bedrijfstakpensioenfondsen voor Vlees, Vleeswaren, Gemaksvoeding en Pluimveevlees (VLEP) geselecteerd voor het fiduciaire beheer van de totale portefeuille van het pensioenfonds (ca. 3,1 miljard euro), inclusief het beheer van de LDI-portefeuille.

Bedrijfstakpensioenfonds VLEP zocht naar een adviseur die het volledige fiduciair beheer voor zijn rekening kan nemen. De dienstverlening die BMO GAM gaat leveren, omvat maatwerk op het gebied van strategische advisering, managersselectie, vermogensbeheer en balans- en risicomangement (inclusief LDI). Bovendien zal BMO GAM bijdragen aan de verdere ontwikkeling van het MVB-beleid van VLEP.

ADVERTENTIE

Mens & Kennis

EFFECTIEF IN DE BOARDROOM

- *U wilt communiceren met impact?*
- *Anderen beter mee krijgen in uw oordeelsvorming?*
- *Uw kennis gemakkelijker voor het voetlicht krijgen?*
- *Constructief feedback leren geven?*

Meld u dan nu aan voor het programma 'Effectief in de Boardroom'.

Meer informatie op onze website www.mnks.nl (onder Dienstverlening).

De partners van Mens&Kennis verzorgen het programma samen met drie gerenommeerde externe docenten.

Het programma is speciaal ontwikkeld voor mensen die actief zijn in de boardroom van pensioenfondsen, zoals bestuurders, toezichthouders en medebeleidsbepalers.

Duurzaamheid belangrijker dan gedacht

DOOR JOOST VAN MIERLO

Beleggers vinden duurzame beleggingen veel belangrijker dan werd verondersteld. Ze zijn bereid een aanzienlijk rendement op te offeren als de beleggingen het milieu verbeteren of bijdragen aan betere sociale omstandigheden. Verder onderzoek is noodzakelijk.

Dit blijkt uit wetenschappelijk onderzoek dat is uitgevoerd door de Universiteit van Cambridge. Na tweeënhalf jaar studie is het verslag op 30 oktober gepubliceerd. De conclusies zijn verrassend. De meeste fondsbeheerders gingen ervan uit dat beleggers duurzame fondsen links zouden laten liggen als het rendement meer dan een half procent lager zou zijn dan bij reguliere fondsen. Dat blijkt niet het geval. Pas bij een rendement dat 2 tot 3% lager ligt, verdwijnt de interesse.

Onderzoeker David Stillwell is wetenschappelijk Directeur van het Psychometrics Centre van de Universiteit van Cambridge. Hij bestudeert het gedrag van mensen op basis van Big Data Analyses en heeft de afgelopen jaren een reputatie opgebouwd op dit terrein.

Dat heeft allemaal niets te maken met het onderzoek waar hij zich de afgelopen tweeënhalf jaar mee heeft beziggehouden. Het University of Cambridge Institute of Sustainable Leadership (CISL) helpt organisaties en met name het management van deze instellingen en bedrijven bij het vinden van oplossingen rond duurzaamheidsprogramma's. Het heeft ook toegang tot een wereldwijd netwerk van vermogensbeheerders.

Het CISL gaf opdracht om het gedrag van mogelijke beleggers te onderzoeken. Stillwell en enkele van zijn collega's van het Psychometrics Centre gingen de uitdaging aan. Het was met name de bedoeling om te kijken in hoeverre ze bereid waren rendement op te offeren voor duurzamere beleggingen.

Dat bleek het geval. In totaal werden tweeduizend Amerikanen gevonden die genoeg gespaard hadden om te kunnen beleggen. Op basis van hun beslissingen was het

mogelijk om statistisch relevante informatie te verzamelen over de voorkeuren van mannen en vrouwen, jongere en oudere beleggers, beleggers met meer of minder ervaring en beleggers met diverse sociale achtergronden. Er waren wel verschillen, jongeren zijn wat duurzamer georiënteerd dan ouderen, maar over het algemeen bleek dat beleggers duurzaam beleggen veel belangrijker vinden dan werd verondersteld.

Dat klinkt natuurlijk aardig, maar proberen mensen zich niet beter voor te doen dan ze werkelijk zijn?

Dat klopt. Dat is een van de valkuilen bij dit soort onderzoek, maar daar zijn we ons van bewust. Er was redelijk wat onderzoek naar beleggersgedrag beschikbaar, maar daarbij ging het vooral over het invullen van vragenlijsten waarbij kon worden aangegeven of duurzaamheid belangrijk werd gevonden of niet.

Wij zijn anders te werk gegaan. We hebben mensen met een belegbaar inkomen, we noemen ze 'spaarders', gevraagd om drie keuzes te maken, waarbij ze iedere keer tussen twee fondsen moesten kiezen. In het eerste geval ging het om een keuze tussen twee bestaande fondsen. In de andere twee gevallen manipuleerden we de gegevens van fondsen wat betreft rendement en het duurzame karakter van de beleggingen.

Hoe wisten jullie dat deelnemers de keuze naar eer en geweten zouden maken?

We weten waar we mee bezig zijn. Niet alleen psychologen beseffen dat mensen zichzelf vaak maar wat wijsmaken om een beslissing achteraf te legitimeren, dat geldt overigens ook voor steeds meer economen. Het was dan ook geen belangeloze vragenlijst die werd ingevuld.

De deelnemers wisten dat er gekozen kon worden tussen zowel 'echte' fondsen als fondsen waarvan de gegevens waren gemanipuleerd. Ze werden gestimuleerd om 'echte'

Duurzaamheid is belangrijker dan eerder werd verondersteld.

De meeste vermogensbeheerders denken dat beleggers bereid zijn om tot ongeveer een half procent aan rendement in te leveren voor een meer duurzame portefeuille.

keuzes te maken, doordat hen duidelijk werd gemaakt dat vijf van de deelnemers 1.000 dollar zouden krijgen om te beleggen in het fonds van hun keuze. De winnaars werden willekeurig bepaald.

Wat was de conclusie?

We hadden vermogensbeheerders van tevoren gevraagd naar hun mening over het beleggersgedrag. Daar kwam uit dat de meesten van hen dachten dat beleggers bereid waren om tot ongeveer een half procent aan rendement in te leveren voor een meer duurzame portefeuille. Het onderzoek maakte echter duidelijk dat beleggers duurzaamheid veel belangrijker vonden dan eerder werd gedacht. Ze waren bereid om tussen de 2 à 3% aan rendement in te leveren, als dit gepaard zou gaan met meer duurzame beleggingen. We hebben daarbij zowel gekeken naar beleggingen die met het klimaat te maken hadden, als naar beleggingen die bedoeld waren om arbeidsomstandigheden of andere sociale omstandigheden te verbeteren. Daar was weinig verschil tussen. In beide gevallen lag het omslagpunt bij een rendement van rond de 2 à 3%.

Waarom redeneren mensen zo? Snappen ze niet dat 3% rendementsverschil op den duur een levensgroot verschil maakt?

Dat is een legitieme vraag. In dit onderzoek hebben we puur gekeken naar het acceptabele rendementsverschil, maar de resultaten hebben ook bij onszelf nieuwe vragen opgeroepen. Op basis van de huidige gegevens kunnen we niet zeggen waarom beleggers bereid zijn een onverwacht hoog rendement op te geven voor meer duurzaamheid. Het kan ermee te maken hebben dat het door ons veronderstelde rendement tussen de 3 en 9% lag. Het bleef dus altijd positief. Het is logisch om te veronderstellen dat beleggers huiveriger worden als een negatief rendement wordt geriskeerd.

In het onderzoek werd wel nagegaan of beleggers in staat waren om 'verstandige' beslissingen te nemen. Zo werd gepeild of beleggers begrepen wat het rendement van een bepaald fonds was en of ze voor het fonds met een hoger rendement kozen als er verder weinig verschillen waren tussen twee fondsen. Meer dan 85% van de deelnemers was in staat om die beslissingen te nemen, een voor onderzoek bevredigend aantal dat aantoont dat een duidelijke meerderheid van de ondervraagden goed wist waar ze mee bezig was.



Foto: Archief David Stillwell

CV

David Stillwell studeerde psychologie aan de Universiteit van Nottingham. Hij promoveerde in 2011 op een proefschrift over de manier waarop huidig gedrag toekomstige beslissingen beïnvloedt. Sinds 2012 werkt Stillwell aan het Psychometrics Centre van de Universiteit van Cambridge, sinds begin dit jaar als wetenschappelijk Directeur. Zijn studie naar de activiteiten van Facebook-gebruikers werd in 2013 uitgeroepen tot een van de tien meest spraakmakende wetenschappelijke onderzoeken van het jaar. In 2014 werd hij door Pacific Standard opgenomen in een lijst van de dertig meest belangrijke wetenschappers van onder de dertig jaar. Naast zijn activiteiten bij het Psychometrics Centre doceert Stillwell sinds 2015 Big Data Analytics en Quantitative Social Science aan de Judge Business School van de Universiteit van Cambridge.

Waar zaten de verschillen? Waren jongeren veel duurzamer en ervaren beleggers behoedzamer?

Dat eerste klopt. Jongere spaarders waren bereid om meer rendement in te leveren dan oudere. Maar ook de oudste groep spaarders was veel 'duurzamer' dan werd verondersteld door de vermogensbeheerders die we hadden benaderd. Ook bij hen werd de omslag richting minder duurzame beleggingen pas bereikt als het rendement meer dan 1,5% lager was. Meer ervaren beleggers waren ook behoedzamer. De verschillen waren vergelijkbaar met die tussen oudere en jongere spaarders. Het gaat hier om statistisch significante verschillen. Dat geldt niet voor een vergelijking van het beleggingsgedrag tussen mannen en vrouwen, iets wat verrassend kan worden genoemd. Vrouwen zouden immers meer geïnteresseerd zijn in duurzaamheid, maar dat blijkt in ieder geval niet uit ons onderzoek. Zo was er ook geen significant verschil tussen de voorkeur voor duurzame beleggingen en het opleidingsniveau dat de ondervraagden hadden.

Hoe heeft de sector gereageerd? Denken fondsbeheerders nu dat ze hun beheervergoeding met 3% kunnen verhogen?

Het onderzoek is (op het moment van het interview, red.) nog niet gepubliceerd, maar we hebben wel respons gekregen van de deelnemers. Daaruit blijkt vooral verrassing. Duurzaamheid is belangrijker dan eerder werd verondersteld.

De vraag of beleggers het acceptabel zouden vinden als het rendement dat ze inleveren wordt gebruikt door de vermogensbeheerder, is iets wat nader moet worden onderzocht.

Dat is trouwens niet het enige. We willen ook bekijken of beleggers nog altijd bereid zijn om 3% rendement in te leveren als ze zich realiseren wat het verschil is tussen een portefeuille die veertig jaar lang gemiddeld 6% oplevert of een portefeuille met een gemiddeld rendement van 9%. Het zijn dit soort nuanceringen die nader onderzoek vergen.

Er is een impliciete veronderstelling dat duurzaamheid ten koste gaat van rendement.

Nee hoor, dat is niet aan de orde. De vraag die aan de orde was, is of beleggers bereid zijn rendement op te offeren als de beleggingsportefeuille een duurzamer karakter heeft. De achterliggende gedachte is dat vrijwel iedereen voor een portefeuille zou kiezen die én duurzamer is én een hoger

Beleggers zijn bereid om tussen de 2 à 3% aan rendement in te leveren, als dit gepaard gaat met meer duurzame beleggingen.

Jongere spaarders zijn bereid om meer rendement in te leveren dan oudere.

rendement laat zien. Ik denk dat dit een terechte veronderstelling is.

Wat betekent het voor de sector?

Ik denk dat het voor een vermogensbeheerder goed is om te weten dat duurzaamheid belangrijk wordt gevonden. Dat geldt misschien nog meer voor de bestuurders van pensioenfondsen. De deelnemers in hun fondsen vinden het uitermate belangrijk wat er met hun geld wordt gedaan. Ze zijn bereid om daarvoor veel meer rendement in te leveren dan tevoren werd gedacht. Maar nogmaals, het betekent natuurlijk niet dat de ondervraagden ook daadwerkelijk denken dat het rendement ook lager zal uitvallen. Het betekent alleen maar dat ze dit zouden accepteren.

U hebt eerder onderzoek gedaan naar big data-analyses van sociale media. Het onderzoeken van miljoenen Facebook-gebruikers is natuurlijk wel iets anders dan het bekijken van de gegevens van tweeduizend verschillende beleggers. Heeft u geen interesse om het beleggersgedrag van de miljoenen klanten van grote vermogensbeheerders te bekijken?

Natuurlijk. Het is een fascinerende wereld. Je kan waarschijnlijk heel interessante informatie verzamelen over de persoonlijkheid van beleggers, inclusief hun voorkeur voor duurzaamheid, op het moment dat je toegang krijgt tot hun daadwerkelijke beleggingsgedrag. Maar dat is iets voor in de toekomst. We gaan nu kijken welk vervolgonderzoek prioriteit krijgt.

Heeft het onderzoek nog gevolgen gehad voor uw eigen voorkeuren?

Ha, niet echt. We mogen bij de Universiteit van Cambridge een deel van onze pensioenbeleggingen zelf bepalen. Daar ben ik heel voorzichtig in. Als ik iets geleerd heb van dit onderzoek is het dat ik geen professionele belegger ben. Ik ben wel gespitst op kosten, dus mijn voorkeur gaat uit naar indexfondsen. «

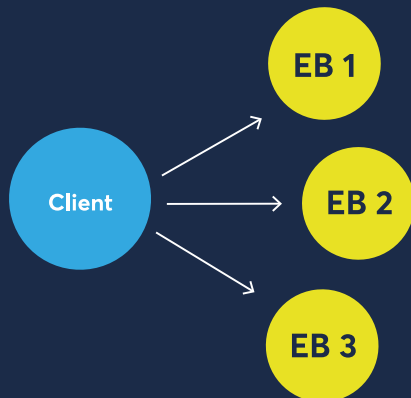
Beleggers bereid tot 3% rendement op te offeren voor duurzame portefeuille;

Jongere beleggers enthousiaster, maar ook oudere beleggers enthousiast;

Meer gedetailleerd onderzoek is noodzakelijk.

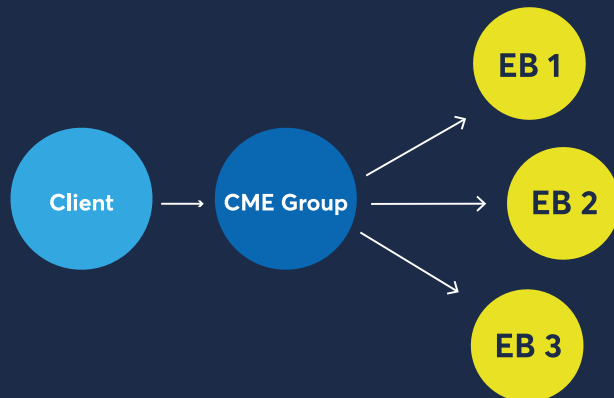
FX-opties: hoe één bedrijf zijn kapitaal tot **89%** efficiënter inzet

Scenario 1: de klant handelt bilateraal in FX-opties en houdt transacties met elke uitvoerende handelaar.



Vereiste initiële marge met ISDA SIMM = 74.431.236 USD

Scenario 2: de klant handelt in genoteerde FX-opties.



Vereiste initiële marge = 7.986.952 USD

89% rendement via genoteerde FX-opties

Lees hoe u zich beter kunt voorbereiden op de Uncleared Margin Rules
cmegroup.com/umrsolutions

Het bovenstaande voorbeeld is gebaseerd op reële klantgegevens en geeft een overzicht van de verschillende modellen voor de financiering van de initiële marge en de nettowaarde die kan worden bereikt bij het gebruik van OTC-clearing en/of beursgenoteerde producten (ETD). Daarnaast kunnen deltahedges worden gecleared om de initiële marge bij OTC-clearing of ETD verder te verlagen.

Derivaten zijn niet voor alle investeerders geschikt. Met derivaten loopt u het risico meer te verliezen dan wat u oorspronkelijk heeft ingelegd naast de eventuele winst die u heeft gemaakt. Dit bericht is geen aanbeveling of aanbod om een specifieke investering of dienst te kopen, verkopen of behouden.

Dit bericht is niet bedoeld voor personen die klant zijn van een door de UK FCA erkende firma en op grond van de UK FCA-regelgeving worden aangemerkt als particuliere klanten. De in dit bericht genoemde diensten en derivaten zijn niet beschikbaar voor particuliere klanten en particuliere klanten kunnen aan deze informatie geen rechten ontleen.

CME Group is een handelsmerk van CME Group Inc. Het Globe-logo, CME, Globex en Chicago Mercantile Exchange zijn handelsmerken van Chicago Mercantile Exchange Inc. CBOT en de Chicago Board of Trade zijn handelsmerken van de Board of Trade of the City of Chicago. NYMEX, New York Mercantile Exchange en ClearPort zijn handelsmerken van de New York Mercantile Exchange, Inc. COMEX is een handelsmerk van Commodity Exchange, Inc.

Copyright © 2019 CME Group. Alle rechten voorbehouden. Bekijk de volledige disclaimer op cmegroup.com/disclaimer.html

Mailing Address: 20 South Wacker Drive, Chicago, Illinois 60606

Foto's: Kees Rijken Fotografie



'Beleggen met betekenis zit in ons DNA'

DOOR JAN JAAP OMVLEE

Namens meer dan 65 pensioenfondsen en andere institutionele beleggers beheert Syntrus Achmea ruim 23 miljard euro in vastgoed en hypotheek. Arthur van der Wal is nu ruim een jaar directievoorzitter. 'We leggen de lat hoger.'

'Een stevige uitgangspositie met een mooie klantenbasis, marktleider in vastgoed- en hypotheekbeleggingen, 'bakken met kennis en ervaring' en een diepgeworteld maatschappelijk bewustzijn.' Dat is wat Arthur van der Wal aantrof bij Syntrus Achmea Real Estate & Finance (Syntrus Achmea) toen hij op 1 september 2018 aantrad als directievoorzitter. 'Beleggen met betekenis is geen verzonnen reclamekreet, maar is oprecht en zit in ons DNA. Dat horen we ook terug van klanten, fiduciair managers en de partijen waarmee wij zakendoen in de vastgoed- en hypotheekmarkt.'

Focus aanbrengen

Syntrus Achmea had bij zijn aantreden anderhalf jaar lang geen roerganger gehad. 'Er was intern vooral behoefte aan focus en dan kom je snel uit bij de vraag wie je bent als bedrijf, waar je voor staat, welke koers je uitzet en welke acties daaruit voortvloeien. We hebben een heldere ambitie neergezet voor de komende jaren, met een aangescherpte visie en missie, en van daaruit de strategische prioriteiten geformuleerd. Dat kanaliseert de energie, de aandacht en de middelen. Daarvoor hebben we eerst ons oor goed te luisteren gelegd bij onze klanten met de vraag hoe zij ons zien en wat zij van ons verwachten. Ook maken we deel uit van Achmea en haar ODV-strategie ('oudedagsvoorzieningen'). Daar leggen we de lat ook hoog en bekijken we met andere Achmea-onderdelen hoe we voor onze klanten met nieuwe initiatieven kunnen komen. We kiezen altijd voor duurzame investeringen die zowel maatschappelijk als financieel rendement met zich meebrengen. Daar geven we concreet invulling aan.'

Kunt u daar een voorbeeld van geven?

'Syntrus Achmea belegt in zorgvastgoed en Zilveren Kruis is een zorgverzekeraar binnen Achmea. Samen bekijken we hoe we bijvoorbeeld eenzaamheid onder ouderen kunnen aanpakken; een groeiend probleem in de stad. We zorgen ervoor dat er ruimtes komen voor recreatie waar je stimuleert dat mensen sneller met elkaar in contact komen,

plus andere initiatieven waarbij we de kennis en kunde van de zorgverzekeraar gebruiken. Dat hoeft niet groots en meeslepend; we doen het liefst kleinschalige pilots. Als iets succesvol is, kun je dat opschalen; als iets niet succesvol is, dan leer je ervan en ga je verder. Dergelijke samenwerking zoeken we op binnen Achmea. Niet voor onszelf, maar uiteindelijk altijd voor onze klanten.'

Tegelijkertijd vragen maatschappelijke thema's óók uw aandacht...

'Klopt, denk aan thema's zoals de woningmarkt, duurzaamheid, energietransitie en mobiliteit. We hebben als Syntrus Achmea een heel goede positie om daarin voor onze klanten waarde toe te voegen. Zij verwachten ook van ons dat wij daarover een standpunt innemen en actie ondernemen, want zij worden daar ook op aangesproken door hun klanten, deelnemers en toezichthouders. Daarmee komt de lat voor onszelf ook hoger te liggen. Als je de ambitie hebt om invulling te geven aan je maatschappelijke relevantie en je marktleiderschap wilt behouden, dan betekent dit dat je de lat continu hoger moet



Beleggen met betekenis is geen verzonnen reclamekreet, maar is oprecht en zit in ons DNA. Dat horen we ook terug van klanten, fiduciair managers en de partijen waarmee wij zakendoen in de vastgoed- en hypotheekmarkt.



CV

Arthur van der Wal is sinds 1 september 2018 directievoorzitter van Syntus Achmea. Hij werkte tot 2018 als directievoorzitter van AOV verzekeraar Movir. Daarvoor vervulde hij diverse functies bij NN en ING, waaronder Directeur Institutionele Relaties bij ING Investment Management (nu NNIP), CEO van pensioenuitvoerder AZL en Directeur van het Pensioenbedrijf van NN.

leggen. Dat vraagt om vernieuwing, verandering en doorlopend met een kritische blik naar jezelf kijken.'

'Daar past ook bij dat we ons ook nadrukkelijker profileren als investment manager. Klanten zoeken bij ons niet alleen beleggingen in vastgoed of hypotheek; we moeten hen ook iets bieden dat past bij hun beleggingsovertuigingen. Het aansturen van beleggingsportefeuilles gebeurt bij ons steeds professioneler. Klanten verwachten steeds dat we toekomstgerichte analyses opleveren en niet dat we rapporteren en monitoren in de achteruitkijkspiegel. Dus bieden we klanten uitgebreide analyses, inzicht in risico's en rendementsverwachtingen, over de wijze waarop je met big data omgaat in je portefeuille-analyses. Dat zijn allemaal voorbeelden waarmee wij ons sterker willen profileren richting onze klanten.'

Hoe belangrijk is duurzaamheid voor Syntus Achmea?

'Duurzaamheid, ESG en maatschappelijke betrokkenheid: dat zit in onze genen. De lat hoger leggen, betekent ook dat we ons ESG-beleid verder hebben aangescherpt. We hebben bijvoorbeeld een ESG-routekaart ontwikkeld die we met onze klanten bespreken. Bij de GRESB (Global Real Estate Sustainability Benchmark) behoren we tot de koplopers. Ons zorgfonds is dit jaar voor de derde keer uitgeroepen tot het meest duurzame fonds ter wereld. Ons nieuwe ESG-beleid telt twintig doelstellingen; we willen onze ESG-footprint verder verkleinen en de tevredenheid bij huurders en medewerkers verhogen. Daar mogen klanten ons op afrekenen. Want dat is de grote uitdaging voor de sector: je kunt ambities en doelstellingen hebben, maar hoe ga je deze monitoren en hoe word je afgerekend op de resultaten? Wij nemen het voortouw om met marktpartijen, klanten en fiduciair managers tot een goede aanpak te komen.'

'We deden al veel op ESG-gebied, maar dat was bij velen nog niet bekend. We zijn bijvoorbeeld koploper in het uitrollen van elektrische deelmobiliteit (auto's en fietsen) aan huurders. We innoveren op het gebied van 'smart living' in wonen en zorgcomplexen. Dat vraagt intern om andere competenties, andere werkvormen, om het beleggen van verantwoordelijkheden binnen agile teams, om eigenaarschap neerleggen bij de mensen. Kortom, we verbouwen de winkel terwijl de verkoop doorgaat. Onze verhuizing naar het nieuwe kantoor in Amsterdam-Zuidoost eind 2020 gaat deze verandering en vernieuwing kracht bijzetten en een 'boost' geven aan de onderlinge samenwerking.'

Wat is er nog meer veranderd binnen Syntus Achmea?

'De risicovolwassenheid van Syntus Achmea is verder vergroot, onder meer door risicorollen binnen de business te

beleggen. Risicomanagement is geen 'risk-feestje', maar een businessverantwoordelijkheid en dat hebben we echt kracht bijgezet. Daarnaast zijn er ook concrete, praktische verbeteringen. Hypotheekklanten die in financiële problemen komen - dat zijn er gelukkig niet zoveel - krijgen een financiële coach toegewezen. Je helpt daarmee klanten en je kredietverlies is lager, dus genereer je een beter rendement voor je institutionele opdrachtgevers. En we zetten een afdeling investment management neer die doorwrochte forward-looking analyses maakt met risico-rendementsprofielen van portefeuilles; dat wordt door klanten en adviseurs erg gewaardeerd.'

'Belangrijk is dat klanten dit ook verwachten van ons. Zij stellen hogere eisen aan onze dienstverlening en verwachten dat wij ons namens hen uitspreken over maatschappelijke thema's. Nu er zoveel discussies over de woningmarkt zijn, wordt ons vaak gevraagd om onze kennis en ervaring in te zetten en de stem van onze klanten te laten horen. Dat verwachten klanten ook van ons. Zij worden er op aangesproken en kijken dus ook naar ons en de manier waarop wij daarmee omgaan, wat wij daarover zeggen en hoe wij daarnaar handelen. Daarin zijn we meer uitgesproken dan voorheen. Juist nu! Veel van de huidige thema's zijn immers complex en vereisen dat je erbij betrokken bent, een standpunt formuleert en oplossingen aandraagt.'

Waar liggen uw aandachtspunten op dit moment?

'Een verdere professionalisering betekent dat onze wendbaarheid toeneemt, dat we nog efficiënter werken en dat we kostenbewuster zijn. Het tempo moet omhoog. Daarin moet je je organisatie meenemen, met andere werkvormen, nieuwe competenties en dus nieuwe collega's. Dat is een proces en dat kost tijd. En daarom is dit zo'n mooie job - om dit te doen met mensen die ervoor gaan! We investeren ook fors, bijvoorbeeld in het hypotheekbedrijf. Met een nieuw platform geven we een kwaliteitsimpuls in de dienstverlening aan onze hypotheekklanten en in de rapportagesfeer aan onze institutionele klanten. Ik zie dat als een teken van kracht en commitment naar deze business en onze outperformance laat zien dat dit zijn vruchten afwerpt (zie kader). Kortom, er waait hier een andere wind. We hebben een heldere ambitie neergezet voor de komende jaren, met een aangescherpte visie en missie. Er zit heel veel energie in het bedrijf en het mooie is: veel komt voort uit de intrinsieke motivatie van onze mensen zelf.' «

We hebben een heldere ambitie neergezet voor de komende jaren, met een aangescherpte visie en missie, en van daaruit de strategische prioriteiten geformuleerd.

Duurzaamheid, ESG en maatschappelijke betrokkenheid: dat zit in onze genen.

Outperformance Syntrus Achmea

Syntrus Achmea realiseerde in 2018 een hoger rendement op woningen dan de MSCI-benchmark. Het gemiddelde rendement bedroeg 19,2%: 0,6% hoger dan de MSCI-woningenindex (18,6%). Van het beheerd vermogen in vastgoed bij Syntrus Achmea is het grootste deel belegd in woningen. Het hoge rendement komt direct ten goede aan de pensioenfondsen en andere institutionele beleggers voor wie Syntrus Achmea het vermogen belegt in vastgoed en hypotheek. De outperformance bij woningen is een gevolg van een aangescherpte acquisitie- en dispositiestrategie in combinatie met actief asset management. Zo was de bezettingsgraad hoger dan de benchmark en waren de exploitatiekosten (exclusief verduurzamingen) gemiddeld lager bij een licht stijgende huurderstevredenheid. Gemeten over de afzonderlijke woningportefeuilles (separate accounts en huisfondsen) leverden zes van de negen portefeuilles een outperformance.

In de sector winkels behaalden drie portefeuilles waar Syntrus Achmea mee doorgaat een outperformance ten opzichte van de benchmark (MSCI-winkels: 5,0%). De portefeuilles in afbouw drukten het gemiddelde rendement echter naar 3,5%, vooral door afwaarderingen bij verkopen. De kantoorportefeuilles behaalden een outperformance van 15,7% (MSCI-kantoren: 15,2%). In de sector zorgvastgoed, waarvoor nog geen specifieke MSCI-benchmark bestaat, bedroeg het rendement 8,6%: ruim boven de absolute return benchmark (7,0%). In totaal participeerde Syntrus Achmea in 2018 met tien portefeuilles in de MSCI Nederlandse vastgoedindex. Deze portefeuilles hadden samen een omvang van 8,4 miljard euro. Website: www.syntrus.nl

Syntrus Achmea kiest voor duurzame investeringen met financieel én maatschappelijk rendement;

Aangescherpte visie, missie en strategische speerpunten: 'Beleggen met betekenis';

Koploper in GRESB-benchmark;

Zorgvastgoedfonds meest duurzame ter wereld.

Willen weten wat er in de wereld gebeurt

DOOR LIES VAN RIJSSEN

Voor het eerst in jaren bevond hij zich op Prinsjesdag niet achter zijn bureau, maar stond hij in het publiek langs de route uit te kijken naar het passeren van koning en koningin. Financial Investigator sprak met Gerard Riemen, scheidend directeur van de Pensioenfederatie.

Foto: Harald Lakerveld



CV

2010-november 2019	Pensioenfederatie, Algemeen Directeur
2008 – 2010	Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen, Algemeen Directeur
2007 – 2008	Ministerie SZW, Directeur directie Uitvoeringsbeleid, eerste adviseur van bewindslieden
2000 – 2007	Ministerie SZW, Plaatsvervangend directeur directie Arbeidsverhoudingen/Hoofd afdeling Pensioenbeleid

Wij waren met zes broers en zussen. Het was nooit stil. Aan de keukentafel werden de wereld en de wereldpolitiek stevig bediscussieerd. We lazen twee kranten en het televisiejournaal was 's avonds vaste prik. Van Vietnam tot Lockheed, het kwam allemaal over tafel en iedereen had een mening. Die bracht je naar voren en verdedigde je. Toen mijn broer zijn vriendin en latere vrouw voor het eerst meebracht naar huis, barstte zij op een gegeven moment in tranen uit omdat ze dacht dat we ruzie hadden. Daar was geen sprake van, we voerden gewoon een gesprek. Ik ben slechthorend, net als een broer en zus. Dat betekende natuurlijk iets voor de toonhoogte en het volume van onze gesprekken. Als je dan ook nog eens met zoveel bent, allemaal jong, en het idee hebt dat je een discussie wint als je een ander overstemt, dan geeft dat een hoop drukte. Iedereen deed mee en voor ons was dat normaal.

De passie voor sociale vraagstukken heb ik van huis uit meegekregen. Mijn vader was vakbondsman. Uiteindelijk werd hij vicevoorzitter van het NKV (Nederlands Katholiek Vakverbond), dat samen met de NVV opging in vakbond FNV. Mijn vader had een grote interesse in sociale-zekerheidsvraagstukken. Hij zat in het bestuur van PME, SER, de Ziekenfondsraad en de Bedrijfsvereniging. Later was hij als voorzitter van de Raad van Arbeid ook actief in de zorg en op het terrein van de volksverzekeringen. Op het departement had ik dezelfde beleidsterreinen onderhanden: de uitvoeringsorganisatie van de sociale verzekeringen.

Mijn gedrevenheid is echt niet exclusief voor pensioen. Als ik het leuk vind wat ik doe, ga ik er vol voor. Ik kan niet anders. Op andere vakgebieden in mijn werkzame leven was ik net zo gedreven. Ik kan dingen niet halfslachtig, op halve kracht, doen. Ik moet zeggen dat ik pensioenen een

De passie voor sociale vraagstukken heb ik van huis uit meegekregen. Mijn vader was vakbondsman.

Mijn gedrevenheid is echt niet exclusief voor pensioen. Als ik het leuk vind wat ik doe, ga ik er vol voor. Ik kan niet anders.

van de allerleukste beleidsterreinen vind die ik tot nu toe onder handen heb gehad. Het kost me geen enkele moeite er energie voor vrij te maken en ervoor te gaan. Bij pensioenen komen vrijwel alle facetten van het veld over je bureau. Ze grijpen op elkaar in en je komt ook altijd op aanpalende terreinen uit: fiscaal, huwelijks-, internationaal en Europees recht, om maar wat te noemen. Maar ook de hervorming van de arbeidsongeschiktheidswetten en het schrijven van sociale nota's hebben me zeer boeide.

Het samengaan van de drie pensioenkoepels OPF, VB en UVB was absolute noodzaak. In de bijna tien jaar dat we nu bestaan, heeft de Pensioenfederatie haar bestaansrecht bewezen. Het is dé spreekbuis voor de pensioensector die alle partijen – toezicht, Kamerleden, ministeries – erkennen. In Brussel zijn we een bekende partij bij de Europese Commissie geworden. Toch denk ik dat de pensioensector kansen laat liggen. We zouden sterker en invloedrijker zijn als we meer met elkaar zouden samenwerken en optrekken. We zijn geen concurrenten van elkaar. Fondsen zouden niets voor elkaar moeten verbergen, maar voluit kennis en vaardigheden kunnen delen. Men blijft aarzelend. Voor een deel komt dit door de uiteenlopende posities van fondsen. Sommige staan er goed voor, andere niet. Bij de samenwerking in de lobby speelt natuurlijk mee dat fondsen nu eenmaal verschillend tegen vraagstukken aankijken. Het is geen geheim dat we er als Pensioenfederatie de afgelopen jaren niet in zijn geslaagd een gemeenschappelijke visie te ontwikkelen op wat nu een goede discontovoet is. Dan kan je ook moeilijk eendrachtig in de lobby opereren. Verder concurreren uitvoeringsorganisaties waaraan veel van het werk wordt uitbesteed en die innovatief en creatief willen zijn, natuurlijk wel degelijk met elkaar.

Wat mij opvalt, is dat in de afgelopen jaren bij de departementen de mate waarin men openstaat voor uitvoeringsvraagstukken bij de pensioensector is verminderd. Dat blijkt momenteel duidelijk bij het wetsvoorstel Pensioenverdeling bij scheiding. De Belastingdienst, DNB, AFM en de AP hebben allemaal een uitvoerings- of toezichttoets kunnen doen. Wij hebben er steeds op gewezen dat er nog

Ik moet zeggen dat ik pensioenen een van de allerleukste beleidsterreinen vind die ik tot nu toe onder handen heb gehad.



Afbeelding: Woordwolkn.nl

veel aspecten aan het wetsvoorstel zitten die uitvoeringstechnisch problemen opleveren. Aan ons noch aan het Verbond is gevraagd of het wetsvoorstel in deze vorm uitgevoerd kan worden. Deels begrijp ik dat. Toen ik zelf nog 'beleidsboer' was, was ik ook geneigd om tegen uitvoerende partijen te zeggen: 'Dit is het. Voer het maar uit.' Maar op een gegeven moment komt de slinger terug en zie je in dat dit zo niet kan werken. Dan krijg je een focus voor uitvoeringsvraagstukken. Dat de overheid hier vandaag de dag weinig oog voor heeft, bevreemdt me wel, gezien hun eigen miskleunen met grote ICT-projecten. In dat licht is het onbegrijpelijk dat de overheid het pensioenregister steeds weer op de korrel heeft voor een volgende uitbreiding. Het project is geslaagd omdat we het eenvoudig en smart hebben gemaakt. Laat dat toch zo blijven! In de laatste troonrede ging onze koning in op de uitvoeringsproblematiek bij het UWV, de Belastingdienst en het CBR en trok daaruit de conclusie dat de menselijke maat zoek is en sommige wetgeving te gecompliceerd. Wie weet gaat de slinger weer de goede kant uit.

De lage rente is een enorm probleem voor de pensioenfondsen. Er is veel discussie over binnen de sector. Ik heb er de afgelopen vijf jaar voor gepleit de discussie niet meer met politiek en DNB te voeren omdat het uitzichtloos was. De afgelopen tijd ben ik ervan teruggekomen omdat het een volkomen absurd verhaal aan het worden is. Het kan niet waar zijn dat je als pensioenfonds met rentes van nul of negatieve rentes moet rekenen. Hoe het komt dat de rente zo laag is, kan me niet zoveel meer schelen. Het gaat erom dat het een absurditeit is dat we hiermee moeten rekenen. Het is absurd dat als ik jou over 5 jaar 100 euro moet geven, ik daarvoor nu 104 euro in een kluis moet leggen.

We moeten nu doorpakken naar een pensioenovereenkomst en een wetgevend stelsel waarbij je weg kunt komen van deze rente. Ik denk dat dit kan als je eerst de zorg van DNB en minister Koolmees erkent. Zij willen de huidige rekenrente handhaven, omdat ze vrezen dat pensioenfondsen anders gaan uitdelen en daardoor jongeren tekortdoen. We zouden eerst moeten bespreken wat we een eerlijke risicodeling tussen de generaties vinden. Vervolgens kijken hoe je de verplichtingen moet waarderen om aan die risicodeling recht te doen. Op die manier kan je er wellicht samen uitkomen. Maar je komt alleen in gesprek als je ook de achterliggende zorgen erkent en vraagt daar dan over in gesprek te gaan met elkaar.

Ik weet nog niet wat ik ga doen als ik op 31 oktober de deur van de Pensioenfederatie achter me dicht trek. Verdergaan in de pensioenen zou ik heel leuk vinden. Het is een schitterend beleidsterrein, maar er zijn meer aantrekkelijke beleidsterreinen. Ik vind het vooral belangrijk dat ik een functie tref waar beleidsbeïnvloeding en beleid maken, samenkomen en dat ik kan werken in wat ik noem een ingewikkeld stakeholdersveld. Wat maakt pensioenen nu zo boeiend? Dat geen van de betrokken partijen het alleen kan. Je hebt elkaar nodig: sociale partners, pensioenfondsen, het kabinet, het toezicht. Er zijn natuurlijk meer sectoren met zo'n divers speelveld. De zorg bijvoorbeeld, met zorgverzekeraars, zorginstellingen, het ministerie, de Europese regelgeving, het steeds terugkerende vraagstuk in hoeverre de markt de problemen kan oplossen. Onderwijs vind ik ook zo'n werkveld. Je hebt te maken met heel autonome schoolbesturen met uiteenlopende achtergronden, de Grondwet en tegelijkertijd met de financiering vanuit de overheid. Op zulke terreinen zie ik mezelf ook wel weer acteren op het gebied als beleidsmaker of beleidsbeïnvloeder, bruggen slaan en samen met heel veel anderen de gemene deler vinden en de taak oppakken om er wat van te bakken. Beleidsterreinen waar één partij zegt hoe het zal gaan, doen me weinig. Polderen vind ik heel waardevol, omdat het uiteindelijk betekent dat je op zoek gaat naar draagvlak in de samenleving. Uit die zoektocht komen altijd compromissen voort. Die zijn misschien niet mooi, maar je hebt wel geprobeerd met de belangen van alle partijen enigszins rekening te houden. Dat vind ik waardevol.

Toch denk ik dat de pensioensector kansen laat liggen. We zouden sterker en invloedrijker zijn als we meer met elkaar zouden samenwerken en optrekken. We zijn geen concurrenten van elkaar.

Kennis kan je opdoen, maar uiteindelijk zijn competenties en vaardigheden belangrijker dan kennis.

Van pensioen weet ik inderdaad veel. Maar toen ik eraan begon, wist ik niets. Kennis kan je opdoen, maar uiteindelijk zijn competenties en vaardigheden belangrijker dan kennis.

Ik heb onlangs – een collega adviseerde me dat – van Vasili Grossman, een Russische schrijver die de slag om Stalingrad heeft meegemaakt, 'Leven en lot' gelezen. Het verbaast en fascineert me wat een mens kan doorstaan. Economische literatuur lees ik vooral om dingen te begrijpen. Bijvoorbeeld waar de grote crisis van 2008 nu precies door ontstond. Wat er in de wereld gebeurt, houdt me buitengewoon bezig en daarover praat ik ook met mijn drie kinderen. Onze zoon studeert International Relations in Leiden. Hij zit momenteel voor een half jaar in Beijing. Duidelijk is dat het leven tussen de internationale studenten hem zeer goed bevalt, maar zijn apps zijn verder zo summier dat ik hem deze maand maar eens ga opzoeken. Mijn dochters zijn het huis uit. De een studeert in Rotterdam, de ander heeft een vak geleerd in de metaal en is er terecht trots op dat ze haar eigen centen kan verdienen. Het is normaal dat kinderen op hun achttiende het huis verlaten. Ook Floris wil op kamers als hij terug is uit Peking. Van mij mag hij nog wel even thuis blijven wonen. Dat vind ik gezellig. Het wordt anders zo stil in huis. Na 1 november wordt dat nog voelbaarder. «

In de bijna tien jaar dat we nu bestaan, heeft de Pensioenfederatie haar bestaansrecht bewezen.

Pensioen is een van de allerleukste beleidsterreinen;

De Pensioenfederatie is dé spreekbuis voor de pensioensector geworden;

Laat ook de pensioensector bij nieuwe wetgeving een uitvoeringstoets uitvoeren;

De risicovrije rente als discontovoet voor pensioenfondsen handhaven, is absurd;

Beleid maken en beïnvloeden, bruggen slaan, de gemeenschappelijke deler vinden en er samen wat van bakken. Dat wil ik ook in de toekomst graag weer doen.

Bouwen aan een duurzame toekomst met infrastructuur

Wilt u uw beleggingshorizon verbreden? Schroders helpt u uw doel te bereiken. Wij beheren meer dan 2,3 miljard USD in infrastructuurleningen en behoren daarmee tot de vijf meest actieve beleggers in Europese infrastructuurleningen in de wereld.

Dankzij onze focus op Private Assets en onze gevestigde naam als een betrouwbare en efficiënte partner beschikken wij over alle middelen die u nodig hebt om zowel uw duurzaamheids- als uw langetermijndoelen te bereiken.

Meer weten? Ga naar
[schroders.nl/infrastructuur](https://www.schroders.nl/infrastructuur)

Bron: Schroders, Preqin per 31 december 2018.
Aangetrokken kapitaal tussen januari 2016 en december 2018.
Let op: de waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.
Infrastructuuractiva hebben een groter liquiditeitsrisico.
Uitsluitend voor professionele beleggers en adviseurs. Marketingmateriaal uitgegeven door Schroder Investment Management (Europe) S.A., 5, rue Höhenhof, L-1736 Senningerberg, Luxembourg. Registratienummer B 37.799.

Voor wat er écht toe doet. **Schroders**

VOORZITTER

Wietse de Vries, *Almazara | Real Assets Advisory*

DEELNEMERS:

Jorrit Arissen, *Kempen Capital Management*

Jaap van der Bijl, *Altera Vastgoed*

Vincent Cassagne, *Mirova (Natixis Investment Managers)*

Martin Ewald, *Allianz Global Investors*

Dan Grandage, *Aberdeen Standard Investments*

Raymond Jacobs, *Franklin Templeton*

Barbara Maltha-Koppelman, *CBRE, lid INREV*

ESG-commissie

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Aberdeen Standard Investments, Allianz Global Investors, Altera Vastgoed, Franklin Templeton, Intermediate Capital Group, Kempen Capital Management en Mirova (Natixis Investment Managers).

Foto's: Ruben Eschuis Photography



IMPACT INVESTING IS EEN INSTRUMENT VOOR ESG-BELEID

Door Arnoud Veilbrief

Impact investing is ESG-beleid op zijn best. Geen vinkjes zetten, maar concrete resultaten behalen. Beleggen met het doel een meetbare en positieve bijdrage te leveren op sociaal of milieugebied naast een financieel rendement. Tijdens deze Ronde Tafel boog een groep experts zich over het onderwerp duurzaam beleggen in Real Assets.



Impact investing wordt op vele manieren gedefinieerd. Als we uitgaan van de definitie van de GIIN – impact investments zijn beleggingen die gedaan worden met het doel een meetbare en positieve bijdrage te leveren op sociaal of milieugebied – zien jullie dan voldoende mogelijkheden voor impact investing in vastgoed en infrastructuur? En zo niet, waar zitten de gaten?

Barbara Maltha-Koppelman: ‘Er is nog veel te doen. Op het gebied van betaalbare woningen zijn er wel mogelijkheden, maar in het commercieel vastgoed valt nog veel terrein te winnen. Een van de redenen waarom we bij INREV een sub-comité over impact investing hebben opgericht, is dat we vinden dat het onderwerp prominenter op de agenda moet. Het staat nog in de kinderschoenen.’

Martin Ewald: ‘Het impact investing-landschap in private equity groeit, maar in vergelijking met andere asset classes is het nog steeds relatief klein. Daarom passen we de omvang aan van de impactfondsen die we structureren en staan we ons meer flexibiliteit toe op het vlak van financiële instrumenten.’

Raymond Jacobs: ‘Impact investing begint met de vraag: wat wil je veranderen? En valt er iets te veranderen? We bestudeerden Europa en zagen de mogelijkheden voor impact beleggen in sociale infrastructuur. Het aanbod heeft echter in Europa niet overal de juiste kwaliteit en kwantiteit maar niet iedereen is het met deze stelling eens. Als je met investeerders in Duitsland praat, kijken ze je vragend aan met een blik van: ‘Wat bedoel je? Dit is Duitsland, er zijn hier geen problemen.’ Maar het is duidelijk dat die er wel zijn, zoals overal in Europa. Onze verwachtingen over de mogelijkheden in sociale

> **Wietse de Vries** is Partner van Almazara | Real Assets Advisory, een adviesbureau dat Nederlandse pensioenfondsen en andere professionele beleggers adviseert inzake hun vastgoed- en infrastructuurbeleggingen. De Vries is sinds 1995 actief in het vermogensbeheer, zowel ten behoeve van particuliere als institutionele beleggers. Sinds 2005 heeft hij zich toegelegd op real assets. De Vries is afgestudeerd als fiscaal jurist en voltooide een postdoctorale studie Bedrijfskunde.





> **Jorrit Arissen** is Co-Head van het Real Assets team bij Kempen Capital Management. Voordat hij in 2015 bij KCM in dienst trad, werkte hij bij APG, F&C Asset Management en recentelijk bij PGM. Arissen studeerde Economie aan de Universiteit van Tilburg en Real Estate Investment and Finance aan de Reading University in het VK. Hij is lid van de VBA Vastgoedcommissie en maakt deel uit van diverse commissies die actief zijn op het gebied van het bevorderen van ESG-standaarden in vastgoed (EPRA sBPR, Investor Advisory Committee).

infrastructuur zijn bevestigd door een rapport dat de EU heeft uitgebracht. In dit rapport staat dat er een funding gap is op het gebied van sociale infrastructuur. De aanbeveling aan de lidstaten was om met private partijen te gaan praten om dat funding gat te dichten. Zo kwam er uiteindelijk een fonds.'

Laten we het hebben over de Sustainable Development Goals (SDG's) als basis voor een ESG-strategie. Gebruiken jullie die? Zo ja, hoe heeft dat jullie prioriteiten op ESG-gebied beïnvloed?

Ewald: 'Binnen ons nieuwe Impact Investment Fund gebruiken we de SDG's als uitgangspunt. We nemen een transactie in infrastructuur - energie, telecom, vastgoed, transport, wat dan ook - en bekijken vervolgens aan welke SDG's we een bijdrage kunnen leveren. Daar gebruiken we dan KPI's voor. Wij vinden het belangrijk dat je de impact echt kunt meten, alleen het kunnen afvinken, is niet voldoende. Daar zijn we transparant over naar onze klanten: welke KPI's hebben we gebruikt? En als we iets zouden moeten veranderen: waarom hebben we dat gedaan?'

Vincent Cassagne: 'We zijn bezig met het actualiseren van onze ESG-methodologie. Al meer dan vijf jaar investeren wij in een Europees kernfonds voor alle infrastructuursectoren, met momenteel meer dan 50 projecten in onder andere stadsverwarming, snelwegen, ziekenhuizen en glasvezelnetwerken. We kiezen voor een pragmatische aanpak en selecteren de meest relevante SDG's bij het object en de locatie. SDG nr. 9 (Infrastructuur) is uiteraard de kern, maar daarnaast kan het ook SDG nr. 3 (goede gezondheid) of SDG nr. 15 (Leven op het land) zijn. Vervolgens voeren we een risico-kansanalyse uit van de asset op elke SDG, daarna rapporteren we over een volledige set relevante KPI's en tot slot implementeren we een bijbehorend mitigatie- en actieplan.'

Jaap van der Bijl: 'Wij hebben allereerst alle relevante betrokken partijen in kaart gebracht. Dus niet alleen de beleggers, maar ook de stakeholders vanuit de omgeving. Uiteindelijk leidt dat tot de beste ESG-investering. We noemen dat een 'geïntegreerd waardecreatiemodel'. In het model zie je de input waarmee we werken, het proces dat we vervolgens toepassen en de uitkomsten. Alles wordt gekwantificeerd. In deze exercitie hebben we op basis van de onderliggende sub-targets die SD-doelen geselecteerd waaraan we als organisatie het meeste kunnen bijdragen. Uiteindelijk is het niet zo ingewikkeld: je kijkt naar het vastgoed, de portefeuille annex het fonds, het managementplatform en de stakeholders. Met deze integrale benadering zijn doelen en activiteiten goed te bepalen.'

Dan Grandage: 'Dat lijkt op ons ESG Impact Dial model. We hebben bepaald welke SDG's bij vastgoed of infrastructuur van belang zijn. Dat hebben we vervolgens uitgewerkt in een paar subthema's, de indicatoren, en die passen we vervolgens toe over het hele ESG-spectrum. Uiteraard in overleg met de fondsmanager of de klant. In welk deel van het ESG-spectrum willen zij aanwezig zijn? Zij bepalen uiteindelijk de prioriteiten.'

Zijn de SDG's een goed middel om het gesprek aan te gaan met beleggers en stakeholders?

Grandage: 'Ja, maar het is bovenal een communicatiemiddel. Een internationale taal, die we allemaal begrijpen. Maar het is



een misverstand om te denken dat SDG's hetzelfde zijn als ESG. Het is van belang om aan te geven aan welke wereldwijde problemen een bijdrage wordt geleverd met een bepaald fonds, maar het moet wel een oprecht onderdeel zijn van het beleggingsproces en verder gaan dan het afvinken van een lijstje criteria.'

Jacobs: 'Wij hebben ons tot een aantal SDG's beperkt: gezondheid, onderwijs, vrede en rechtvaardigheid voor iedereen, en daarnaast nog drie milieudoelen. De SDG's zijn geweldig, maar er is geen wegenkaart die leidt tot die doelen. Je moet je eigen raamwerk en werkwijze ontwikkelen. Omdat impact meetbaar moet zijn, hebben we gestreefd naar standaardisering en het gebruik van objectieve maatstaven. Bijvoorbeeld GRESB (Global Real Estate Sustainability Benchmark) en IRIS (Impact Reporting and Investment Standards) maatstaven. En daarmee keer je weer terug naar de SDG's, om te zien of wat je hebt gemeten een bijdrage heeft geleverd.'

Hoe gaan jullie hiermee om, Jorrit?

Jorrit Arissen: 'Wij hebben een aantal SDG's omarmd, waaronder schoon water, industrie en infrastructuur, duurzame steden. Als we kijken naar beursgenoteerde bedrijven, zien we dat het nog niet vanzelf spreekt dat ze hun impact meten, omdat de SDG's nog tamelijk nieuw zijn. Maar ik ben het met de vorige sprekers eens dat je je eigen raamwerk en methode moet ontwikkelen. En we merken dat klanten dit waarderen. Het ideaal is dat alle bedrijven rapporteren met welke SDG's ze werken en waar ze vooruitgang boeken.'

Ik heb een vraag specifiek voor Barbara, want als ik het goed heb, is jouw rol een andere dan van de rest van de aanwezigen, namelijk tussen de fondsmanagers en de beleggers in. Hoe resoneren SDG-strategieën bij de beleggers?

Maltha-Koppelman: 'Inderdaad, wij zitten als adviseur en placement agent tussen de belegger en de fondsmanager. En ook in mijn rol in de INREV ESG-commissie zit ik tussen de



partijen. Bij de grotere Nederlandse institutionele beleggers zien we een toenemende focus op SDG's die zich uit bij de due diligence naar de fondsen. Wat we ook zien, is dat de selectie van SDG's voor elke belegger anders is. En omdat iedere belegger weer andere SDG's nastreeft op een andere manier, is het in de praktijk best lastig voor fondsmanagers om de juiste SDG's te selecteren en daarmee klanten aan te trekken. Dus er is een wereld te winnen met wat meer standaardisering, met het vaststellen van de belangrijkste SDG's waar de vastgoedsector zich op zou moeten richten. Dan kunnen we meer vooruitgang boeken.'

Welke SDG-doelen hebben jullie als bedrijf voor jezelf gesteld en hoe willen jullie die bereiken?

Van der Bijl: 'In GRESB staan wij met ons winkelfonds en ons woningfonds op de eerste plaats in Nederland en met het woningfonds zelfs op de derde plaats wereldwijd. Wij willen koploper zijn én blijven, en hebben daarom op meerdere niveaus concrete doelen gedefinieerd. Wij weten hoe wij die concreet kunnen realiseren.'

> **Jaap van der Bijl** is sinds november 2016 CEO van Altera Vastgoed en is tevens voorzitter van het INREV Due Diligence Committee. Daarvoor werkte hij bij Syntrus Achmea Real Estate & Finance, waar hij vanaf 2013 Managing Director Investor Relations was. In de periode 2002 – 2008 was hij daar eveneens Director Investor Relations. Tussen 2008 en 2013 was hij Senior Head of Sales & Client Services Northern Europe bij AXA Real Estate. Daarvoor was hij in diverse managementposities actief als onder andere Productmanager Achmea Pensioenen en Manager van pensioenfondsen.





> **Vincent Cassagne** is Investment Director van Mirova Infrastructure Funds. Hij werkt vanaf origination tot het sluiten van transacties. Cassagne heeft een lange ervaring in het structureren van zowel Green- als Brownfield projecten. Hij is tevens een actief bestuurslid in 12 infrastructuur bedrijven. Cassagne is lid van de GRESB Infrastructuur Advisory Board. Hij heeft een Msc van ESSEC Business School en heeft ook een Masters in Business Law van de Universiteit Paris Pantheon Assas.

Grandage: 'We willen marktleider zijn op het gebied van ESG-integratie in vastgoed, een vrij specifiek gebied dus. Hiervoor maken we gebruik van het instrument dat ik al noemde: het ESG Impact Dial-model. Het model kan op maat gemaakte oplossingen bieden voor elk fonds en elke strategie.'

Ewald: 'ESG is het uitgangspunt voor elke transactie van het Impact Fund voor ons. We filteren de inhoud van onze due diligence door de E, de S en de G, bij wijze van spreken. Handig is dat ik in de ESG-werkgroep voor infrastructuur van PRI zit. We hebben daarom geholpen bij het ontwikkelen van een aanpak voor de integratie van ESG in infrastructuurbeleggingen. Uiteraard acteren we dan ook in lijn met deze aanpak. We integreren onze aanpak in de fondsdocumentatie, wat ik erg belangrijk vind.'

Jacobs: 'Voor ons is het belangrijk om zoveel mogelijk beleggers te interesseren voor impact investing. Dat lukt alleen met een adequaat rendement. Daarom hebben we een raamwerk opgesteld voor duaal rendement: het streven naar een marktrendement samen met sociale en milieudoelstellingen. Het model is vrij simpel. Dat moet het ook zijn, want als je te ver in impact investing gaat terwijl klanten nog proberen te

begrijpen wat het is, krijg je ze niet mee. Na verloop van tijd zullen we dat model verder uitbreiden en verfijnen. De hulp van een derde, gecertificeerde partij sluiten we daarbij niet uit.'

Arissen: 'Voor onze vastgoedstrategie bepaalt ESG 25% van de prijs/multiple die we bereid zijn te betalen voor een bedrijf. Het speelt dus een grote rol. Wij geloven dat er een stevige mispricing in de markt is op dit gebied. Veel beleggers zijn zo risico-avers, dat ze beleggingen met een risico sowieso mijden. Ze kijken niet goed of dit risico in de prijs verdisconteerd is. Wij denken dat daar waarde te vinden is en gaan vervolgens de dialoog aan met deze bedrijven om op deze verbetering aan te sturen en zo waarde voor onze klanten toe te voegen.'

Cassagne: 'Ik denk dat het belangrijk is te beseffen dat we echt langetermijnbeleggers zijn, want we beleggen in onze fondsen voor een periode van 25 jaar. En in het kader van ESG-beleid voor de hele levensduur van een project analyseren we de risico's van een belegging en kijken we waar de prioriteiten liggen. Dit maakt deel uit van ons beleggingsproces; eerst voor de rapportage en vervolgens ook voor het afdwingen van een actieplan, omdat we een actief, 'hands on' bestuurslid zijn van de projecten waarin we beleggen.'

Maltha-Koppelman: 'Wij hebben een wereldwijde ESG-strategie gebaseerd op zeven pijlers, die een stuk breder is dan de SDG's. We hebben veel research te bieden op het gebied van duurzaamheid, bijvoorbeeld onze Green Building Adoption Index, een programma dat alle groene bouwactiviteit in grote steden overal ter wereld bijhoudt. We geloven sterk dat big data vastgoedbeleggers kan helpen de juiste keuzes te maken in duurzaamheid. We zien dat de meeste institutionele beleggers inmiddels een ESG-strategie hebben. Twee jaar geleden introduceerden we de Sustainability Reporting Module, die deel uitmaakt van de INREV-rapportagerichtlijnen. In 2018 bleken de INREV-leden zich aan gemiddeld 85% van deze richtlijnen te houden. Dat geeft een indicatie van de aandacht die uitgaat naar dit onderwerp bij zowel beleggers als bij de fondsmanager.'



Het onderwerp impact investing moet prominenter op de agenda.

Heb je enig idee aan welke letter van ESG institutionele beleggers prioriteit geven?

Maltha-Koppelman: 'Duidelijk aan de E, milieu. Maar de S van sociale kwesties komt op, onder andere binnen de impact investing-gedachte. Governance was al langer een aandachtspunt.'

Je noemde zo-even big data. Kun je een voorbeeld geven?

Maltha-Koppelman: 'Beleggers proberen het klimaatrisico van vastgoed te berekenen. Overstromingsrisico is een voorbeeld, maar ook extreme kou of warmte. Gebouwen bieden natuurlijk volop kansen voor zulke berekeningen en maatstaven, wat ook weer inzicht geeft in hoe klanten door de tijd veranderen.'

Arissen: 'Ik geef ook graag een paar voorbeelden van werken met big data. We gebruiken het voor de onderliggende assets waarin we beleggen. Voor vastgoed praten we dan over ruwweg 200.000 objecten wereldwijd. We weten precies waar die zich bevinden en leggen daar dan data overheen, die bijvoorbeeld weergeven waar de grootste risico's op orkanen of overstromingen zijn. Op die manier hebben we de financiële risico's voor de hotelsector in de VS bepaald. Met dezelfde analyse kun je in kaart brengen welke infrastructuurbedrijven een groter risico lopen. Een recent voorbeeld van hoe groot het risico kan zijn, is Pacific Gas & Electric. Dit bedrijf is failliet gegaan vanwege het veroorzaken van grote bosbranden. De hoogspanningsleidingen zaten te dicht tegen de bomen aan.'

Ewald: 'Dus dat is een soort ESG-risico, bepaald met veel data? We moeten een onderscheid maken tussen beperking - en dus het voorkomen of beperken van schade - en aanpassing. En we zien het nu al gebeuren, de effecten van de opwarming van de aarde. We moeten dus alles in het werk stellen om het tijd te



keren met decarbonisering. Maar hoe triest het ook klinkt, we zullen ons ook moeten richten op aanpassing aan de nieuwe omstandigheden.'

Grandage: 'Daar moeten we niet alleen binnen impact investing naar streven. Impact investing is de voorhoede, maar we moeten dit echt doen across the board. Duurzaam investeren moet vanzelfsprekend worden.'

Ewald: 'Zeker. Daarom moeten we het snel eens worden over doelstellingen, standaarden, KPI's, enzovoort. We hebben geen tijd te verliezen. Als we er in private equity niet in slagen om KPI-indicatoren te ontwikkelen die toepasbaar en breed geaccepteerd zijn, zal het bij beursgenoteerde ondernemingen ook niet lukken.'

Hoe gebruik je GRESB? Willen de infrastructuurspecialisten beginnen en daarna de vastgoedexperts?

Arissen: 'GRESB is een prachtig uitgangspunt, maar wij vinden dat het management verder moet kijken en een holistische visie

> **Martin Ewald** is Managing Director van Allianz Global Investors. Hij is hoofd van het Investment Strategy Team binnen de Infrastructure Equity afdeling en is Lead Portfolio Manager voor Impact Investments. Ewald trad in 2012 toe tot het Infrastructure Equity-team van AllianzGI als co-hoofd van portefeuillebeheer voor duurzame energie in München. Sinds 2013 is hij hoofd van de investeringsstrategie die de strategische richting van het team vormgeeft via de ontwikkeling en implementatie van nieuwe investeringsvehikels in de duurzame energie en de ruimte voor impactinvestering.





> **Dan Grandage** is Global Head of ESG, Real Estate bij Aberdeen Standard Investments. Hij ondersteunt het vastgoedteam bij het verbeteren van de performance door ESG te integreren in alle aspecten van het beleggingsproces. Daarnaast vertegenwoordigt hij Aberdeen Standard Investments bij de AREF ESG commissie, de Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB) en is hij bestuurslid van het UK Better Building Partnership (BBP).

zou moeten hanteren. Een voorbeeld uit de energiesector is Shell. Ja, ze breiden hun LNG-activiteiten uit, wat volgens de ESG-maatstaven niet goed is. Maar ze exporteren die brandstof naar China, waar het energie uit kolen vervangt. Deze vooruitgang zou juist gemeten moeten worden. Dat bedoel ik met holistisch. Zoals Einstein eens zei: niet alles wat telt is telbaar en niet alles wat telbaar is, telt. Dus ja, 'fossiel' is misschien het makkelijkst meetbaar, maar niet noodzakelijkerwijs het belangrijkste.'

Ewald: 'Mag ik commentaar geven op wat Jorrit zojuist zei? Ik denk echt dat als we eerder een voorspelbare en stabiele emissiemarkt hadden gezien, we nu beter af zouden zijn. De emissieprijzen hadden veel stabielere moeten zijn.'

Van der Bijl: 'De holistische aanpak spreekt me aan. Ik vind dat je als manager moet 'staan' voor je doelen en duidelijk moet kunnen maken wat je gaat bereiken. Wat de meetbaarheid betreft, werken wij met een gelaagde aanpak. Bewoners, omwonenden, de gemeente, pensioenfondsen, verzekeraars en fiduciaire managers; ze hebben allemaal andere vragen, wensen en eisen. Maar nog even terug naar het asset-niveau, je zal ver vooruit moeten denken. Want wat je nu bouwt moet

'toekomstproof' zijn, bestand tegen toekomstige wetgeving, veranderende wensen en veranderende omstandigheden. Dat vereist visie, data en overleg met alle betrokkenen.'

Cassagne: 'Cool.'

Van der Bijl: 'Zo verschillend als al deze betrokken partijen zijn, zo homogeen is de essentie van wat je nodig hebt: data. Daar zetten wij op in en daarom verzamelen we zoveel mogelijk data, niet alleen over koolstofdioxide, maar ook over afval, waterverbruik en tal van andere zaken. Deze data passen in nieuwe rapportagestandaarden. GRESB is een prima benchmark, maar we nemen ook deel aan UN PRI. We hebben gemerkt dat de grotere beleggersgemeenschap meer let op UN PRI dan op GRESB. We zagen dat circa vijfduizend mensen online onze GRESB-rating hebben bekeken, maar dat maar liefst vier keer zoveel mensen kennis hebben genomen van onze UN PRI A+ rating.'

Is GRESB bruikbaar als tool voor gesprekken met fondsmanagers die verder gaan dan 'hoeveel sterren heb je de laatste keer gescoord'?

Grandage: 'Het is nuttig om fondsmanagers aan te zetten tot verbetering van hun score en om ze nieuwe kennis bij te brengen. Ik heb wel zorgen over GRESB, in die zin dat ESG breder is dan GRESB alleen en dat GRESB geen hindernis moet vormen. En er is nog een bezwaar. De kracht van GRESB in het begin was dat niet zozeer naar de absolute score gekeken moest worden, maar naar de score in de peer group en hoe die zich verbeterde. Dat ging verloren toen een absolute vijf sterren-schaal werd geïntroduceerd. Daar moet je dan wel in mee, je hebt geen keuze. In onze persberichten vermelden we hoeveel groene sterren we hebben gescoord, terwijl we zouden moeten zeggen waar we staan ten opzichte van de rest. Maar niemand is daarin geïnteresseerd. Ik vind GRESB nog steeds nuttig, maar beleggers moeten wel weten naar welke informatie ze moeten kijken. Anders heb je er weinig aan. Dat geldt trouwens voor alle tools.'



Het is een misverstand om te denken dat SDG's hetzelfde zijn als ESG.

Door naar de S in ESG. Hoe integreer je de sociale component in vastgoedbeleggingen?

Cassagne: 'Infrastructuur is daar bij uitstek geschikt voor, omdat het algemeen belang zo zwaar meeweegt. Ook omdat infrastructuurprojecten vaak door een overheid geïnitieerd worden, die per definitie het algemeen belang zwaar laat meewegen. Dat wil niet zeggen dat private partijen dat niet moeten doen. Nogmaals, we investeren voor een periode van 25 jaar. Herinner je eens hoe de wereld er 25 jaar geleden uitzag. Dus om de duurzaamheid van een object te waarborgen, moet je contact houden met je klanten en alle andere betrokkenen. Twee voorbeelden. We beleggen in de grootste aanlegger van glasvezelkabel in rurale, dus dunbevolkte gebieden. En bij de toewijzing van een bouwproject in Noord-Frankrijk woog het sociale aspect zwaar



mee; de werkloosheid in het gebied lag boven het landelijk gemiddelde. Toen hebben we besloten dat minstens 10 procent

Financial Investigator asked Eimear Palmer, Responsible Investing Officer, Intermediate Capital Group (ICG), two questions on Sustainable Investing in Real Assets.

Do you use the SDGs as a basis for your ESG strategies? If so, how has that impacted your ESG priorities and target setting?

The sustainable fund framework developed for our recently launched Sale and Leaseback (SLB) strategy was designed with the explicit aim of contributing to achieving several of the UN's SDGs. These were selected in accordance with the nature of the strategy and therefore focus on targets associated with the built environment. The most significant way in which we will enable these targets to be met, is via the designation of a pool of capital comprising up to 2% of total fund commitments. Subject to both the feasibility and the engagement of our tenants, the aims of this reserve are to improve energy efficiency and associated emissions, reduce the carbon footprint, improve waste management, increase renewable energy generation and incentivise management to support climate resilience.

When acquiring a property, ICG appoints external advisors to conduct environmental due diligence that incorporates a sustainability assessment, the findings of which form the basis of an action plan that becomes an important part of ICG's long-term relationship with the tenant. We also complete an annual GRESB assessment, valuing the impetus that third party engagement brings, and set ratings targets for the strategy.

What ESG targets have you set for yourself as a company and how do you take action to realise these goals?

Our targets and ambitions for ESG integration at ICG are constantly evolving. Our Responsible Investing policy now covers 100% of our assets under management. So from an investment perspective, the task from here is to keep driving ESG considerations deeper into the structure of our strategies and work ever more closely with our portfolio companies to achieve desired outcomes. We are also focused on engaging with and supporting external bodies seeking to effect change both within the parameters of our industry and beyond, with examples being Initiative Climate 2020, the Global Impact Investing Network (GIIN) and the new PRI working group on corporate reporting. We engage with GRESB from whom we seek annual ratings for our strategies and consistently measure ourselves against specifically defined KPIs in our annual sustainability reports.



Foto: Archief ICG



> **Raymond Jacobs** startte bij Franklin Templeton in 1999 en is Managing Director van Franklin Real Assets Advisors, waar de vastgoed en infrastructuurbeleggingen worden beheerd. Hij startte zijn loopbaan in de vastgoedsector in 1990, onder meer bij GIM (NL) en PriFast (Zweden). Jacobs heeft een MBA van Aston University in het Verenigd Koninkrijk en een BBA van Nijenrode University in Nederland. Na een termijn van 6 jaar in het bestuur van INREV, heeft hij een zetel in de Investor Advisory Council en is hij lid van verschillende internationale comités in de private vastgoedsector.

van de werkuren voor het project uitgevoerd moest worden door mensen uit die gemeenschap. Mensen met een grote afstand tot de arbeidsmarkt. Het was trouwens niet eenvoudig om alle partijen bij elkaar te brengen.'

Jacobs: 'We kijken bij ieder object naar de functie die het gebouw heeft binnen de gemeenschap en hoe we er meerwaarde aan kunnen geven tijdens onze beleggingsduur. Een voorbeeld: We hebben een gerechtsgebouw in Spanje in onze portefeuille. Daar hebben we de constructie voor een zogenaamde 'Gesell Chamber' ondersteund. Dit is een rechtskamer waar slachtoffers van gevoelige misdaden kunnen getuigen in een veilige omgeving. Met deze toevoeging is de functie die het gerechtsgebouw heeft voor de gemeenschap verder verbeterd.'

Arissen: 'Het sociale aspect is zeer actueel. In Berlijn is momenteel veel onrust over stijgende huren. Het linkse stadsbestuur wil de huren bevriezen, maar dat lost niets op. Er is gewoon te weinig woonruimte; mensen trekken nu eenmaal overal ter wereld naar de steden. En meestal huren ze. Dat maakt verdere regulering van huurprijzen tot een heel aantrekkelijk onderwerp voor politici op stemmenjacht, maar het kan grote consequenties hebben voor de waarde van het

vastgoed. We zien het niet alleen in Berlijn, maar ook in Californië, New York, Hong Kong, overal.'

Van der Bijl: 'Betaalbaar wonen is actueler dan ooit. We zien dat reële inkomens de afgelopen 20 jaar nauwelijks zijn gestegen. Los daarvan zorgt de huidige schaarste aan woningen voor een prijsopdrijvend effect. Uiteindelijk is de echte oplossing meer en sneller bouwen en daarom zoeken wij met gemeenten en onze partners naar gezamenlijke oplossingen. Ten derde blijft de huurder en zijn woonwensen voor ons uitgangspunt bij het bepalen van de kwaliteit van onze woningen: welke kwaliteit is nu en later belangrijk? Wie zijn onze toekomstige huurders, zoals de groeiende groep senioren, en wat is voor hen een goede woning?'

Grandage: 'Ik denk dat het heel goed is dat we meer gaan nadenken over het gebouw in de omgeving. Wie wonen en werken er? Hoe komen ze er? Welke rol vervult het vastgoed in de omgeving? Daar moeten we gegevens over gaan verzamelen. Dat is volgens mij nog niet gedaan.'

Een gebouw en de omgeving veranderen is één ding, gedragsverandering bewerkstelligen iets anders. Hoe kun je als belegger een impact hebben op gedrag?

Maltha-Koppelman: 'Een voorbeeld is ons nieuwe kantoor The Core in Amsterdam. Er is veel aandacht voor een gezonde levensstijl door de aanwezigheid van kleedkamers, douches, fietsen, oplaadpunten voor elektrische fietsen en allerlei activiteiten. De lunches zijn merendeels vegetarisch en heel betaalbaar. Sinds ik daar werk, eet ik gezonder dan ooit.'

Cassagne: 'Onlangs hebben we een toonaangevend meetbedrijf overgenomen, dat op basis van langlopende

GRESB is een prachtig uitgangspunt, maar het management zou verder moeten kijken en een holistische visie moeten hanteren.



> **Barbara Maltha-Koppelman** werkt bij CBRE Capital Advisors en richt zich primair op het aantrekken van kapitaal van institutionele beleggers voor vastgoedfondsen. Tijdens haar loopbaan was zij onder meer betrokken bij een groot aantal beleggingsinhoudelijke vraagstukken, waaronder het opstellen van een strategisch positioneringsadvies voor Syntrus Achmea RE&F en de modernisatie van de fondsen van a.s.r. REIM en Altera Vastgoed. Ze begon haar carrière bij Deloitte RE en werkte als ESG manager en Investor Relations manager bij Bouwinvest REIM. Maltha-Koppelman studeerde af als ingenieur aan de faculteit Bouwkunde in Delft en is lid van de INREV ESG commissie.



contracten met mede-eigenaren en sociale verhuurders warmte en water levert en exploiteert. Dit type langlopende contracten is met name goed geïmplementeerd in Duitsland en Frankrijk. Milieuagentschappen hebben aangetoond dat het plaatsen van meters voor het individuele verbruik van warmte of water dit verbruik met ongeveer 20% vermindert, omdat het de gebruiker verantwoordelijker maakt voor zijn gedrag als bewoner. Dit is een zeer interessante investering in het kader van de energietransitie en daar zijn we erg trots op.'

Van der Bij: 'Door in een achterstandswijk een nieuw appartementencomplex te bouwen voor middeninkomens, kun je een heel positieve impact hebben op zo'n wijk. Als belegger wil je natuurlijk een verhuurd gebouw, maar niet alleen dat. Je hoopt dat het ook positieve invloed heeft op de wijk. Het kan ook een mixed use-complex zijn met diverse functies, zoals

sociale huur, retail en maatschappelijke functies. Wij zijn daar nu mee bezig in de grote steden. De extra functies in de plint van het gebouw creëren ook werk voor mensen uit de buurt. Zo probeer je mee te helpen om een buurt de goede kant op te krijgen.'

Grandage: 'In een industrieel complex zijn je mogelijkheden natuurlijk beperkt. Een winkelcentrum is bij uitstek geschikt. In plaats van bomen om te hakken, hebben we ze verplaatst. We hebben wilde vegetatie aangelegd, bijenkorven geplaatst en de gemeenschap erbij betrokken.'

De SDG's zijn geweldig, maar er is geen wegenkaart die leidt tot die doelen.

CONCLUSIE

Impact investing is beleggen met het doel een meetbare en positieve bijdrage te leveren op sociaal of milieugebied naast een financieel rendement. Het is een instrument voor ESG-beleid, maar ESG is breder dan alleen dat. Het terrein staat nog in de kinderschoenen. Het aantal investeringsmogelijkheden groeit, maar is nog niet zo omvangrijk dat er grote fondsen voor kunnen worden opgericht. De EU stimuleert het gebruik van privaat kapitaal in sociale infrastructuur. Alle aanwezigen zijn het erover eens dat data verzamelen een grote toekomst heeft. Via data kan het gedrag van de gebruikers in kaart worden gebracht, infrastructuur efficiënter worden gemaakt en kunnen uiteindelijk nieuwe standaarden worden geconstrueerd. Maar niet alles wat van waarde is, is meetbaar en je moet de context goed in de gaten houden. Een LNG-installatie is misschien niet het milieuvriendelijkst, maar wel een vooruitgang ten opzichte van een kolencentrale. Er klinken

pleidooien voor een 'holistische benadering' bij het beoordelen van duurzaamheidsvraagstukken. Het is aan goede fondsmanagers om de data te analyseren en tot een gedegen en transparant besluit te komen. Er is waardering voor GRESB, maar er klinkt ook kritiek. Het vijf sterren-systeem zou plat en contextloos zijn en daardoor minder inzicht geven. Zaligmakend is GRESB dus niet: PRI blijkt vaker geraadpleegd te worden. Impact investing is letten op de omgeving: profiteert die mee en kan vastgoed een positieve bijdrage leveren aan het leefklimaat? Impact investing is ten slotte ook ver vooruitkijken. Welke wetgeving valt er de komende decennia te verwachten op sociaal of milieugebied? Is het gebouw bestand tegen klimaatverandering? Neemt recycling een nog hogere vlucht en moet je daar nu al rekening mee houden bij de constructie en de keuze van bouwmaterialen? Een nog grotendeels onontgonnen gebied voor experts met visie.



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

COLUMN

Politici: focus op stimulering woningmarkt, niet op regulering

Aan de vooravond van de parlementaire behandeling van diverse voorstellen, doe ik deze dringende oproep aan politici en beleidsmakers: meer bouwen is de enige oplossing.

Aan de vooravond van de parlementaire behandeling van diverse voorstellen, doe ik deze dringende oproep aan politici en beleidsmakers: meer bouwen is de enige oplossing.

We zijn allemaal in afwachting van wat de 'investeringsimpuls met miljarden' van het kabinet Rutte voor de woningmarkt gaat opleveren. Gemeenten lijken extra middelen te krijgen om versneld woningprojecten op te starten en hetzelfde geldt voor de woningcorporaties om de bouw van sociale huurwoningen te stimuleren. De laatste jaren spelen de leden van IVBN een grote rol in de nieuwbouw, met het afgelopen jaar zo'n 10.000 nieuwe huurwoningen tussen de € 720 en € 1.200. Dat is meer dan 10% van de totale woningbouwproductie van circa 65.000! En er is nog veel meer kapitaal beschikbaar.

De Tweede Kamer moet de komende maanden oordelen over enkele ideologische 'oplossingen' voor de schaarste problematiek op de woningmarkt. Het aanbrengen van een 'noodknop' (waarmee een maximale huur op basis van de WOZ-waarde dreigt te worden aangebracht) is het meest verstrekkend. Ook voorstellen zoals een knellende cap op het WOZ-aandeel in het woningwaarderingssysteem (WWS) en een voorstel om de overdrachtsbelasting voor beleggers te verhogen, zijn risicovol en onvoldoende doordacht. Het is echt te hopen dat het Kabinet voor een verstandige weg kiest door dat vooral niet te doen en wél te investeren in de nieuwbouw. Dat is de enige manier om de schaarste aan te pakken.

Professionele partijen die actief zijn in nieuwbouw, zoals de leden van IVBN, wijzen verdere regulering op de woningmarkt af. Als zij door die regulering gedwongen worden hun investeringen te temporiseren of zelfs terug te trekken, heeft dat desastreuze gevolgen voor de nieuwbouw, maar ook voor investeringen in bestaande huurwoningen (onder andere in verduurzaming en

verbetering). Langetermijninvesteers worden door minister Ollongren gelukkig erkend als onmisbare samenwerkingspartners. Zij vervullen immers een voortrekkersrol op het gebied van constructieve afspraken met gemeenten over bijvoorbeeld huurniveau, woonoppervlakten en diversificatie binnen wijken.

Om excessen uit de huurwoningmarkt te weren én een aantrekkelijk investeringsklimaat te behouden, hebben IVBN-leden constructieve voorstellen gedaan om de Nederlandse woningmarkt gezond te maken. Het begin juli aangeboden Middenhuur-akkoord is daarvan het ultieme voorbeeld. Ook het Utrechts Biedboek voor gemeenten in de provincie Utrecht en rekensessies met G40 gemeenten over de haalbaarheid van nieuwbouw, zijn voorbeelden van het nemen van maatschappelijke verantwoordelijkheid. IVBN en haar leden doen er alles aan om de woningmarkt langdurig aan te jagen.

Landelijke en lokale politici zouden de constructieve oplossingen die we hebben aangedragen beter kunnen omarmen dan eigen stokpaardjes te berijden. Van 'roepen voor de politieke Bühne' moet men nu doorschakelen naar doordacht handelen, om te voorkomen dat de komende jaren in het teken staan van (onnodig) puinruimen.

Zo kiest GroenLinks ervoor om de hele vrije sector-huur af te schaffen en onder regulering te brengen. Wel erkent de partij de rol van institutionele woningbeleggers als belangrijke investeerders voor de lange termijn, maar die mogen alleen nog investeren in een totaal gereguleerde sector, waar de politiek over besluit met steeds wisselende ideeën en experimenten. Dat zelfs de (met staatssteun werkende) corporaties zwaar onvoldoende investeren in nieuwbouw van sociale huurwoningen, moet toch ook GroenLinks zijn opgevallen? «

ACTIEF BEHEER OM ALFA NA TE STREVEN.

Bij PGIM zijn wij van mening dat beleggingsstrategieën die er louter naar streven om de benchmark te kopiëren te veel kansen laten schieten.

Volgens ons is een actief beheer van verschillende activaklassen dé manier om alfa te identificeren en bereiken.

We zien bijvoorbeeld dat technologie elke sector transformeert, van energie over vastgoed tot retail. De winnaars op lange termijn zullen de bedrijven zijn die het snelst innoveren.

Onze 1200 beleggingsprofessionals in 37 kantoren over de hele wereld zoeken naar die kansen.¹

Professionele beleggers kunnen samenwerken met PGIM om de beleggingsgevolgen van baanbrekende technologie te verkennen op pgim.com

Aan alle beleggingen zijn risico's verbonden, waaronder het mogelijk verlies van kapitaal.



VASTRENTENDE EFFECTEN | AANDELEN | VASTGOED | ALTERNATIEVE PRODUCTEN | PRIVATE SCHULDEN

Alfa is het positieve of negatieve rendement van een belegging in vergelijking met een geschikte standaard, doorgaans een groep beleggingen die bekendstaat als een marktindex. Deze informatie is niet bedoeld als beleggingsadvies en is geen aanbeveling over het beheren of beleggen van activa. Beleggingen gaan gepaard met het beleggingsrisico, inclusief het risico van verlies van de belegde hoofdsom.

¹ Gegevens per 31-03-19.

© 2019 Prudential Financial, Inc. (PFI) en haar verbonden entiteiten. PGIM, Inc. is de voornaamste vermogensbeheertak van PFI en is als beleggingsadviseur geregistreerd bij de Amerikaanse Securities and Exchange Commission. PGIM is een handelsnaam van PGIM, Inc. en haar wereldwijde dochtermaatschappijen en aangesloten ondernemingen. In het Verenigd Koninkrijk en verschillende andere Europese rechtsgebieden wordt de informatie uitgegeven door PGIM Limited, een indirecte dochtermaatschappij van PGIM, Inc. Aan PGIM Limited (statutaire zetel: Grand Buildings, 1-3 Strand, Trafalgar Square, London, WC2N 5HR) is vergunning verleend door, en zij staat onder toezicht van, de Financial Conduct Authority in het Verenigd Koninkrijk (onder het registratienummer 193418) met het recht bedrijfsactiviteiten uit te voeren in verschillende rechtsgebieden in de EER. Dit materiaal wordt uitgegeven aan personen die professionele cliënten of in aanmerking komende tegenpartijen zijn in het kader van de Conduct of Business van de Britse Financial Conduct Authority. PGIM, Inc. is vrijgesteld van de verplichting om een Australian Financial Services-vergunning te hebben in het kader van de Australische Corporations Act 2001 voor financiële diensten. PGIM, Inc. is vrijgesteld op grond van het feit dat zij onder toezicht van de Securities and Exchange Commission valt krachtens de wetten van de Verenigde Staten van Amerika, met inbegrip van de toepasselijke deelstaatwetten en de toepassing van Class Order 03/1100 van de ASIC. De wetten van de Verenigde Staten van Amerika verschillen van de Australische wetten. In oktober 2004 ontving PGIM, Inc. een vergunning voor discretionair beleggingsbeheer in Zuid-Korea. Het is haar bijgevolg toegestaan rechtstreeks aan Zuid-Koreaanse beleggers discretionaire beleggingsbeheerdiensten te leveren.

Prudential Financial, Inc. van de Verenigde Staten heeft geen banden met Prudential plc, waarvan het hoofdkantoor in het Verenigd Koninkrijk is gevestigd. Het logo van PGIM en het rotsontwerp zijn dienstmerken van PFI en haar verbonden entiteiten, en zijn in veel rechtsgebieden over de hele wereld geregistreerd. Alleen voor professionele beleggers. 1114-1400 TECH-XGL

Duurzaam beleggen in Real Assets

DOOR JOLANDA DE GROOT

BlackRock spant zich steeds meer in om voor elke euro die in Real Assets wordt belegd helder te krijgen welke bijdrage deze investering levert aan de samenleving. Financial Investigator legde een aantal vragen voor aan Monique Donders, Country Manager bij BlackRock Nederland.

Wat is het belang van GRESB (Global Real Estate Sustainability Benchmark) voor BlackRock en hoe maken jullie er gebruik van om de duurzaamheidsprestaties te verbeteren?

BlackRock werkt al sinds 2011 samen met GRESB en sindsdien nemen we elk jaar met meer fondsen deel aan deze benchmark. GRESB is een onafhankelijke graadmeter voor ons ESG-beleid en geeft een goed beeld van de prestaties van onze fondsen in vergelijking met anderen in de sector.

Voor ons is GRESB een uitstekende manier om duurzaamheid in onze beleggingspraktijk op een transparante manier tastbaar te maken en ernaar te streven de ESG-prestaties elk jaar weer te verbeteren. Dat is vooral van groot belang omdat onze cliënten steeds meer waarde hechten aan ESG.

Welke rol spelen de Duurzame Ontwikkelingsdoelen (SDG's) van de VN in jullie ESG-beleid voor Real Assets-beleggingen en hoe beïnvloeden ze de keuzes die jullie maken?

De SDG's zijn een goede richtlijn om duurzame economische ontwikkelingen en de bijbehorende beleggingsthema's in kaart te brengen. Omdat wij als institutionele belegger voor de lange termijn investeren, focussen we op sectoren waar de beleggingen onderbouwd worden door stabiele cashflows op de lange termijn. Sommige ontwikkelingsdoelen in de lijst van de VN hangen samen met opkomende trends, waarvoor het beleggingsmodel en vooral het cashflowprofiel vaak nog niet duidelijk zijn. Hier ligt in onze ogen een taak voor overheden.

Welke SDG's komen het meest in aanmerking voor duurzame beleggingen in Real Assets en welke concrete beleggingsmogelijkheden ziet u hier op dit moment?

Doelen die voor ons op dit moment vooral interessant zijn, zijn betaalbare en duurzame energie (doel 7 in de VN-lijst), industrie, innovatie en infrastructuur (9), duurzame steden en gemeenschappen (11) en klimaatactie (13).

In infrastructuur voor hernieuwbare energie beleggen we al sinds 2011. In onze ogen is dit een van de gebieden waar uitstekende kansen liggen als het gaat om duurzaam beleggen; en dan met name impact-beleggen. De wereld werkt er hard aan de CO₂-uitstoot terug te dringen en hernieuwbare energie zal in 2050 naar verwachting 75% van de energiemix vertegenwoordigen. Schone energie en de klimaatinfrastructuur die daarmee samenhangt, is tegenwoordig een van de snelst groeiende segmenten van de infrastructuurmarkt. Het is bovendien een segment dat uit beleggingsoogpunt goed toegankelijk is.

Real Assets vertegenwoordigen diensten die essentieel zijn voor de samenleving, dus ze leveren een bijzonder tastbare bijdrage.



MONIQUE DONDERS

In infrastructuur voor hernieuwbare energie liggen uitstekende kansen als het gaat om duurzaam beleggen; en dan met name impact-beleggen.

Een tweede aandachtspunt zijn gebouwen en de manier waarop ze met energie omgaan. Dit speelt een belangrijke rol in de transitie naar een schonere wereld. Gebouwen zijn goed voor ongeveer een derde van de wereldwijde uitstoot en ongeveer twee derde van de huidige gebouwen zal in 2050 nog steeds bestaan¹. Daarom besteden we in onze portefeuilles ook veel aandacht aan groen vastgoed.

Kunnen duurzame beleggingen hand in hand gaan met betere financiële resultaten, of is dat een sprookje?

Wij zijn er sterk van overtuigd dat duurzaam beleggen goed kan aansluiten bij rendementsdoelen op de lange termijn. En we weten allemaal dat langetermijn-cashflows de kern vormen van Real Asset-beleggingen. Bij het opbouwen en waarderen van deze cashflows moet rekening worden gehouden met de trends die van invloed zijn op deze sector, de sponsors, projecttrajecten, de regelgeving die van toepassing is en tot slot ook met de eindconsument van het vastgoed.

Bevolkingsgroei, de beperkte beschikbaarheid van grondstoffen, toenemende verstedelijking, digitalisering, klimaatverandering, de circulaire economie... dat zijn nog maar een paar van de thema's waarop wij ons richten. Dit zijn thema's die zowel een risico als een kans kunnen zijn, maar we mogen ze in elk geval niet negeren. Wij zien duurzaam beleggen dus zeker niet als een sprookje, maar als een vast onderdeel van onze normale beleggingspraktijk, dat een sleutelrol speelt binnen onze fiduciaire taak.

Hoe kunnen beleggers met hun Real Asset-beleggingen bijdragen aan een betere wereld? En hoe verschilt dit van andere asset classes?

Real Assets bieden bij uitstek de mogelijkheid om zichtbaar te maken wat elke belegde euro bijdraagt aan een betere wereld. Ten eerste hebben we allemaal elke dag met Real Assets te maken: als we het licht aandoen, naar ons werk reizen, achter ons bureau zitten, op bezoek gaan bij iemand in het ziekenhuis of als we op vakantie gaan. Real Assets vertegenwoordigen diensten die essentieel zijn voor de samenleving, dus ze leveren een bijzonder tastbare bijdrage. Dat maakt ze anders dan andere beleggingscategorieën.

Bij BlackRock spannen we ons steeds meer in om voor elke euro die in Real Assets belegd wordt, helder te krijgen welke bijdrage deze investering levert aan de samenleving. Dat loopt van economische ontwikkelingen en het scheppen van

banen tot geleverde diensten, opgewekte energie, verbetering van de efficiency, noem maar op.

Wat zijn in de nabije toekomst de meest relevante thema's voor duurzame beleggingen in Real Assets?

Wij zien goede beleggingskansen in thema's die samenhangen met de energietransitie, zoals hernieuwbare energie en de infrastructuur die nodig is om de groei van hernieuwbare bronnen en de toenemende elektrificatie mogelijk te maken. Daarnaast zien we uitstekende mogelijkheden in maatschappelijke Real Assets, zoals gezondheidszorg, onderwijs en sociale woningbouw, en in groen vastgoed.

We focussen in het bijzonder op de veerkracht van onze Real Asset-portefeuilles, vooral met het oog op klimaatrisico's, zowel fysiek als in samenhang met de transitie. Tot slot blijft de stevige integratie van ESG in portefeuilles een centrale rol spelen in hoe wij zakendoen. Voor Real Assets is dat een essentieel onderdeel van gezond risicobeheer.

Slotwoord

Bij BlackRock zien we duurzaam beleggen als een combinatie van traditionele beleggingen met ideeën rond duurzaamheid, met als doel het risico van onze portefeuilles te verkleinen en het rendement op de lange termijn te verbeteren. ESG is daar onlosmakelijk mee verbonden, doordat ecologische (E), maatschappelijke (S) en bestuurlijke (G) risicofactoren een vast onderdeel vormen van onze activiteiten op het gebied van beleggings- en vermogensbeheer.

Dat geldt voor al onze beleggingsstrategieën, maar in het bijzonder voor Real Assets. Daar gaat het immers om tastbare zaken voor de lange termijn. Daarnaast ontwikkelen we duurzame beleggingsportefeuilles die gericht zijn op specifieke duurzame doelen, van screening van bepaalde sectoren tot thematische beleggingen in bijvoorbeeld de energietransitie of groene gebouwen.

Tot slot bieden we ook impactbeleggingen aan, die aan de strengste normen moeten voldoen, omdat in elke fase van het beleggingsproces duidelijk moet zijn dat de belegging niet alleen gericht is op financieel rendement, maar ook op een positief effect op milieu en maatschappij. «

GRESB is een onafhankelijke graadmeter voor ons ESG-beleid en geeft een goed beeld van de prestaties van onze fondsen in vergelijking met anderen in de sector.

¹ Bron: Aligning Buildings with a Climate Compatible 2050: Climate Bonds Initiative.



EUROPEAN EQUITIES

Jupiter benoemt twee van de beste actieve beleggers in Europese aandelen

Jupiter is een gevestigde naam als actieve vermogensbeheerder met de reputatie dat het de meest getalenteerde fondsmanagers in dienst heeft. Velen van hen zijn bekend. Hun trackrecords, beleggingsfilosofieën en -processen zijn een grote aantrekkingskracht voor beleggers die moeten beslissen waarin zij gaan investeren. Fondsmanagers bij Jupiter hebben aanzienlijk meer vrijheid dan bij veel grotere instellingen - wat het aantrekkelijk maakt voor nieuw talent - binnen een sterk kader van governance en risicobeheer.

Onlangs heeft Jupiter het Europese team versterkt met de benoeming van twee ervaren en hoog aangeschreven fondsmanagers. De gezamenlijke benoeming van **Mark Nichols en Mark Heslop** stelt Jupiter in staat om naadloos het hele spectrum van Europese megacaps tot en met smallcaps af te dekken. Sommige van de reuzen van morgen zijn tenslotte de midcaps en kleinere bedrijven van vandaag.

Voortaan zal de Jupiter European Growth-strategie worden gemanaged door Mark Nichols en Mark Heslop. Beide zijn overgekomen van Columbia Threadneedle Investments naar Jupiter Asset Management en hebben lange en zeer sterke trackrecords met omvangrijke Europese portefeuilles. Bovendien heeft Jupiter ervoor gezorgd dat ze worden ondersteund door een uitgebreid team - een teken van toewijding aan onze verworven positie in Europese aandelenbeleggingen.

Daar zijn waar echter echte groei te vinden is

Echte groei bedrijven zijn niet eenvoudig te ontdekken, maar ze bestaan wel, terwijl nieuwe ondernemingen opbloeien. Door de hoge koerswinstverhoudingen zien deze aandelen er vaak - oppervlakkig

gezien - duur uit, maar cruciaal is dat men dan voorbijgaat aan hun sterke en duurzame groeivoorzichten die veel langer kunnen aanhouden dan analisten doorgaans verwachten. Dit kan helpen om op lange termijn superieure beleggingsresultaten te behalen.

Met standaard waarderingsmodellen projecteren analisten ondoorzichtige groeicijfers een paar jaar vooruit om vervolgens terug te keren naar een lagere uiteindelijke groeisnelheid. Mark Nichols en Mark Heslop hebben daarentegen hun tijdsintensief beleggingsproces aangescherpt om bedrijven te identificeren met sterke bedrijfsmodellen die profiteren van seculiere groeifactoren, met een duurzaam rendement op kapitaal en gerund door eersteklas managementteams. Ze zijn op zoek naar echte groei bedrijven; lange termijn winnaars in het universum van beursgenoteerde Europese aandelen. Het identificeren van dergelijke bedrijven vergt vaak aanzienlijk meer werk en inzicht, waar analisten van doorsnee zakenbanken de tijd niet voor hebben, als ze al de ervaring hebben.

“Sommige reuzen van morgen zijn immers de midcaps en kleinere bedrijven van vandaag.”

Beleggingsproces

De sleutel tot de succesvolle beleggingsbenadering van het team is de diepgaande kennis die zij hebben van de bedrijven die zij analyseren en de identificatie van risico's voor de bedrijfsmodellen en groeiverwachtingen. Het team onderzoekt bedrijven op bewijs van duurzame concurrentievoordelen. Deze kunnen bestaan uit het hebben van hoge toetredingsdrempels, het bezitten van immateriële activa, het hebben van onovertroffen kostenvoordelen of hoge overstapkosten, dominantie in hun niche of het profiteren van een netwerkeffect.

Het team richt zich ook op de structuur van een sector en het aantal concurrenten. Bedrijven met weinig concurrenten kunnen profiteren van een grotere pricing power. Hoe meer het voor nieuwkomers moeilijk is om voet aan de grond te krijgen, des te beter. De macht van leveranciers wordt ook onder de loep genomen. Wanneer leveranciers consolideren, kan het eenvoudiger worden om de prijzen te verhogen, waardoor de kosten voor een bedrijf stijgen, met name als de leveranciers een aanzienlijk deel van de kosten van het eindproduct vertegenwoordigen. Hoe zit het met klanten - hebben ze de mogelijkheid om druk op de prijzen te zetten? Bedrijven met veel kleine, onafhankelijke klanten zullen het gemakkelijker vinden om prijzen te verhogen en de winstgevendheid te vergroten. Als een bedrijf iets unieks kan aanbieden, is dit hetgeen wat interessant is, omdat het de dreiging van vervangende producten vermindert. Bovendien is het team van mening dat zaken als duurzaamheid een prachtige en belangrijke bouwsteen kunnen zijn voor waardecreatie op de lange termijn.

Bedrijven met de bovenstaande kenmerken hebben de neiging om aanzienlijke kasstromen te genereren die ze vervolgens kunnen herinvesteren om hun groeivoorzichten te ondersteunen. Een logisch gevolg hiervan is dat de strategie van het European Growth Fund onderwogen kan zijn in bedrijven die afhankelijk zijn van financiële leverage, b.v. telecom, banken en commercieel vastgoed. Een ander gevolg is dat, omdat het team op zoek is naar Europese bedrijven met producten en diensten die over de hele wereld gevraagd zijn, de strategie de neiging heeft om meer blootgesteld te worden aan wereldwijde omzet, met name Amerikaanse dollars, evenals aan groeivoorzichten in Azië en opkomende markten.

“Bedrijven met weinig concurrenten kunnen profiteren van een grotere prijsmacht. Als het voor nieuwkomers moeilijk is om voet aan de grond te krijgen, des te beter.”

Actieve benadering

Het doel is om klanten superieure groei te bieden via een nauwgezet beleggingsproces zonder een benchmark te willen kopiëren. Het team biedt dezelfde geconcentreerde portefeuilles, dezelfde focus op groei, dezelfde nauwgezette aandacht voor detail en hetzelfde wereldwijde bereik, dat wordt geboden door de beste Europese bedrijven en wat bestaande beleggers in het Jupiter's European Growth-aanbod van ons verwachten. De turnover zal naar verwachting laag zijn en de overtuiging hoog.

Voor meer informatie: www.jupiteram.com/nl

Markt- en wisselkoersbewegingen kunnen ervoor zorgen dat de waarde van een belegging zowel daalt als stijgt, en dat u mogelijk minder terugkrijgt dan oorspronkelijk belegd.

Belangrijke informatie: deze inhoud is bedoeld voor beleggingsprofessionals en is niet voor het gebruik of voordeel van andere personen, inclusief particuliere beleggers. Het dient alleen ter informatie en is geen beleggingsadvies. De visies die uiteengezet zijn, zijn die van de co-managers op het moment van schrijven, zijn niet noodzakelijk die van Jupiter als geheel en kunnen aan verandering onderhevig zijn. Dit geldt met name in periodes van snel veranderende marktomstandigheden. Alles wordt in het werk gesteld om de juistheid van de informatie te waarborgen, maar er worden geen garanties gegeven. Voorbeelden van deelnemingen zijn alleen ter illustratie en zijn geen aanbeveling om te kopen of verkopen. Uitgegeven door Jupiter Asset Management International S.A. geregistreerd adres: 5, Rue Heienhaff, Senningerberg L-1736, Luxemburg, erkend en gereguleerd door de Commission de Surveillance du Secteur Financier.

DE INSTITUTIONELE BELEGGER KAN HET KAPITALISME REDDEN

Door Daan Spaargaren

Het kapitalisme verkeert in een crisis. De welvaartsgroei die de afgelopen 50 jaar vanzelfsprekend leek, is niet toekomstbestendig. Maar institutionele beleggers kunnen het bestuur van beursondernemingen aanspreken op hun maatschappelijke doelstelling en de eerste Nederlandse Stewardship Code biedt institutionele beleggers daartoe een belangrijk kader.

De houdbaarheid van het kapitalistisch systeem zoals wij dat kennen, staat op het spel. De toenemende ongelijkheid, afnemende sociale mobiliteit, klimaatverandering en stagnerende innovatie tonen aan dat de vrije markt niet alle problemen op kan lossen. Het afgelopen decennium kon het kapitalisme de belofte dat economische groei leidt tot toenemende welvaart en welzijn niet waarmaken. De loongroei bleef achter en tegelijkertijd nam de beloning van topbestuurders explosief toe. Beursgenoteerde

ondernemingen kochten voor duizenden miljarden aan eigen aandelen als douceurtje voor de aandeelhouder, in plaats van te kiezen voor langetermijninvesteringen in de echte economie.

Ondertussen zijn de effecten van de opwarmende aarde al merkbaar, terwijl de piek in de wereldwijde CO₂-uitstoot nog niet in zicht is. Er liggen vergaande nationale en internationale klimaat-akkoorden, maar de pijnlijke en ingrijpende maatregelen worden

voortuitgeschoven. Klimaatverandering is een systeemcrisis die nog steeds met de kop in het zand wordt aangepakt.

Beursondernemingen beginnen gelukkig langzaam te bewegen naar een meer stakeholder-gedreven benadering, zeker in de 'Rijnlanden' en Scandinavië. Bij een dergelijke benadering worden de belangen van stakeholders, zoals medewerkers, klanten en de maatschappij als geheel, meegewogen door de onderneming. Interessant was ook de recente purpose-verklaring van de Amerikaanse Business Roundtable, waarin ruim 180 CEO's verklaarden niet langer de aandeelhouder op de eerste plaats te zetten.

INSTITUTIONELE BELEGGERS

Maar zonder de steun van de aandeelhouders zullen beursondernemingen hun koers niet wezenlijk verleggen. Het is daarom aan institutionele beleggers om, in het belang van hun klanten en achterliggende begunstigen, het bestuur van beursondernemingen aan te spreken op hun maatschappelijke doelstelling. Institutionele beleggers kunnen binnen het kader van hun fiduciaire verantwoordelijkheid ondernemingsbesturen monitoren en bevragen op materiële onderwerpen als corporate governance, strategie en duurzaamheid.



Daan Spaargaren

Dat gaat verder dan enkel het integreren van milieu-, sociale en governance-factoren (ESG) in het beleggingsbeleid, wat inmiddels voor veel institutionele beleggers vanzelfsprekend is. ESG-integratie is een belangrijk middel om het risico-rendementsprofiel van een beleggingsportefeuille te verbeteren, maar ondernemingen worden zo niet aangesproken op hun handelen en niet uitgedaagd om verantwoording af te leggen over hun maatschappelijke doelstelling.

Door principes van verantwoord en betrokken aandeelhouderschap toe te passen, kunnen institutionele beleggers de financiële en brede maatschappelijke belangen van hun klanten en hun achterliggende begunstigden kenbaar maken bij de ondernemingen waarin zij aandelen houden. Een goed rendement op de lange termijn is immers meer waard in een leefbare en rechtvaardige wereld.

DE NEDERLANDSE STEWARDSHIP CODE

De Nederlandse Stewardship Code biedt institutionele beleggers een belangrijk normenkader om de relatie met beursondernemingen te verbreden en te verdiepen. De essentie van de Nederlandse Stewardship Code is de verwachting dat institutionele beleggers zich inzetten voor het behoud en het vermeerderen van waarde voor hun klanten en achterliggende begunstigden en dat ze langetermijn-waardecreatie door (Nederlandse) beursondernemingen bevorderen (de Nederlandse Stewardship Code richt zich op institutionele beleggers die aandelen houden in Nederlandse beursondernemingen).

Hierin sluit de Code aan bij de Nederlandse corporate governance code, die voorschrijft dat beursondernemingen ook de belangen van hun stakeholders moeten dienen. Daarnaast is de Nederlandse Stewardship Code in lijn met de vereisten voor institutionele beleggers uit de recent herziene EU-richtlijn langetermijn-betrokkenheid van aandeelhouders.

Om de relatie met het bestuur van beursondernemingen te verbeteren, verwacht de Nederlandse Stewardship Code dat institutionele beleggers een stewardshipbeleid hebben. Het stewardshipbeleid beschrijft hoe de institutionele belegger verantwoord en betrokken aandeelhouderschap vormgeeft. Zo vraagt de Code onder andere om aan te geven hoe de institutionele belegger de onderneming waardeert ten aanzien van het businessmodel, de strategie, prestaties, risico's, kansen en ESG-factoren.

DIALOOG

Een ander belangrijk aspect van aandeelhoudersbetrokkenheid is de bereidheid om met de bestuurders en

commissarissen van beursondernemingen in dialoog te gaan. Op die manier kan de institutionele belegger kenbaar maken wat er van de onderneming wordt verwacht. De institutionele belegger kan het ondernemingsbestuur bevragen op het belastingbeleid van de onderneming, de CO₂-reductiedoelstellingen en de concrete bijdrage van de onderneming aan de Sustainable Development Goals.

Voor het ondernemingsbestuur is een dialoog een goede gelegenheid om kennis te nemen van de economische en maatschappelijke verwachtingen van institutionele beleggers. Maar een dialoog biedt ook een mogelijkheid voor de onderneming om de institutionele

DE NEDERLANDSE STEWARDSHIP CODE IN HET KORT

1. Pensioenfondsen, levensverzekeraars en vermogensbeheerders hebben een stewardshipbeleid waarin wordt beschreven hoe zij stewardship richting Nederlandse beursvennootschappen integreren in hun beleggingsstrategie.
2. Pensioenfondsen, levensverzekeraars en vermogensbeheerders monitoren de Nederlandse beursvennootschappen ten aanzien van materiële aangelegenheden zoals strategie, duurzaamheid en corporate governance.
3. Pensioenfondsen, levensverzekeraars en vermogensbeheerders zijn bereid in dialoog te gaan met de bestuurders en/of commissarissen van de Nederlandse beursvennootschappen.
4. Pensioenfondsen, levensverzekeraars en vermogensbeheerders werken, indien passend, samen met andere aandeelhouders bij de uitoefening van stewardshipactiviteiten.
5. Pensioenfondsen, levensverzekeraars en vermogensbeheerders communiceren, indien passend, met relevante belanghebbenden van Nederlandse beursvennootschappen.
6. Pensioenfondsen, levensverzekeraars en vermogensbeheerders identificeren (potentiële) belangenconflicten en lossen die op.
7. Pensioenfondsen, levensverzekeraars en vermogensbeheerders oefenen hun stemrecht en andere aandeelhoudersrechten geïnformeerd uit.
8. Pensioenfondsen, levensverzekeraars en vermogensbeheerders maken hun stembeleid openbaar en vermelden of ze hierbij gebruikmaken van derden.
9. Pensioenfondsen, levensverzekeraars en vermogensbeheerders die een buitengewone algemene vergadering bijeen willen roepen, treden vooraf met het bestuur van de betreffende beursvennootschap in overleg.
10. Indien een door een pensioenfonds, levensverzekeraar of vermogensbeheerder voorgesteld voorstel op de agenda van een algemene vergadering van een Nederlandse beursvennootschap is geplaatst, wordt dit tijdens de vergadering toegelicht.
11. Pensioenfondsen, levensverzekeraars en vermogensbeheerders zullen zich onthouden van stemming indien hun shortpositie in de betreffende Nederlandse beursvennootschap groter is dan hun longpositie.

belegger een toelichting te geven op de strategie van de onderneming en het investeringsbeleid. Tot slot is een dialoog een goede gelegenheid om verschillen van inzicht te beslechten in aanloop naar de algemene vergadering, bijvoorbeeld over benoemingen van nieuwe bestuurders.

Het is ook raadzaam dat institutionele beleggers in gesprek gaan met stakeholders van de onderneming. De inzichten van deze belanghebbenden – klanten, de ondernemingsraad en maatschappelijke organisaties – kunnen waardevolle input opleveren voor de dialoog met het bestuur of de raad van commissarissen van de beursonderneming.

STEMBELEID

Een ander belangrijk machtsmiddel voor institutionele beleggers, en daarmee onderdeel van het stewardshipbeleid, is het stemrecht. De Nederlandse Stewardship Code onderstreept dat institutionele beleggers naar eigen inzicht stemmen tijdens de algemene vergadering. Daarmee bedoelt de Code dat de stempunten op de agenda van de algemene vergadering worden getoetst aan de hand van het eigen stembeleid en bij voorkeur niet automatisch de adviezen van stemadviesbureaus worden gevolgd.

Het eigen stembeleid van de institutionele belegger bevat doorgaans de uitgangspunten over corporate governance en duurzaamheid. Zo kan het stembeleid principes bevatten over een verantwoord beloningsbeleid van beursondernemingen. Ook kunnen institutionele beleggers via het stemgedrag diversiteit binnen het bestuur van ondernemingen bevorderen, bijvoorbeeld door tegen de benoeming van een mannelijke bestuurder of commissaris te stemmen als er geen of te weinig vrouwen in het bestuur of de raad van commissarissen zitten.

TRANSPARANTIE

Het is van groot belang dat institutionele beleggers transparant zijn over de naleving van stewardshipactiviteiten. Naleving van de Nederlandse Stewardship Code vindt plaats op basis van het pas-

toe-of-leg-uit principe. Van institutionele beleggers wordt verwacht dat zij de codeprincipes naleven, of uitleggen waarom zij dat (deels) niet doen.

Verschillende codeprincipes vragen om specifieke informatie openbaar te maken, zoals het stewardshipbeleid zelf, maar ook het stembeleid en het stemgedrag tijdens de algemene vergadering van beursondernemingen. Ook verwacht de Nederlandse Stewardship Code dat een toelichting wordt gepubliceerd op belangrijke stemmingen. Dit betreft bijvoorbeeld stemmingen waarbij de institutionele belegger niet overeenkomstig het advies van het ondernemingsbestuur heeft gestemd, of het stemgedrag op een aandeelhoudersresolutie.

STEWARDSHIP IN DE PRAKTIJK

Hoe institutionele beleggers invulling geven aan hun stewardship verschilt sterk. Voor een klein pensioenfonds kan verantwoord en betrokken aandeelhouderschap een flinke druk leggen op de beschikbare capaciteit, terwijl grote vermogensbeheerders daar vaak een aparte afdeling voor hebben. Toch is het ook voor kleinere partijen goed mogelijk om betekenisvol invulling te geven aan de Nederlandse Stewardship Code.

Zo stelt principe 4 van de Code dat institutionele beleggers prima kunnen samenwerken bij de uitvoering van stewardshipactiviteiten. Dit kan door collectief een dialoog te voeren met meerdere ondernemingen, waardoor dit minder beslag legt op de beschikbare middelen. Gezamenlijk invulling geven aan verantwoord en betrokken aandeelhouderschap kan ook door gebruik te maken van specifieke dienstverleners of door samen te werken binnen een organisatie als Eumedion.

Zeker kleine institutionele beleggers kunnen er ook voor kiezen om met een beperkt aantal ondernemingen een dialoog te voeren, of kunnen kiezen voor een bepaalde sector of maatschappelijk thema. Een optie is om enkel met die ondernemingen in dialoog te treden waarin de institutionele belegger een

relatief groot belang heeft. Ook kan ervoor worden gekozen om een dialoog te voeren met ondernemingen uit de olie- en gasector, om hen zo aan te sporen tot een verantwoord klimaatbeleid. Een andere mogelijkheid is dat een dialoog wordt gevoerd met ondernemingen die breed gedragen standaarden zoals de UN Global Compact schenden.

TOEKOMSTBESTENDIG KAPITALISME

Verantwoord en betrokken aandeelhouderschap is dus niet alleen een zaak voor grote institutionele beleggers, ook kleine partijen kunnen, zelfs met beperkte middelen, zelfstandig stewardship-activiteiten uitvoeren. Door daarover transparant te zijn en duidelijk te communiceren naar de relevante stakeholders, kunnen institutionele beleggers bijdragen aan het herstel van vertrouwen in beursondernemingen en de financiële sector. En nog belangrijker: aan een toekomstbestendig kapitalisme. «

- Het huidige kapitalistische systeem is niet toekomstbestendig;
- Het past binnen de fiduciaire verantwoordelijkheid van institutionele beleggers om het bestuur van ondernemingen aan te spreken op hun maatschappelijke doelstelling;
- De Nederlandse Stewardship Code biedt een normenkader om invulling te geven aan verantwoord en betrokken aandeelhouderschap.

Dit artikel is geschreven door Daan Spaargaren, Strateeg Verantwoord Beleggen bij PME Pensioenfonds. Spaargaren was secretaris van de Eumedion-werkgroep die de eerste Nederlandse Stewardship Code opstelde.



COLUMN

DOOR JEROEN VAN DER PUT, BESTUURDER, ADVISEUR PENSIOENFONDSEN EN VOORZITTER COMMISSIE RISICOMANAGEMENT PENSIOENFEDERATIE

De beleggingsmotor laat zich niet temmen

Het pensioenstelsel is gericht op een stabiel inkomen voor later, maar is onderworpen aan een volatiele beleggingswereld die hierbij spelbreker blijkt te zijn.

Beleggingen zijn de motor van het pensioen. De vuistregel is dat 1% meer rendement 30% meer pensioen oplevert. Elke euro ingelegde premie rendeert over de hele cyclus van opbouw en pensionering tot 3 à 4 euro. We zijn voor een goed pensioen dus erg afhankelijk van het succes van de beleggingen. De rest is, met alle respect, eigenlijk een beetje bijzaak. Het karakter van de beleggingen bepaalt ook hoe we het pensioendoel bereiken. Het kan een bumpy road zijn, zoals we hebben gemerkt, en dat sluit niet lekker aan bij de op zich logische behoefte aan een stabiel inkomen voor later.

We hebben dat opgelost door buffers te eisen die de volatiliteit van de beleggingen kunnen opvangen. Daarnaast berekenen we de premie en de dekkingsgraad op basis van een risicovrije rente. Dit alles is gericht op een hoge zekerheidsmaatstaf van 97,5%. Veel fondsen zijn al lange tijd hun buffers kwijt en een flink aantal heeft al een keer moeten korten. De buffers zijn sindsdien niet of nauwelijks hersteld. En daarmee is dus ook de 97,5% zekerheidsmaatstaf al geruime tijd uit beeld.

We leven echter nog steeds met zekerheidsboekhouding door met de risicovrije rente te rekenen in de premie en de dekkingsgraad. Nu de rente op 0 is uitgekomen, is deze zekerheidsboekhouding echt vastgelopen. De dekkingsgraden zijn ver weggezakt en premieberekeningen verdubbelen ruimschoots: 'U moet nu meer dan twee keer zo veel betalen voor een slechter pensioen.' Dat is een boodschap die niet te verkopen is. Actuarissen verklaren het kapitaalgedekte

stelsel dood. Werkgevers vluchten naar DC. De politiek ziet het zwaarbevochten pensioencontract weer wankelen en moet onnodige kortingen zien te voorkomen. De buffers hebben het beleggingsbeest niet kunnen temmen. Hoe nu verder?

De basisregel van pensioen is: premie + rendement = uitkeringen - kosten. Ik neem de hele cyclus van een fonds in beschouwing: start, opbouwfase, afbouwfase en afronding. Als je dan in de premiestelling uitgaat van het verwacht rendement en dat wordt ook precies zo gerealiseerd, dan weet je dat je precies alle beoogde uitkeringen kan uitbetalen. Voilà, een mooi sluitend systeem waarbij je geen euro tekort komt of te veel hebt aan het eind van de rit! De onzekerheid van de rendementen leidt tot de kans op een tekort van 50% en een overschot van 50%. Het is dan ook logisch om de dekkingsgraad te berekenen op basis van hetzelfde verwachte rendement. Zo kan je precies meten of je op koers bent en eventueel bijsturen. De premiedekkingsgraad is dan ook 100%.

Als je met een lager rendement in de premie rekent dan het verwacht rendement, dan wordt er meer ingelegd en neemt de kans op een tekort af. Naar verwachting blijft er dan wel geld over in het systeem. Door fiscale begrenzingsen kan je dat niet zomaar uitkeren. En dat is zonde. De premie en dekkingsgraad op basis van verwacht rendement zijn de meest zuivere meters op de beleggingsmotor van ons pensioen. En die doet het nog steeds. Goede communicatie is dan het sluitstuk naar een heldere verwachting van het inkomen voor later. «

Onze benadering van verantwoord beleggen onderscheidt zich dankzij onze onderzoeksvaardigheden

DOOR COLUMBIA THREADNEEDLE INVESTMENTS

Expertise in de verschillende asset classes, toekomstgerichte onderzoeks- en analysemethoden en een unieke bedrijfseigen ratingtool zijn cruciaal om onze concurrenten een stap voor te zijn, zegt Iain Richards, Head of Responsible Investment bij Columbia Threadneedle Investments.

Hoe ziet het brede beleggingsproces van Columbia Threadneedle Investments eruit?

Het is onze ambitie om duurzaam en risicogewogen rendement te behalen. Daarvoor voeren we een actief en consequent beleggingsbeleid dat gebaseerd is op teamwork, risicobewustzijn en resultaatgerichtheid. Onze internationale, talentvolle beleggingsteams werken samen om nieuwe inzichten te verwerven.

Met kennis van de diverse asset classes en door geografische zones intern te delen, krijgen we een

duidelijker beeld van het wereldwijde beleggingslandschap. Onderlinge uitwisseling en bespreking van ideeën in een op samenwerking gerichte cultuur betekent dat het beleggingsproces van onze beleggingsteams verrijkt kan worden en dat er voor onze cliënten beter geïnformeerde keuzes kunnen worden gemaakt.

Wat draagt onderzoek bij aan dit proces?

Deze benadering wordt gedragen door onze onderzoeksteams, die bestaan uit toegewijde, uitzonderlijk gespecialiseerde sectoranalisten. Doordat analisten zich op een branche concentreren, ontwikkelen ze een grondige kennis van die sector. Door onze deskundigheid in verschillende asset classes en verantwoord beleggen, kunnen we in een interactieve, dynamische omgeving openhartige discussies voeren. Dat is de voedingsbodem voor de beste beleggingsideeën.

Dankzij de kwaliteit van ons doortastende onderzoek kunnen we het veranderende beleggingslandschap beter begrijpen. Onze portefeuillebeheerders gaan bij het samenstellen van portefeuilles flexibel te werk met een combinatie van top-down- en bottom-up-analyses, om het hoofd te kunnen bieden aan de uitdagingen die voortkomen uit demografische veranderingen, globalisering en geopolitieke ontwikkelingen.

Hoe is Verantwoord Beleggen te definiëren?

Begrippen zoals ESG en duurzaamheid komen steeds vaker in het discours voor en hebben overlappende betekenissen. Beleggers vinden de onduidelijke definities frustrerend.

We zijn ervan overtuigd dat verantwoord beleggen heel goed samengaat met verantwoordelijk omgaan met het vermogen van onze cliënten – hun vermogen wordt professioneel beheerd om aan hun behoeften en eisen te voldoen. Bij onze activiteiten op het gebied van verantwoord beleggen ligt de nadruk op:

Foto: Archief Columbia Threadneedle

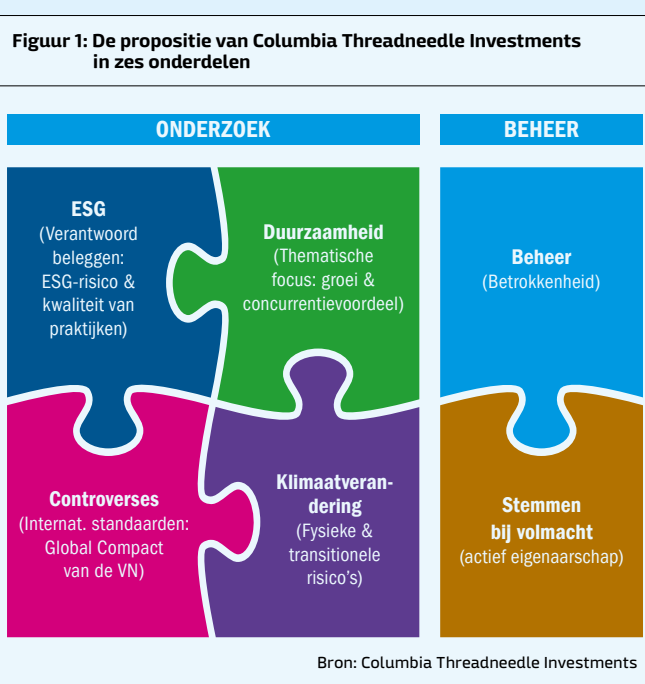


IAIN RICHARDS

- **Waarden (ethiek en normen)** Benaderingen die normaliter zijn gebaseerd op uitsluitingen en beperkingen, vaak rondom ethische overwegingen (zoals tabak, gokken, wapens) of rondom normen (zie hieronder).
- **ESG (intern en risicogericht)** Onderzoek binnen het raamwerk van de Sustainability and Accounting Standards (SASB) naar sectorrelevante ESG-factoren die inzicht geven in de kwaliteit van het bestuur, de algemene kwaliteit, de focus en de operationele normen van een bedrijf.
- **Klimaatrisico (op basis van exposure)** Analyse van de risico's die klimaatverandering en de energietransitie met zich meebrengen, met doorlopende ontwikkelingen rondom fysieke en transitionele risico's en de value at risk om rendementsbronnen binnen de portefeuille en de exposure naar klimaatrisico's te evalueren.
- **Op normen gebaseerd (controverses)** Beoordeling van de relevantie van problemen om ESG-factoren naar internationale standaarden na te leven – onder andere de Global Compact van de VN, arbeidsnormen van de ILO en de richtlijnen voor bedrijfsleven en mensenrechten van de VN.
- **Duurzaamheid (extern en op kansen gericht)** Onderzoek naar thema's en trends waarmee de output, producten en diensten die aan belangrijke maatschappelijke en economische behoeften voldoen, gecommmercialiseerd kunnen worden om rendement te behalen. Komen overeen met doelstellingen van de VN voor duurzame ontwikkeling.
- **Gevolgen (output- en impactgericht)** Beoordeling van de intensiteit van de thematische exposure volgens de doelstellingen van de VN voor duurzame ontwikkeling (Social Development Goals of SDG's) en de gevolgen daarvan.
- **Beheer (eigendom van onze beleggingen)** Actie die wordt ondernomen om bedrijven onder de loep te nemen en om vermeende of daadwerkelijke tekortkomingen in de markt en in bedrijven waarin we beleggen te ontdekken, voorop te stellen en te beperken.
- **Stemmen bij volmacht** Het uitoefenen van de stemrechten die gepaard gaan met de onderliggende beleggingen, waarmee we bedrijven van onze zorgen, voorkeuren en verwachtingen omtrent degelijk beheer op de hoogte kunnen brengen.

Hoe integreren we verantwoord beleggen in ons beleggingsproces?

We vervullen onze rol als beheerders van het vermogen van onze cliënten zorgvuldig binnen een raamwerk van degelijk bestuur en transparantie. Fundamenteel voor deze filosofie is de overtuiging dat effectief beheer ten goede komt aan bedrijven, beleggers en zelfs de bredere economie. Degelijk bestuurde of verbeterende bedrijven zijn beter toegerust om risico's en uitdagingen het hoofd te bieden en kunnen beter groeien.



Verantwoord beleggen betekent dan ook zorgvuldig omgaan met het kapitaal dat ons is toevertrouwd, dat vermogen behoedzaam beheren en voor cliënten het gewenste rendement behalen. Doordat we ons in ons onderzoek concentreren op de kwaliteit van bedrijven en hun standaarden voor operationele praktijken (ESG-factoren) enerzijds en op hun vermogen groeipotentieel om te zetten en een concurrentievoordeel te creëren (thema's rondom duurzaamheid) anderzijds, kunnen we de eerder genoemde doelen beter bereiken.

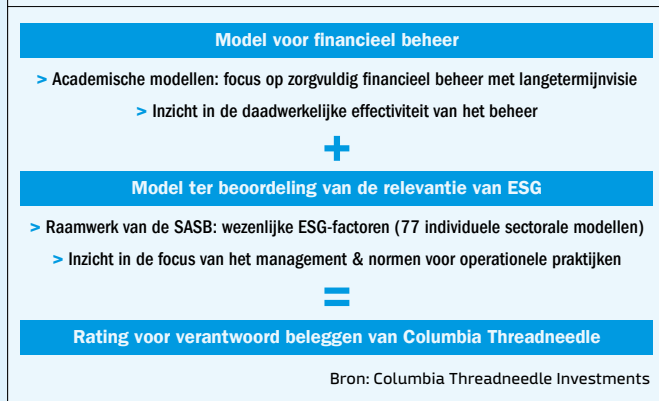
Bovendien is ons wereldwijde team 'verantwoord beleggen' onderdeel van de beleggingsafdeling en werkt het samen met onze portefeuillemanagers, onderzoekers en risico-analisten. Hierdoor vervagen de grenzen tussen verantwoord beleggen enerzijds en onderzoek en de beleggingsprocessen van afzonderlijke teams anderzijds en kunnen we innoveren met overtuigende strategieën en oplossingen voor onze cliënten.

Hoe effectief is uw benadering van verantwoord beleggen?

Naar onze mening moet iedere benadering onderbouwd zijn met gedegen onderzoek om effectief te kunnen zijn – dat wil zeggen diepgravende, resultaatgerichte, objectieve en interdisciplinaire analyse (onder andere MVB, aandelen, krediet, vastgoed, macro en kwantitatief) op basis van cloud computing en data science.

We gebruiken daarvoor het raamwerk van de Sustainability and Accounting Standards Board (SASB), waarmee de financieel gezien belangrijkste duurzaamheidsfactoren voor specifieke branches geïdentificeerd kunnen worden.

Figuur 2: Het ratingsysteem voor verantwoord beleggen van Columbia Threadneedle



Op basis daarvan krijgen we inzicht in de focus van het management en in operationele standaarden.

Er zijn bijna tweehonderd professionals bij deze benadering betrokken, die allemaal bijdragen aan de kwaliteit van ons onderzoek. Onze aanpak staat onwrikbaar op het fundament van heldere doelstellingen en een focus op langdurig consequent rendement voor onze cliënten. Dit geldt voor onze benadering van zowel verantwoord beleggen als van reguliere beleggingen.

Onze originele, onafhankelijke en vooruitstrevende onderzoeks- en analysemethoden op het gebied van verantwoord beleggen, zijn onmisbaar voor ons concurrerend vermogen en maken het mogelijk dat we onze cliënten het rendement kunnen bieden dat ze willen. Beleggingen staan centraal in onze benadering en dat is een belangrijk onderdeel van onze beleggings- en onderzoeksvaardigheden.

We zijn niet afhankelijk van extern onderzoek van derden, dus de kwaliteit van onze analyse- en onderzoeksmethoden is doorslaggevend. We hebben een complete gereedschapskist vol methoden en strategieën om beleggers te helpen hun portefeuille samen te stellen.

Wat onderscheidt jullie proces inzake verantwoord beleggen van dat van anderen?

Zowel de financiële als de niet-financiële kwaliteiten van een bedrijf, zijn concurrenten, marktpositie en de ontwikkelingen binnen dat bedrijf en binnen de bredere branche worden onder de loep genomen. Daarvoor hebben we een nieuw MVB-hulpmiddel ontwikkeld, waarbij gedetailleerde real-time-analyses van financieel beheer en belangrijke ESG-factoren voor het eerst in een enkele MVB-score worden gebundeld (zie Figuur 2).

Met behulp van cloud computing en data science worden meer dan 250 miljoen datapunten van 5.500 bedrijven over de hele wereld verzameld en vervolgens worden financieel

gezien de belangrijkste ESG-factoren per bedrijf geanalyseerd. Onze portefeuillemanagers en analisten krijgen zo een vollediger overzicht.

Het hulpmiddel bestaat uit twee onderdelen:

- In het eerste wordt het aandelenuniversum in 77 branches onderverdeeld en wordt de ESG-exposure en het risico dat daarmee gepaard gaat per bedrijf gekwantificeerd. Hiermee kunnen we vaststellen hoe ieder bedrijf op het gebied van belangrijke ESG-factoren presteert.
- De tweede component evalueert financieel beheer, waarbij factoren zoals herinvestering in onderzoek en ontwikkeling, leverage, liquiditeitsbeheer en boekhoudkundige risico's een rol spelen.

Het hulpmiddel combineert de twee onderdelen vervolgens om tot één beleggingsrating te komen. En uit de back-test blijkt duidelijk: de bedrijven met de beste MVB-rating presteren op lange termijn beter dan de bedrijven met de slechtste ratings.

In tegenstelling tot veel externe ESG-ratings, die elkaar vaak tegenspreken, te veel aan het verleden hechten en resultaten zonder correlatie voortbrengen, komen uit onze eigen ratings real-time bruikbare signalen naar voren waarmee onze beleggingsaanpak nóg rijker wordt.

Wat voor toepassingen heeft data science nog meer?

Ratings zijn nog maar het topje van de ijsberg van diepgaande analytische mogelijkheden. Met instrumenten uit de gereedschapskist van de data science kunnen we (1) de exposure naar iedere relevante ESG-factor in kaart brengen, (2) de omgang met die factor evalueren en (3) daar een risicoscore aan toekennen. Deze elementen worden voor ieder bedrijf en voor iedere factor vergeleken met het gemiddelde van de branche en vervolgens gekoppeld aan het aspect van het bedrijfsmodel waarvoor ze relevant zijn. Dashboards van emittenten, portefeuille-analytics en screeningtools voor beleggingsuniversums zijn allemaal onderdeel van de gereedschapskist van de datascience die iedere analist en fondsmanager tot zijn of haar beschikking heeft. «

Disclaimer:

Alleen voor professionele en/of gekwalificeerde beleggers (niet te gebruiken voor of te overhandigen aan retailklanten). In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van beleggingen en de inkomsten ervan zijn niet gegarandeerd, kunnen zowel stijgen als dalen en worden mogelijk beïnvloed door wisselkoersschommelingen. Dit betekent dat een belegger het belegde kapitaal wellicht niet terug ontvangt. In dit document verstrekte meningen gelden vanaf de datum van publicatie maar kunnen zonder kennisgeving vooraf worden gewijzigd en mogen niet als beleggingsadvies worden beschouwd. Uit externe bronnen verkregen informatie wordt betrouwbaar geacht, maar de juistheid en volledigheid ervan kan niet worden gegarandeerd. Gepubliceerd door Threadneedle Asset Management Limited. Ingeschreven in Engeland en Wales onder nummer 573204, Cannon Place, 78 Cannon Street, Londen, EC4N 6AG, Verenigd Koninkrijk. In het VK is ons vergunning verlend en staan wij onder toezicht van de Financial Conduct Authority. Columbia Threadneedle Investments is de wereldwijde merknaam van alle onderdelen van de groep Columbia en Threadneedle.



DOOR CASPER LÖTGERINK, VOORZITTER COMMISSIE INVESTMENT PERFORMANCE MEASUREMENT, CFA SOCIETY VBA NETHERLANDS

COLUMN

GIPS Standaard nu ook voor alternatieve beleggers en pensioenfondsen

Al sinds 1999 gebruikt CFA Institute de Global Investment Performance Standards (GIPS) om te waarborgen hoe rendementscijfers op een eerlijke en getrouwe wijze kunnen worden berekend en gerapporteerd. GIPS 2020 zorgt voor een bredere scope en verbeterde toepasbaarheid.

Het doel hiervan is om bij het vergelijken van vermogensbeheerders een objectiever beeld te krijgen en transparant te maken in hoeverre een vermogensbeheerder heeft gepresteerd ten opzichte van de relevante benchmark. De huidige GIPS-standaard die in 2010 werd geïntroduceerd, heeft vooral voor meer traditionele vermogensbeheerders een belangrijke rol gespeeld in het verder professionaliseren van rendementsrapportages.

De nieuwe versie van de standaard, GIPS 2020, die vanaf 1 januari 2020 van toepassing is, brengt naast een aantal aanpassingen in de standaard voor vermogensbeheerders ook explicieter alternatieve managers, private wealth managers en asset owners (waaronder pensioenfondsen) in scope. Hiermee komt nu ook voor dit type beleggers een best practices-standaard voor rendementsberekeningen binnen bereik.

In 10 jaar is de wereld veranderd en daarom was ook GIPS aan een herziening toe. Verschillende nieuwe punten komen in de GIPS 2020 standaard naar voren. De mogelijkheden voor bedrijven om gepoolde fondsspecifieke resultaten te presenteren zijn verbeterd. Er zijn minder specifieke vereisten voor asset classes en er is meer aandacht voor de accountstructuur voor een breder scala aan activatypen. Er kan nu ook gekozen worden voor money weighted returns (MWR) in plaats van time-weighted returns (TWR) als aan bepaalde criteria wordt voldaan, waardoor organisaties de flexibiliteit hebben om de meest geschikte rendementsvorm voor de accountstructuur te kiezen.

Zoals gezegd zijn alternatieve investeringen opgenomen en uitgewerkt in de scope. Bij alternatieve investment managers zien we dat er vaak veel spreiding is in de beleggingsresultaten. Daarnaast zien we dat bij alternatieve investeringen soms de gekozen benchmark maar beperkt past bij de gekozen strategie van de vermogensbeheerder. Om inzicht te krijgen in hoeverre een vermogensbeheerder daadwerkelijk waarde toevoegt, helpt het dat de nieuwe GIPS-standaard meer ruimte geeft in de berekening van performance.

Er is nu een keuze om zowel een tijdgewogen (TWR) als een geldgewogen (MWR) berekeningswijze te hanteren, zodat de berekening passend kan worden gemaakt bij de strategie. Daarnaast kan meer aandacht worden gegeven aan fondsrendementen, om een beter beeld van de prestaties te geven, en zijn een aantal vereisten die eerder aan Private Equity en vastgoedinvesteringen waren opgelegd, verwijderd om GIPS voor alternatieve investeringen relevanter te maken.

Ook voor pensioenfondsen als asset owners kan GIPS 2020 worden toegepast. Gezien de uitdagingen waar pensioenfondsen met de huidige lage rente voor staan, zal de wijze van rendementsberekeningen misschien niet het eerste punt van aandacht zijn. In de uitleg aan de deelnemers kan door het gebruik van GIPS wel beter worden bekeken wat de beleggingen hebben opgeleverd en welke waarde bestuurders en vermogensbeheerders hebben toegevoegd aan het fonds.

De toegevoegde waarde van GIPS voor pensioenfondsen is drieledig. Ten eerste geeft het aan dat het fonds transparantie op het gebied van rendementscijfers naar toezichthouders en deelnemers belangrijk vindt. Ten tweede biedt het zekerheid dat rendementscijfers zijn berekend in lijn met best practices. En ten derde laat het zien dat het fonds een beheerste bedrijfsvoering heeft op het gebied van rendementsberekeningen.

Vooruitlopend op de nieuwe standaard zijn er inmiddels meer dan 10 asset owners die compliance claimen met de nieuwe standaard. De verwachting is dat dit richting 2020 flink aantrekt en dat ook in Nederland pensioenfondsen deze standaard zullen gaan naleven.

De GIPS-standaard is nu relevanter dan ooit. Hobbels voor alternatieve investeringen en voor asset owners zijn weggenomen, om ook voor deze groepen betere vergelijkbaarheid te bieden. «



COLUMN

DOOR HAN DIEPERINK, GESCHREVEN OP PERSOONLIJKE TITEL

Fiscale onbalans tussen sparen en beleggen

De nieuwe regels voor de belasting op sparen zijn een kostbare fout die ten koste gaat van BV Nederland. Het raakt de financiële zelfredzaamheid van veel Nederlanders.

Fouten in wet- en regelgeving hebben vaak grote gevolgen voor de financiële wereld. Er ontstaat al snel een systeemrisico dat de financiële stabiliteit bedreigt, waardoor de economie uiteindelijk forse schade oploopt. Neem bijvoorbeeld de Bazel-akkoorden. Banken hoefden volgens de regels van het Bazel-comité geen kapitaal aan te houden voor staatsobligaties, waardoor Europese banken veel staatsschulden gingen opkopen. Een lokale Griekse crisis werd een bankencrisis en zelfs een eurocrisis.

Bij de Financiële Crisis zat de fout diep weggestopt in de regels voor de beoordeling van kredietwaardigheid. Dalende huizenprijzen tegelijkertijd in Chicago, San Francisco en Miami waren nog nooit voorgekomen. De risico's bij een landelijk gespreide hypotheekportefeuille werden daardoor te laag ingeschat. De gevolgen zijn bekend. Uiteraard bedoelden de ontwerpers dit niet verkeerd, maar het is wel ironisch dat, terwijl in beide gevallen wet- en regelgeving juist tot doel heeft om risico's te beheersen, hierdoor de kiem wordt gelegd voor de volgende crisis.

Fiscale regels zijn nog gevoeliger voor fouten. Belastingen zorgen niet alleen voor inkomsten voor de overheid, maar hebben door de financiële prikkel grote effecten op menselijk gedrag. Veel Tesla-rijders bekommeren zich nauwelijks om het milieu, het gaat hen vooral om de fiscale bijtelling. Gelukkig blinken Nederlandse belastingregels voor beleggers uit in eenvoud. Fiscaal maakt de vermogensrendementsheffing geen onderscheid. Belastingregels zijn verder gericht op het voorkomen van dubbele belasting en een gelijke behandeling van individueel of collectief beleggen.

Daar komt verandering in. De belasting op sparen gaat op de schop. De eerste 400 euro belasting op spaarrente wordt vanaf 2022 niet meer geheven. Men kijkt niet langer naar een fictieve rente van 4 procent, maar naar de feitelijke rente. Nu is die rente 0,09 procent. Per persoon wordt daardoor 440.000 euro vrijgesteld van belasting. Als de spaarrente in 2022 is gezakt tot bijvoorbeeld 0,01 procent, is zelfs meer dan 4 miljoen per persoon vrijgesteld. Bij een rente van nul hoeven zelfs sparende miljardairs geen belasting meer te betalen. Lijkt mij lastig uitlegbaar.

Voor wie veilig wil beleggen in obligaties, is de fictieve rente in 2022 opgelopen van 4 procent naar 5,25 procent. Over alles mag ook nog eens 33 procent in plaats van 30 procent belasting worden betaald. Met een tienjaarsrente van -0,5% is het verschil met een spaarrekening zonder rente opeens 2,25% negatief. Het gevolg is dat alle risicoprofelen op de schop moeten. De leidraden van de AFM op dit gebied kunnen in de prullenbak. Vermogensbeheerders kunnen stoppen met het aanbieden van obligatie- en mixfondsen aan particulieren. Door dit onderscheid ontstaan nieuwe arbitragemogelijkheden die de belastingdienst dan weer zal moeten bestrijden, terwijl we het vooral voor die dienst zo gemakkelijk mogelijk moeten maken.

Bovenal betekent het dat Nederlanders een nog sterkere prikkel krijgen om te sparen in plaats van te beleggen. Met een berg spaargeld die nu al gelijk is aan de staatsschuld, gaat dit uiteraard ten koste van het rendement. De overheid dringt er wel op aan dat Nederlanders financieel zelfredzaam moeten zijn, maar geeft ze daarvoor niet de middelen. Niet gemakkelijker en zeker niet leuker. «

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



DUURZAAM EN VERANTWOORD BELEGGEN

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

www.bnpparibas-am.nl



**BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT**

**De vermogensbeheerder
voor een wereld
in verandering**

CLIMATE CATASTROPHE IS INEVITABLE WITHOUT PRIVATE INVESTORS

By Paul Hailey

If emerging markets are to achieve development without increasing emissions, private investors need to step in to support innovative, sustainable business models that generate clean power and improve efficiency.

The scale and scope of climate change are without parallel. It is all-consuming in every sense, affecting all points of the compass, from every country to every meal. Climate change is also urgent, yet the size of the problem, and its uneven progress, undermine comprehension. How can we be on the verge of a global crisis when the sun is shining and the supermarkets are full? We need to halve emissions by 2030, but

many seem to think we can do the ecological equivalent of doing our homework on the school bus.

So perhaps we should frame the problem in the same context, or at least make it easier to digest. Take a class of ten primary school children, selected as a representative sample from around the world. Without action, by the time they reach my age,

six will be exposed to extreme heatwaves on a regular basis and three will suffer from water scarcity and coral reefs will be a beauty of the past. Our actions now, not tomorrow, will decide whether their future is unforgivably different.

But even if it is a global issue, there are some important differences between these kids. On average, the two richest kids are producing almost as much emissions as the eight poorest – 45% of global carbon emissions. Understandably, this is where much of the climate change discourse has focused – a critical part of the struggle involves the developed world making major changes to policies, lifestyles and infrastructure.

But it is also a mistake to focus on the two rich children exclusively. The other eight still represent 55% of carbon emissions, up

Photos: Archive ResponsAbility



CV

Paul Hailey is Head of Impact at responsAbility Investments and the author of various publications and articles. Previous roles at the company include Senior Research Analyst for the financial sector. He has an MBA from École des Hautes Études Commerciales de Paris (HEC Paris), where he is also a lecturer, and a B.A. (Hons) from Pembroke College, University of Cambridge.

Energy consumption in developing countries will rise by 84% by 2035, with economic and demographic expansion leading to a surge in greenhouse gas emissions.

The financial sector and asset owners must respond to the clear demand for solutions among consumers and the wider public.

from 33% thirty years ago. This percentage will increase further. Energy consumption in developing countries will rise by 84% by 2035, with economic and demographic expansion leading to a surge in greenhouse gas (GHG) emissions. Yet how can we deny the other eight the same quality of life and opportunities as us? Right now, three of our class live on less than \$3.20 per day, one doesn't have electricity and on average more than one is malnourished. We're not talking about frivolous consumption here – if the developing world takes the conventional path to simply fulfilling essential needs like proper nutrition, access to energy, or access to clean water, this will boost emissions, no matter how many Europeans start eating vegan and travelling by train.

To achieve that growth while reducing emissions we must harness the power (literally and figuratively) of innovative, sustainable business models that generate clean power and improve efficiency. Some of this will come from large-scale, national projects, but mid-size hydro or wind power plants can still significantly increase power per capita in many developing countries. These projects provide a more reliable, cheaper, sustainable energy mix, boosting development in the process. For those areas where transmission networks are not in place or the existing supply is unreliable, a variety of off-grid solutions are available in many parts of rural Africa for low-income households and SMEs. As a result, it is still possible for local

companies to provide electricity to families for the very first time and reduce emissions rather than increasing them.

Equally, a multitude of solutions now exist to boost energy efficiency in the developing world context. Providing loans to small businesses for more efficient machinery or insulation reduces their utility bills and limits emissions overall, sometimes in highly polluted urban environments. The agricultural sector is still crucial to many developing economies, but is often both inefficient and a major source of CO₂ and methane emissions. Helping local producers to build better storage and processing facilities, or more efficient irrigation systems, will increase revenues and reduce wastage.

Finding solutions for adaptation in the developing world is also critical. While all this class will suffer from the effects of climate change, the eight poorest come from backgrounds that make them much less able to cope with this change. Many developing countries simply don't have the money or institutions to bring about change on the scale required. For some it may be too late – if one of our kids is from a small island state, their country may be sinking already.

However, none of this 'gardening' will happen without funding, and this is where we really see the difference between developed and developing countries. Overseas Development Aid from governments is falling, despite a USD 2.5 trillion gap in annual funding to reach the SDGs. There is a clear need and opportunity for private investors here, but a combination of higher perceived risk and illiquid local capital markets (where they even exist) means that many emerging and frontier markets struggle to attract the long-term investment needed. As a result, asset managers and development agencies are banding together to create blended finance products. This is an innovative approach that typically allows public development agencies to assume some of the first losses, reducing the risk profile and catalyzing private investment into key areas of development.



Nonetheless, this revolution must extend to the world of investment. At a time when Greta Thunberg, Alexandra Ocasio-Cortez and Climate Extinction have electrified public discourse, there is a clear demand for solutions among consumers and the wider public. The financial sector and asset owners must respond to this. The other eight have a right to the same quality of life as their counterparts in Europe or the US – providing them with a green path to development is the key to passing the biggest test of this generation. «

- The urgency of the climate crisis is not always being addressed with significant actions;
- The developing world represents a major part of potential future emissions, therefore it is crucial that these emerging markets develop in a sustainable way to prevent these emissions;
- Clean power, energy efficiency, and green lending need large investment from the private sector in order to foster a green path to development.

This article is written by Paul Hailey, Head of Impact at responsAbility Investments AG

De impact van klimaatscenario's voor pensioenfondsbestuurders

DOOR JAN JAAP OMVLEE

Hoe kunnen verschillende klimaatscenario's de beleggingsportefeuille beïnvloeden en wat betekent dit voor pensioenfondsbestuurders? We vroegen het aan Gerard Moerman (Aegon Asset Management) en Gosse Alserda (TKP Investments).

Wanneer de mensheid wereldwijd niet ingrijpt om de klimaatverandering tegen te gaan, voorziet het IPCC (Intergovernmental Panel on Climate Change) een temperatuurstijging van 4°C ten opzichte van de pre-industriële periode. Op dit moment worden er onvoldoende maatregelen doorgevoerd om een 1,5°C-scenario te halen (IPCC, 2018) en is de ontwikkeling van klimaatverandering bijzonder onzeker. Gosse Alserda en zijn collega Menno Altena voerden een onderzoek uit om te achterhalen wat dit betekent voor beleggingsportefeuilles. Zij werken daarbij nauw samen met collega's van Aegon Asset Management binnen hun overkoepelende Client Investment Solutions team om de aandacht voor duurzaamheid binnen het beleggingsbeleid te vergroten.

Alserda: 'In ons onderzoek analyseren we de mogelijke financiële gevolgen van klimaatrisico's, zowel op de korte als op de lange termijn. We hebben twee klimaatscenario's onderzocht. Een 1,5°C-scenario, dat wil zeggen een abrupte transitie waarbij de prijs op de uitstoot van broeikasgassen fors omhoog zal gaan. Dit leidt tot een daling en herverdeling van winstgevendheid van bedrijven, met gevolgen voor de waarde van hun aandelen en obligaties. En daarnaast een 4°C-scenario. Dit is een scenario waarin niets of te weinig wordt gedaan om de klimaatverandering te beperken. Op de korte termijn is de impact van dit scenario zeer beperkt: er verandert weinig en financiële markten worden nauwelijks geraakt. Op de lange termijn zullen de effecten van zo'n temperatuurstijging echter grote negatieve gevolgen hebben.'

Moerman: 'De daadwerkelijke uitkomst ligt waarschijnlijk tussen deze twee uiterste scenario's in en zal daarmee kenmerken van beide scenario's vertonen. Daarom is het belangrijk om de risico's van beide scenario's mee te nemen. Inzicht in de financiële gevolgen van deze twee klimaatscenario's kan beleggers helpen hun portefeuille robuuster te maken voor de ontwikkelingen omtrent klimaatverandering.'

Wat is de conclusie van het onderzoek?

Alserda: 'Onze conclusie is dat op de korte termijn het 1,5°C-scenario van een abrupte transitie financieel de grootste risico's met zich meebrengt en het 4°C-scenario voor de leefbaarheid op aarde het grootste risico is. In het laatste scenario komt het meer op de maatschappelijke verantwoordelijkheid van beleggers aan. Om de kortetermijnrisico's van het 1,5°C-scenario beter in kaart te brengen, hebben we een scenario ontwikkeld op basis van diverse wetenschappelijke onderzoeken en specifieke gegevens voor bedrijven. Hierbij kijken we naar de uitstoot van CO₂, maar ook naar hoe gevoelig bedrijven zijn voor ontwikkelingen in de energietransitie. Ook hebben we een aantal aannames gedaan over onderdelen waarop nog geen consensus is bereikt. Met behulp van deze schok kan inzichtelijk worden gemaakt welke beleggingen het hardste worden geraakt in dit scenario en

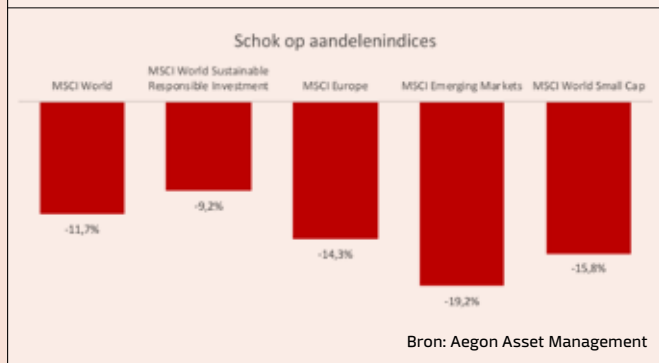


Foto: Archief Aegon Asset Management

CV

Gerard Moerman is Chief Investment Solutions Officer bij Aegon Asset Management Europe (AAM) en leidt de afdeling Client Investment Solutions.

Figuur 1: CO₂-afhankelijke schok van abrupte transitie voor verschillende aandelenportefeuilles



wat de impact is op de totale portefeuille van beleggers. Beleggers kunnen deze stresstest gebruiken om te kijken naar manieren om een portefeuille robuuster te maken voor een dergelijke schok.’ (zie Figuur 1)

Kunt u een voorbeeld geven?

Alserda: ‘Het is waarschijnlijk dat de olie-industrie geraakt zal worden bij een harde schok. En dan zie je dat Shell bijvoorbeeld al veel verder is dan concurrent ExxonMobil. Vanuit klimaatrisico gezien kun je zeggen dat je beter in Shell kan beleggen dan in ExxonMobil, omdat Shell beter voorbereid is op een abrupte transitie dan ExxonMobil. Per saldo is Shell daardoor iets minder gevoelig voor een dergelijke schok.’

‘Ander voorbeeld: een autoproducent stoot misschien niet per se heel veel CO₂ uit, maar als er geen auto’s meer verkocht worden omdat de brandstof onbetaalbaar is geworden als gevolg van maatregelen om de klimaatverandering tegen te gaan, zullen autoproducenten ook geraakt worden. Daarom kijken we ook naar de data van een provider die dat allemaal in kaart brengt voor verschillende bedrijven: hoe groot zijn de risico’s en wat doet het management om die risico’s te mitigeren?’

Hoe kunnen beleggers de brug slaan naar robuustere beleggingen?

Alserda: ‘Dat begint met het in kaart brengen van de klimaatrisico’s en het bekijken in hoeverre die een risico vormen voor de beleggingsportefeuille. Beleggers hebben nu eenmaal te maken met veel risico’s en die moet je altijd tegen elkaar afwegen. Daar kunnen onze scenario’s bij helpen. Als klanten dan vinden dat de risico’s te groot zijn, of als ze de exposure willen verminderen, dan zijn er een aantal opties. Bijvoorbeeld om bepaalde industrieën die relatief gevoelig zijn voor een dergelijke schok, zoals de olie-industrie, uit te sluiten, of anderzijds binnen elke industrie te kijken naar de bedrijven die het beste omgaan met deze risico’s en al het verste zijn met het inspelen op een transitie.’

‘Het is belangrijk om eerst de risico’s in kaart te brengen. Vervolgens zie je dat beleggingen die een grotere maatschappelijke focus hebben op het gebied van klimaat (dus alleen beleggen in schone industrieën of binnen industrieën in schone bedrijven) niet alleen waarde hebben in het kader van hun maatschappelijke verantwoordelijkheid, maar ook vanuit een risicoperspectief waarde kunnen toevoegen. Dus dat zou een extra overweging kunnen zijn: waarom wil ik investeren in dergelijke beleggingen? Misschien heb ik dan een hoger concentratierisico en een iets minder breed belegbaar universum, maar ik beleg wel in aandelen die minder gevoelig zijn voor de energietransitie.’

Welk scenario is het meest waarschijnlijk?

Alserda: ‘We hebben nu de twee extreme scenario’s genomen. Het 4°C-scenario vereist al dat er minder klimaatbeleid zal zijn dan er nu is. Dat is onwaarschijnlijk. Het tegenovergestelde geldt voor het 1,5°C-scenario, wat zou betekenen dat de wereld het collectief eens zou moeten worden over de te nemen maatregelen. De waarschijnlijke uitkomst zal tussen deze twee extreme scenario’s in liggen, met kenmerken van beide scenario’s. Daarom is het van belang om de risico’s van beide scenario’s mee te nemen. De belangrijke les voor beleggers is dat een abrupte transitie (korte termijn) negatieve gevolgen kan hebben voor de beleggingsportefeuille en dat dit risico gereduceerd kan worden door ‘groener’ te beleggen. Zonder ingrijpen (4°C-scenario) zullen de langetermijneffecten desastreus zijn. De termijn waarop dit gebeurt is echter te lang om er nu al op in te kunnen



Foto: Archief TKP Investments

CV

Gosse Alserda is Investment Strategist bij TKP Investments en tevens teamlid van het overkoepelende Client Investment Solutions team van Aegon Asset Management.

Figuur 2: Schok van abrupte transitie voor een gemiddelde en voor een groene portefeuille. De groene portefeuille presteert in dit scenario circa 1,7% beter dan de gemiddelde portefeuille



spelen. Beleggers hebben wel een maatschappelijke verantwoordelijkheid om dit scenario te voorkomen: wat is een euro pensioen waard in een onleefbare wereld?’

Moerman: ‘Klimaatverandering is een wereldwijd probleem waarbij we als mensheid gezamenlijke belangen hebben, maar waar politiek gezien verschillende agenda’s gelden. We volgen allemaal de discussies in het nieuws en zien dat één van de leiders van de grootste economieën van de wereld zich er niet aan wil houden. Dat maakt het lastig in te schatten of klimaatacties inderdaad via een CO₂-prijs zullen plaatsvinden en wanneer dat in zo’n geval zal plaatsvinden. Hoe de klimaatverandering en het bijbehorende beleid dan ook zullen uitpakken, een pensioenfondsbestuurder moet zich toch voorbereiden op wat er zal gebeuren als een scenario over een paar jaar werkelijkheid wordt. Dat lijkt misschien nog ver weg, maar het kan snel gaan. Mag ik ter vergelijking de pensioenfondsenindustrie nemen? Vijftien jaar geleden was ons pensioen nog heilig: nominaal was echt het minimum en we gingen op 65-jarige leeftijd met pensioen. Beide zaken zijn niet langer de norm en dat is gebeurd in vrij korte tijd. Ik hoop persoonlijk dat we met het milieu deze stappen ook in korte tijd gaan zetten, want als we deze aarde leefbaar willen houden, dan moet je je daar als pensioenfondsbestuurder of asset-owner op voorbereiden. Of we de aarde leefbaar houden, weet niemand, maar de transitie zien we al. Het percentage elektrische auto’s neemt elk jaar toe.’

Alserda: ‘Als deze transitie versneld wordt door klimaatbeleid, dan is het logisch dat de bedrijven die daar niet op inspelen hard geraakt zullen worden.’

Moerman: ‘Het komt dus neer op de afweging die je als pensioenfondsbestuurder wilt maken. Ben ik bereid om daar op in te spelen? Hoe bereid ik me voor? Wil ik daar met mijn beleggingen nu al op inspelen, of wil ik dat gradueel doen? Doe ik dat alleen met de nieuwe binnenkomende gelden? Geef ik iets op en zo ja wat dan? Hoe houd ik een goed gespreide portefeuille, et cetera et cetera.’

Wat zijn daarbij de uitdagingen?

Moerman: ‘Wij zorgen ervoor dat de implementatie voor de klant zo goed mogelijk verloopt. Sommigen willen daar heel ver in gaan en anderen beperken zich tot een minimum. Ons Responsible Investment-team bekijkt de mogelijkheden en probeert te innoveren met portefeuillemanagers door te kijken hoe we dat zo slim mogelijk kunnen doen. Soms heb je een bedrijf nodig dat op zichzelf vervuילend is, maar dat weer helpt om een andere industrie minder vervuילend te maken. Daarom hebben we een specialistisch Responsible Investment-team dat weet wat er allemaal speelt.’

Moerman: ‘Een voorbeeld zoals Tata, dat veel staal produceert en CO₂ uitstoot, maar waarmee je tegelijkertijd ook windmolens kan bouwen, laat ook de tweeledigheid zien. Je kunt wel tegen Shell zijn, maar vervolgens stap je even later in je auto om te gaan tanken. En ook als je per definitie elektrisch rijdt, wil dat niet zeggen dat het schoner is. Waar komt die energie vandaan? Hoeveel kost de productie van een elektrische auto? Hoeveel kost de productie van de batterijen? Wat gaan we straks met de batterijen doen? Zo’n vraagstuk is multidimensionaal. De energietransitie is een van de risico’s waar beleggers mee te maken hebben en al die risico’s zul je moeten balanceren.’ «

Casus: Tata Steel

De mogelijke financiële gevolgen van een abrupte transitie worden duidelijk uit de recente opmerkingen van de directeur van Tata Steel Nederland in IJmuiden. Tata Steel is jaarlijks verantwoordelijk voor een uitstoot van ca. 6,2 miljoen ton CO₂ (2015-2016), goed voor ca. 3,2% van de Nederlandse uitstoot. Volgens de directeur zou een invoering van een (nationale) CO₂-belasting die oploopt van € 25 per ton uitstoot in 2020 tot € 200 in 2050 – daarmee aan de onderkant van de benodigde prijs volgens het IPCC – betekenen dat zijn staalbedrijf failliet zou gaan. (Bron: VBA Journaal)

ORSA self assessment

Vanuit EIORP 2 wordt aan pensioenfondsen gevraagd een ORSA self assessment (Own risk and solvency assessment) uit te voeren om periodiek hun financiële positie te toetsen door middel van onder meer een stresstest. Deze stresstest kan helpen om het inzicht in de financiële risico’s van klimaatverandering voor deze instellingen te vergroten. **Moerman:** ‘Wat verder nog een interessante afweging is, is in hoeverre je als belegger bepaalde vervuïlende industrieën of bedrijven wil uitsluiten of dat je juist eigenaar wil zijn zodat je stemrecht kan gebruiken om engagement uit te voeren. Dan heb je wel het risico, maar heb je ook de mogelijkheid meer invloed uit te oefenen en wereldwijd een bijdrage te leveren aan het verlagen van de kans op bijvoorbeeld een 4°C-scenario.’



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

COLUMN

Wet centraal aandelhoudersregister: uitstel mag geen afstel worden!

In januari 2017 hebben de Kamerleden Groot en Gesthuizen een initiatief-wetsontwerp tot instelling van een centraal aandelhoudersregister (CAHR) ingediend. Het kabinet vindt het nu niet het juiste moment voor een besluit hierover. Afstel zou een gemiste kans betekenen.

De uitgifte van aandelen op naam dient bij de oprichting van een BV of een niet-beursgenoteerde NV te worden vastgelegd in het aandelhoudersregister. Een overdracht van de aandelen moet daarin eveneens worden aangetekend. Hetzelfde geldt voor het vestigen van een pandrecht of een vruchtgebruik op de aandelen. Ook een beslag op de aandelen dient in het aandelhoudersregister te worden ingeschreven. Het aandelhoudersregister moet worden bewaard door de vennootschap en worden bijgehouden door het bestuur. Bij vennootschappen met meerdere aandelhouders is het aandelhoudersregister het enige document waaruit blijkt wie de aandelhouders zijn en of de aandelen zijn bezwaard of beslagen. Voor een koper of een bank die de aandelen aan zich wil laten verpanden of die onderzoek doet naar de UBO van de vennootschap, is dit essentiële informatie. Dat geldt ook voor de notaris die bij het opstellen van zijn akte moet vaststellen hoe de eigendomsverhoudingen liggen.

In de praktijk doen zich hierbij verschillende problemen voor. Om te beginnen is het aandelhoudersregister niet openbaar en worden de aandelhoudersregisters niet centraal bijgehouden. Een notaris die wordt ingeschakeld bij een aandelentransactie zal het aandelhoudersregister dan ook altijd moeten opvragen bij de vennootschap en is dus afhankelijk van de toestemming van de vennootschap. Verder is een in fysieke vorm bestaand aandelhoudersregister op het relevante moment vaak onvindbaar. Dat betekent dat de notaris niet kan bepalen wie de aandelhouders zijn en of de aandelen vrij overdraagbaar zijn. Denkbaar is ook dat het aandelhoudersregister niet of niet goed is bijgewerkt. Dat betekent dat het register geen adequate weergave van de actuele stand van zaken inhoudt. Deze omstandigheden bemoeilijken de verplichte notariële recherche en daarmee ook een soepele overdracht of verpanding. Voor banken is de huidige structuur een obstakel bij het

verlenen van krediet en het door hen te verrichten cliëntonderzoek.

Het wetsontwerp voorziet in de introductie van een landelijk, digitaal CAHR voor besloten en niet-beursgenoteerde naamloze vennootschappen. Hiermee wordt beoogd financieel-economische criminaliteit te bestrijden en tevens bij te dragen aan de rechtszekerheid in het economische verkeer. Het CAHR zal uitsluitend informatie bevatten die door notarissen langs elektronische weg is ingeschreven en die afkomstig is uit notariële akten. Het voorstel bepaalt dat het CAHR zal worden gehouden door de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie (KNB). Het CAHR wordt een besloten register dat alleen raadpleegbaar is voor notarissen, publieke diensten en Wwft-instellingen. Dit CAHR zou het huidige, op papier bijgehouden aandelhoudersregister overbodig maken.

Het kabinet heeft in een brief van 13 september 2019 aan de Tweede Kamer laten weten dat een CAHR zeker toegevoegde waarde kan hebben bij het bereiken van bovengenoemde doelstellingen. Het vindt het echter nu niet het juiste moment om over de instelling van een CAHR te besluiten, dit in verband met de samenloop met de invoering van het UBO-register. Het kabinet adviseert de Tweede Kamer dan ook het wetsontwerp aan te houden. Wat mij betreft is daar niets op tegen, zolang uitstel maar geen afstel wordt. Met enige creativiteit is het CAHR immers om te vormen tot een krachtig instrument ter bevordering van het handelsverkeer, bijvoorbeeld door, met behoud van het primaat van de notaris voor cruciale wijzigingen, zoals uitgifte en levering, banken de mogelijkheid te geven om zonder tussenkomst van de notaris verpandingen tot stand te brengen en in te schrijven in het CAHR en de vennootschap in staat te stellen via het CAHR met de aandelhouders te communiceren. Dit bespaart tijd en kosten. «

FACTOR INVESTING AND SDG PERFORMANCE; HOW IS THEIR COMPATIBILITY?

By Leon Nauta

Factor investing is often referred to as ‘the best of both worlds’, combining elements from active and passive investing. But does it also offer the best of both worlds from an economic and sustainability perspective?

In 2015, the UN Sustainable Development Goals (SDGs) were launched to serve as a framework for sustainable economic development. This created an opportunity for investment managers to develop strategies specifically geared towards sustainable economic development. Many actively managed SDG themed strategies were launched, but what about factor investing and the SDGs? How is their compatibility?

Factor investing strategies select firms based on certain stock characteristics that have empirically shown to generate alpha over the long-term. The five most well-

known factors are momentum, size, value, low-volatility, and quality. ESG is sometimes defined as a factor as well, but the consensus is that ESG is not a factor but a risk-management measure. Researchers studied to what extent firms with strong ESG performance also have strong factor characteristics, and they found that firms with strong ESG performance tend to have strong quality and low-volatility factor characteristics. Some found that this relationship also applies (albeit weakly) to the value factor.

The SDGs are a specific set of ESG criteria and for SDG integration to go mainstream the focus needs to be on financial materiality. Research found that SDG performance positively impacts corporate image, which results in lower costs of attracting and retaining customers and skilled employees. Strong SDG performance also leads to better positioning for (regulatory) changes, resulting in lower disruption costs. In total, 30 material ESG topics are identified as being part of the SDG framework. This presents an interesting opportunity to research if firms with strong SDG performance also tend to have strong quality, low-volatility, and value factor characteristics. MSCI datasets are used to research this relationship.

The data indicate that, overall, firms with strong SDG performance also tend to have strong quality factor characteristics. This is especially the case for developed market

firms with strong SDG performance in the MSCI SDG data category empowerment, reflecting the performance regarding SDG 4, 5, 8, 9, and 10. The most material SDG in this category is SDG 8 (decent work and economic growth). Most likely, this is the strongest driver for this positive relationship, as asset growth is a key characteristic of the quality factor. SDG 5 (gender equality) is also likely to be a driver, as the consensus is that corporate diversity results in above-average financial performance. Also, SDG 9 (industry, innovation, and infrastructure) and SDG 10 (reduced inequalities) have a relatively high financial materiality and strong performance related to these SDGs contributes to growth.

For emerging markets, the underlying relationship between SDG performance and the quality factor is different. Emerging market firms that have strong SDG performance in the category empowerment tend to have weak quality factor characteristics. Research indicates that, also in emerging markets, a strong contribution to economic growth (part of SDG 8) and industry, innovation, and infrastructure (SDG9) are drivers for strong financial return. So the negative relationship between the category empowerment and the quality factor must be attributed to strong performance in contributing to decent work, gender equality, and reduced inequalities. This would explain why sweatshop-practices

Photo: Archive Leon Nauta



Leon Nauta

and inequality remain persistent at relatively high levels in emerging markets, even after experiencing relatively strong economic growth. The data also support conclusions made by other studies, which found that firms in emerging markets that have strong gender equality, actually have weaker financial performance. This is due to the low acceptance of women in the labor force in non-Western countries.

For emerging market firms, the positive relationship between SDG performance and the factor quality is driven by the MSCI SDG category basic needs. This category reflects the performance regarding SDG 1, 2, 3, 6, and 11. This positive relationship is intuitive, because these SDGs much more often relate to growth markets in emerging markets than in developed markets. In accordance, developed market firms with strong SDG performance in this category have a neutral relationship with the quality factor. The environmental SDGs in the MSCI SDG categories climate change (SDG 12, 14, and 15) and natural capital (SDG 7, and 13) show to have no relationship with the factor quality, in both markets. This is because environmental issues, although they are the most important for human existence, are identified to have lower financial materiality.

Firms with strong SDG performance also tend to have strong low-volatility factor characteristics. This is intuitive as ESG performance is, in the end, defined as a risk-management measure. Also, for the low-volatility factor, the performance in the non-environmental categories empowerment and basic needs drive this positive relationship because of their higher financial materiality. Larger availability of financial material variables allows one to make a more thorough earnings forecast. This improves accuracy, and asset growth predictability is a key characteristic of the low-volatility factor. For emerging market firms, the relationship between SDG performance and the low-volatility factor is negative. This is in line with other research that found, in general, emerging market firms having weak low-volatility factor characteristics. This is because, on

Figure 1: The UN Sustainable Development Goals



Bron: UN.org

average, emerging market firms tend to have less developed business models, are more recently established, and have higher leverage than their developed markets counterparts. These aspects make it more difficult to predict growth, regardless of their SDG performance.

Firms with strong SDG performance tend to have weak value factor characteristics in both markets. This could be attributed to the fact that, for different reasons, undervaluation is an important characteristic of the value factor. One of these reasons is that firms with strong value factor characteristics tend to be more prone to economic changes, while firms with strong SDG performance tend to be better positioned for changes. Also, firms with strong SDG performance are currently receiving more attention, and this causes upward pressure on the stock price.

Note: For constructing the factor-models, the MSCI Barra Global Equity Model for Long-Term Investors dataset is used, and MSCI's recommended factor characteristic weights were applied. For the determination of the firm's SDG performance the MSCI ESG Sustainable Impact Metrics 2016-17 dataset is used. The research is conducted under supervision of industry specialists in the field of Factor Investing. No warranty is given that the identified relationships will continue to exist in the future. <

- Factor investing data indicate that the underlying relationships between SDG performance and the quality and low-volatility factors differ between developed and emerging markets;
- Firms with strong SDG performance tend to have strong quality and low-volatility factor characteristics;
- Size and momentum factor investing strategies tend to more often select firms with weak ESG performance;
- Value factor investing strategies marginally tend to more often select firms with strong ESG performance, but they more often tend to select firms with weak SDG performance.

This article is written by Leon Nauta, Post-Master Investment Management Student at the VU University Amsterdam.



Renewable energy is coming to the oil and gas industry as a serious competitor

BY JAN JAAP OMVLEE

'Oil needs long-term break-evens of \$ 10-\$ 20/bbl to remain competitive in mobility.' Mark Lewis, Global Head of Sustainability Research at BNP Paribas Asset Management, introduces the concept of the energy return on capital invested (EROCI).

Mark Lewis is a man on a mission – and his message is crystal clear. With 36% of demand for crude oil today accounted for by light-duty vehicles (LDVs) and other vehicle categories likely to be powered by electricity, and a further 5% used for power generation, the oil industry faces an unprecedented threat. Renewable electricity, in tandem with the growing popularity of electric vehicles, looks set to undermine its business model. It represents a competing energy source that 1) has a short-run marginal cost (SRMC) of zero, 2) is much cleaner environmentally, 3) is much easier to transport, and 4) could readily replace up to 40% of global oil demand if it had the necessary scale.

In his ground-breaking BNP Paribas Asset Management report called 'Wells, Wires, and Wheels – EROCI and the Tough Road Ahead for Oil', Lewis introduces the concept of EROCI (energy return on capital invested). He then assesses the energy return on a \$ 100 bn outlay on oil and renewables where the energy is being used to power cars and other LDVs, asking how much useful energy at the wheels we get.

The report finds that for the same capital outlay today, new wind and solar energy-projects in tandem with battery electric vehicles will produce 6x-7x more useful energy at the wheels than will oil at \$ 60/bbl for petrol-powered LDVs, and 3x-4x more than will oil at \$ 60/bbl for LDVs running on diesel. Accordingly, the long-term break-even oil price for petrol to remain competitive as a source of mobility should be \$ 9-\$ 10/bbl, and for diesel, this is \$ 17-19/bbl.

The long-term break-even oil price for petrol to remain competitive as a source of mobility should be \$ 9-\$ 10/bbl, and for diesel, this is \$ 17-19/bbl.

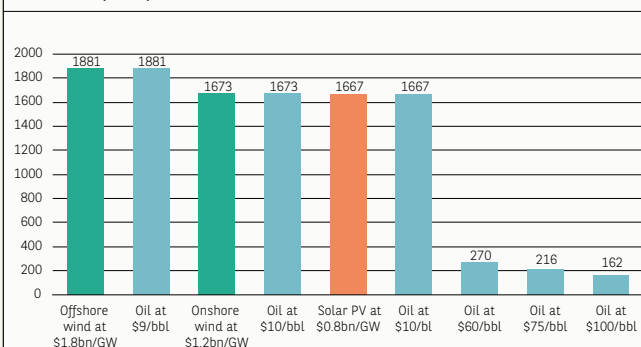
What is your main message for investors and why?

'For the first time in history, the oil industry has to cope with competition. My message is that change will come much more quickly than most people think. The reason I say that is that we have already lived through it in the European power sector. It is significant in what this tells us about the disruptive power of renewable energy. If this disruption can happen to the utility sector, it can happen anywhere. The energy transition is here and it is not something that is hypothetical or that people should worry about in the future. In fact, it has already happened in the European power sector where renewable energy has had a devastating impact. What this report says is that renewable energy is coming to the oil and gas industry as a serious competitor.'

What are the risks that climate change poses to investors?

'First, there is transition risk. This is a function of policy and technology. When you set targets for renewable energy, reducing emission and improving energy efficiency, you are

Figure 1: Net EROCI* from new renewables projects in tandem with EVs versus oil used for gasoline vehicles for a \$100bn outlay (TWh)



Source: BNP Paribas Asset Management estimates.
*Net EROCI is the amount of mobility bought for a given capital outlay.

Investors are becoming a meaningful actor in the energy transition.

sending a signal to the private sector, whether that be industrial companies or the financial sector, that there is an opportunity to invest in these areas. Now, early on, we had high subsidies for wind and solar energy in Europe. Those attracted a lot of capital and once that capital starts to flow in, you get economies of scale. As the cost comes down, governments will set more ambitious targets and the cycle repeats itself. This is what I call the feedback loop between policy and technology. Of course, in the last two years, there have been two factors which are really raising the speed of the feedback loop.'

'First, there is investor preference. Investors are becoming much more engaged on the topic of transition. There are many initiatives out there. One is climate-related financial disclosure. I am a member of the Financial Stability Board's Task Force on Climate-Related Financial Disclosures, which aims to empower investors to ask the right questions around reporting and disclosure about the financial risks of climate change, including transition risk. The point is that investors are becoming a meaningful actor in the energy transition.'

'The other player in this is society, which as a whole is showing an increasing engagement on climate change, from activism by school children to extinction rebellion – the 'Greta Thunberg effect'. This has a meaningful impact on government policy towards that ambitious target for carbon neutrality in 2050. So, there is societal pressure as well. All of these factors are accelerating.'

Are there other climate-change related risks that matter for investors?

'There are risks such as physical risk and liability risk. These are becoming more and more important in the equation. Think

Peruvian farmer vs. RWE

Angry about the risks facing his community of Huaraz, Peru, a farmer named Lliuya took a drastic step in 2015 and filed a lawsuit against RWE. He claimed that research by the Carbon Disclosure Project and the Climate Accountability Institute showed that RWE was responsible for 0.5% of global greenhouse gas-emissions, so it should pay for 0.5% of the cost of flood defences for Huaraz, or about \$ 20,000. The suit was initially dismissed, but in late 2018 a higher court in Germany ruled he was on sound legal ground and agreed to hear the case.



of hurricane Dorian, increasing droughts and floods. People's awareness of these is growing. Liability risk is least visible, but it is definitely there, as demonstrated by the Peruvian farmer who sued RWE, the German energy company (see box). If the court in Germany rules in favour of the farmer and against RWE, this will set a precedent. Such a landmark ruling will change the legal risks that oil companies are facing.'

In your Financial Times article (4 August 2019), you wrote: 'Our analysis leads to a very stark conclusion for the oil industry that, for the same capital outlay today, wind and solar energy will already produce much more useful energy for EVs than will oil purchased on the spot market.' What barriers need to be overcome?

'There are many. It still costs more money on average to buy an electric car than it does to buy a standard diesel or petrol car. Therefore the cost of batteries has to fall further to make it a like-for-like comparison, because most private individuals do not sit down and make a 10-year discounted cash flow analysis. That is the most important barrier.'

'Another one is charging infrastructure. People talk about 'range anxiety' – the range of most batteries is 250 to 400 km. That is fine for most people, but governments need to boost the roll-out of charging infrastructure. The potential savings are enormous.'



With 36% of demand for crude oil today accounted for by light-duty vehicles (LDVs) and other vehicle categories likely to be powered by electricity, and a further 5% used for power generation, the oil industry faces an unprecedented threat.

What can investors do to help this energy transition and what are the challenges ahead?

'The first thing is to be careful about sector allocation. The Redburn report published in early September said that the oil sector is going to underperform in the long term. For investors, long-term drivers matter. On climate change, you can reasonably assume that policy action will only tighten in the future. Investors should identify the sectors that are most vulnerable, in other words: the energy sector, and then start thinking about supply chain and other sectors.

Another challenge is that energy transition is not going to be a linear trend. Between now and the end stage, there would be 30 or 40 years. There is going to be volatility. There will be opportunities to make money from the old energy paradigm, but those opportunities will be the exception rather than the rule. As always, with any form of investing, the challenge is to balance long-term structural trends and short-term volatility.

There are two things to ask yourself. One: are we going to decarbonise the world energy system quickly enough to meet the goals of the Paris Agreement? This is a difficult question to answer. At the moment, we know the energy system is not decarbonising quickly enough and we need to accelerate the energy transition. That matters to us as global citizens and as people who want to live on a habitable planet. As investors, we have to ask ourselves: is the energy transition moving fast enough to cause severe disruption to share prices? The answer is yes, definitely.' «

My message is that change will come much more quickly than most people think. Renewable energy is coming to the oil and gas industry as a serious competitor.



Photo: Archive BNP Paribas AM

CV

Mark Lewis is Global Head of Sustainability Research at BNP Paribas Asset Management since January 2019. Previously, he was Managing Director and Head of Research at the Carbon Tracker Initiative (April-December 2018), Managing Director and Head of European Utilities Research at Barclays (2015-18), Chief Energy Economist at Kepler Cheuvreux (2014-15), and Managing Director and Global Head of Energy Research at Deutsche Bank (2005-13). He has been a member of the Financial Stability Board's Task Force on Climate-related Financial Disclosures since May 2016. investors-corner.bnpparibas-am.com

The economics of renewables are impossible for oil to compete with when looked at over the cycle;


Renewable electricity has a short-run marginal cost of zero, is cleaner environmentally, and could readily replace up to 40% of global oil demand;

The oil industry should remember the fate of utilities;

Energy storage is the most important energy story for the next few years.

Further reading:

- BNP Paribas Asset Management, 'Wells, Wheels, and Wires: EROCI and the Tough Road Ahead for Oil'.
- FT, 6 September 2019, 'Redburn says Big Oil no longer a 'buy' as peak demands loom'.



SHAPING THE FUTURE OF QUANT.

Incorporating sustainable management

▶ Technological innovator in active asset management

▶ 20 years of expertise in multi-factor investing

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

'Winning cities' hebben significante groeimogelijkheden voor vastgoedbeleggers in woningen

DOOR HARRY GEELS

Marc Pamin, fondsmanager van het Aberdeen Standard Pan European Residential Property Fund (ASPER), belegt vooral in de 'winning cities' van Europa, vanwege de krachtige vraag- en aanbodverhoudingen aldaar. ESG-principes zijn daarbij kernonderdeel van het beleggingsproces. Speciale aandacht gaat uit naar steden waar de huurmarkt wordt gereguleerd en naar het minimaliseren van het verloop van huurders.

Waar bestaat woningvastgoed uit?

'We kunnen woningvastgoed het best omschrijven met de term 'living'. Het gaat niet alleen om blokken met huizen of appartementen, maar ook om lange- of kortetermijn verblijfplaatsen in bijvoorbeeld verzorgings- of studentenhuizen, of woningen voor gepensioneerden. Onder woningvastgoed verstaan we niet vastgoedontwikkeling, mede omdat dit in hoge mate speculatief is. De focus van

ASPER ligt op West-Europa, waarbij Finland, Frankrijk, Zweden, Oostenrijk, Denemarken en het VK, in deze volgorde, nu de grootste allocaties zijn. We zijn, vanwege de groei van het fonds, bezig met deals in Duitsland, Zweden en Ierland. We zijn verder nog van plan een fonds op te zetten dat zich richt op woningvastgoed in Azië, omdat deze markt sterk groeit en fundamenteel interessant is.'

Wat zijn vanuit het perspectief van een institutionele belegger de interessante karakteristieken van woningvastgoed?

'Woningvastgoed heeft diverse voordelen en deze zijn ten dele afhankelijk van waar het in de institutionele beleggingsportefeuille wordt geplaatst. Over het algemeen heeft woningvastgoed een lagere volatiliteit dan commercieel vastgoed, historisch gezien stabiele en goede rendementen en is het een uitstekende diversificatiemogelijkheid in de portefeuille. Verder heeft dit type vastgoed een goed inkomstenpotentieel en een brede risicospreiding vanwege de grote hoeveelheid huurcontracten, waar commercieel vastgoed vanwege het geringer aantal huurders grotere risico's voor contractopzegging heeft. Momenteel zijn er krachtige vraag- en aanbodverhoudingen, vooral in de winnende steden van Europa, waar de bevolking, in tegenstelling tot de algemene bevolkingsgroei in Europa, nog sterk groeiende is en waar mensen graag wonen vanwege de nabijheid van werk en vrijetijds- en recreatieactiviteiten. In sommige Europese steden lijkt de bevolkingsgroei op die van de opkomende markten. Het woningaanbod groeit in deze steden vaak onvoldoende. Het is tot slot ook interessant dat woningvastgoed minder wordt beïnvloed door externe schokken. Commercieel vastgoed is conjunctuurgevoeliger en heeft te kampen met trends als minder werkruimte per werknemer, thuiswerken, winkelen via internet in plaats van fysiek winkelen, enzovoort. Dergelijke schokken kent de



MARC PAMIN

woningvastgoedmarkt minder omdat mensen simpel gezegd ergens moeten wonen. De Brexit is overigens wel een schok geweest voor de woningmarkt in Londen, maar dan vooral in het luxesegment. Dit segment is over het algemeen, ook in andere landen, volatieler dan de objecten die ASPER verwerft. Het is goed om op te merken dat we met ASPER niet in het luxesegment actief zijn. We kopen vooral duurzame woningen in het middensegment, waar de massa zit en schokken bijna niet voorkomen. De eventuele Brexit heeft ook in het VK maar beperkte impact op het middensegment. Het VK is per slot van rekening een land met 65 miljoen mensen die ergens moeten blijven wonen.'

Hoe hoog is het rendement op woningvastgoed in het verleden geweest en uit welke bronnen komt dit rendement?

'Het rendement op woningvastgoed bestaat uit twee onderdelen: huurinkomsten en waardeinstijgingen, waarbij de huurinkomsten het belangrijkste zijn, met ongeveer 70-80% van het rendement. Overigens zijn er per land verschillen. Gemiddeld genomen bedroegen beide rendementsbronnen tezamen in de afgelopen decennia in Europa 8% per jaar, waarbij landen als Duitsland en Oostenrijk een wat lager gemiddelde kennen, maar Zweden weer duidelijk hogere percentages. De benchmarks voor Zweden gaan terug tot begin jaren tachtig en laten een totaalrendement van 12% per jaar zien. De Duitse benchmark voor woningvastgoed start in 1997 en kent een totaalrendement van 6%. In Duitsland zijn de rendementen negatief beïnvloed door de hereniging, omdat dit tot veel nieuw aanbod heeft geleid en in het kielzog hiervan tot ongeveer vijftien jaar van beperkte huurgroei. De laatste jaren groeit de Duitse woningmarkt weer significant. Het is ook opmerkelijk dat woningvastgoed historisch gezien in iedere Europese deelmarkt een outperformance heeft laten zien ten opzichte van commercieel vastgoed.'

Wat kunnen we van de toekomst verwachten?

'Dat hangt af van de risico's. Omdat wij een defensieve aanpak hebben, verwacht ik tussen de 5 en 7% per jaar, waarbij we de huurinkomsten tussen de 4 en 5% schatten. We zijn tamelijk risicoavers, aangezien institutionele beleggers in dit beleggingssegment stappen omwille van de lage risico's. Het draait tegenwoordig allemaal om lage volatiliteit en duurzaamheid. Dit combineren wij in onze aanpak. In onze defensieve aanpak focussen we ook op het minimaliseren van het verloop van huurders. Dit is eigenlijk nog belangrijker dan het streven naar zo hoog mogelijke huren. Een tevreden huurder blijft langer zijn of haar woning huren, waardoor er minder kosten voor het vinden van nieuwe huurders en gederfde inkomsten door tijdelijke leegstand zijn. Zelfs een huurstijging van 5% tot 10% is niet voldoende om de kosten van, zeg, een maand leegstand en werving van nieuwe huurders te compenseren. Om de kans op leegstand te verkleinen, beleggen wij in gebouwen die zijn toegesneden op de wensen en behoeften van de huurders. Dat betekent dat

we graag zo vroeg mogelijk bij de ontwikkeling van het vastgoed betrokken zijn, zonder ontwikkelingsrisico te lopen, en dat we goed onderzoek doen naar de woonbehoeften op een bepaalde locatie. Een eenvoudig voorbeeld: geen familiehuizen ontwikkelen in de buurt van een universiteit waar veel studentenflats worden gebouwd.'

Zijn er risico's?

'Natuurlijk zijn er altijd risico's. Het belangrijkste risico is regulering. Soms leidt deze tot vertraging in de verhuur, soms tot beperktere huurstijgingen. Ook kunnen er minder gewenste gebouwen in de directe omgeving worden ontwikkeld. Reguleringsrisico is lastig te beheersen, maar goed onderzoek kan helpen. Wat betreft regulering van huurders zien we grote regionale verschillen. Zweden dereguleert. Aan de andere kant zien we in Duitsland en Nederland een trend naar meer regulering. Dit moet ons als beleggers niet afschrikken. Het gaat erom de regulering goed in te schatten en de belegging te doen in overeenstemming met die inschatting. Sterker nog, regelmatig zijn dergelijke beleggingen interessant, omdat ze de voorspelbaarheid van de kasstromen vergroten. Regulering ziet overigens niet alleen toe op huren, maar ook op duurzaamheid. Dit risico kan goed worden beheerst door voorop te lopen bij het verduurzamen van de gebouwen. Al met al vermijden we geen steden op basis van regulering. Als we steden mijden, is het omdat het geen 'winnende steden' zijn. Het is overigens een misvatting dat alle grote Europese steden interessant zijn. In diverse steden, bijvoorbeeld in voormalig Oost-Europa, of sommige Engelse steden, zoals Manchester, is er te veel aanbod voor een beperkte bevolkingsgroei.'

In Nederland neigen institutionele beleggers lokaal te beleggen in vastgoed. Is dat de juiste manier van beleggen? Of moeten ze meer diversifiëren? Zo ja, naar welke landen?

'Dit zien we niet alleen in Nederland. Over het algemeen staan institutionele beleggers dicht bij hun eigen land. De Nederlandse, Duitse en Zwitserse beleggers kennen daarbij de grootste 'home bias'. Wij raden beleggers aan om verder te kijken dan hun eigen land. Niet alleen omdat er dan toegevoegde waarde ontstaat door diversificatie, maar ook omdat bepaalde regio's ook interessant zijn vanuit risico-rendementsperspectief. Als beleggers om deze redenen internationaler willen opereren, is het wel van belang gespreid in de tijd in te stappen met een beheerder die veel ervaring en een goed trackrecord heeft. Ons fonds heeft de laatste tijd veel aandacht gekregen van Nederlandse institutionele beleggers. Bij hen slaat het diversificatieargument steeds meer aan. Voor veel grote beleggers is de capaciteit in eigen land ook niet groot genoeg. Er is overigens geen pan-Europese benchmark, dus internationale spreiding gebeurt vooral bottom-up, gezien interessante beleggingsmogelijkheden en de 'time to market'. Oftewel: hoe kan het kapitaal snel aan het werk gezet worden?' «

De kunst van het verantwoord beleggen

DOOR SARAH HAMMOND

Verantwoord beleggen is zowel een kunst als een vorm van wetenschap. De beslissingen die dit met zich meebrengt, zijn niet zwart-wit. NN Investment Partners (NN IP) zet zich daarom in om een aanpak te vinden die het beste op de behoeften van haar klanten aansluit, en die daarbij tegelijkertijd financieel rendement oplevert en een duurzamere wereld dichterbij brengt. Financial Investigator vraagt Edith Siermann, Head of Fixed Income & Responsible Investing bij NN IP, voor welke keuzes beleggers staan en wat haar aanpak is voor milieu-, maatschappelijke en bestuurlijke (ESG-) integratie binnen vastrentende beleggingen.

‘Voor ons is het doel van ESG-integratie allereerst om beleggingsresultaten te verbeteren’, aldus Siermann. ‘We zijn van mening dat rekening houden met duurzaamheid een verbeterd risico-rendementsprofiel biedt.’

NN IP integreert om die reden systematisch ESG-criteria in het merendeel van het door haar beheerde vermogen, momenteel EUR 176 miljard (66%) en streeft er voortdurend naar deze hoeveelheid te vergroten.



Foto: Archief NN IP

EDITH SIERMANN

Verantwoordelijker worden

Volgens het onderzoek naar verantwoord beleggen van NN IP¹ heeft slechts 26% van de beleggers in vastrentende waarden op de markt momenteel een duidelijke aanpak ten aanzien van verantwoord beleggen en is 49% van plan hun verantwoorde aanpak binnen drie jaar te verbeteren. Bij beleggers in aandelen is dit respectievelijk maar liefst 49% en 61%. Siermann is blij om vast te stellen dat obligatiebeleggers de noodzaak erkennen om zich meer op hun benadering van verantwoord beleggen te richten, maar vindt dat op het belang van verantwoord beleggen in vastrentende waarden meer nadruk moet worden gelegd, omdat hier enorme kansen liggen. Ze verbaast zich dan ook niet over het feit dat op het gebied van ESG-integratie aandelen voorlopen op vastrentende waarden. ‘Dat komt deels doordat de wereld van vastrentende waarden voor het grootste deel uit staatsobligaties bestaat. De ESG-factoren voor bedrijven zijn verder ontwikkeld dan voor landen. Om die kloof te overbruggen, hebben we betere ESG-gegevens over landen nodig, aangezien deze vaak verouderd zijn of achterlopen. ESG-ratingbureaus zijn ook geneigd meer nadruk te leggen op de ESG-scores van bedrijven dan op de scores van landen. Dit is aan het veranderen, maar er is nog een lange weg te gaan.’

ESG-integratie heeft toegevoegde waarde

Siermann vindt het vreemd dat beleggers zich constant afvragen of duurzaamheid toegevoegde waarde heeft. Ze keert de vraag om: ‘Duurzaamheid is een mondiaal thema

Voor veel beleggers vormen groene obligaties een uitstekende eerste stap in het bouwen aan een duurzame portefeuille.

We zijn van mening dat rekening houden met duurzaamheid een verbeterd risico-rendementsprofiel biedt.

geworden en heeft grote invloed op bedrijven en consumenten. Waarom zou rekening houden met ESG-informatie niet tot een betere risicobeoordeling en betere prestaties leiden?' ESG-factoren zijn weliswaar belangrijk, maar kunnen op zichzelf toekomstige rendementen niet bepalen. 'Het belang wisselt in de loop van de tijd en is afhankelijk van de sector en het type onderneming. We mogen de traditionele financiële factoren niet uit het oog verliezen. We integreren ESG-gegevens in onze analyse, zodat we bij het nemen van beleggingsbeslissingen een allesomvattende kijk behouden.'

E, S, of G?

In het onderzoek vonden beleggers milieufactoren (E) het belangrijkste voor het genereren van aantrekkelijke rendementen: 66% van de respondenten beschouwt milieuthema's als generator voor rendement, tegen respectievelijk 40% en 15% voor bestuurlijke (G) en maatschappelijke (S) thema's.

Wat NN IP betreft, begint alles met goed bestuur (G). Bedrijven met problemen op het gebied van bestuur slagen er mogelijk ook niet in milieutechnische en maatschappelijke factoren aan te pakken, hetgeen een aanzienlijke bedrijfs-impact kan hebben. Dat aan maatschappelijke factoren relatief minder aandacht wordt geschonken, heeft volgens Siermann twee mogelijke oorzaken. 'Ten eerste zijn er minder gegevens. Het klimaat is leidend in het debat omdat we de uitstoot van een bedrijf kunnen meten, waardoor deze factor veel concreter en tastbaarder is. Het meten van maatschappelijke factoren is veel lastiger en meer kwalitatief van aard. Hoe meet je het welzijn van werknemers? Ten tweede is het klimaatbewustzijn nog nooit zo hoog geweest als nu. Dit betekent echter niet dat milieufactoren uiteindelijk belangrijker zijn voor het rendement.'

Engagement versus uitsluiting

NN IP is van mening dat beleggers verder moeten kijken dan de huidige scores van een onderneming en meer aandacht moeten hebben voor ESG-momentum. 'Als een bedrijf op dit moment een slechte score haalt, is dat nog geen reden voor directe uitsluiting. In plaats daarvan kun je engagement inzetten en de dialoog aangaan met het bedrijf met als doel die score te verbeteren', stelt Siermann. 'Als een onderneming nu nog geen goede score haalt maar wel een sterk momentum heeft, dan is dat ook een fantastische beleggingskans. Ondernemingen met lage scores kunnen de meest uitdagende kansen bieden, dus is het zonde om ze automatisch uit te sluiten.'

Gericht groen beleggen

De opkomst van groene obligaties ('Green Bonds') ziet Siermann als een bijzonder aantrekkelijke belegging vanwege hun directe link met concrete projecten. 'Beleggers kunnen duidelijk zien waar hun geld heen gaat en wat de impact daarvan is. Bij 'gewone' bedrijfsobligaties is deze link minder direct. Momenteel zijn bedrijven en overheden in de ontwikkelde markt de voornaamste emittenten van groene obligaties, maar ik zie belangrijke groeimogelijkheden in de opkomende markten, met name binnen Azië. China is al zeer actief in groene obligaties en andere markten zullen volgen. Mijn verwachting is dat de vraag verder zal toenemen. Voor veel beleggers vormen groene obligaties een uitstekende eerste stap in het bouwen aan een duurzame portefeuille. De angst die beleggers hebben voor 'green washing' is enigszins terecht, maar er zijn steeds meer initiatieven gericht op het creëren van een overkoepelende taxonomie. Belangrijk aandachtspunt is dat vaak wordt gekeken naar de groene obligatie zelf, en niet naar het emitterende bedrijf', vertelt Siermann. 'Om er zeker van te zijn dat we echt duurzaam beleggen, beoordelen we daarom niet alleen de groene obligatie en wat daarmee wordt gefinancierd, maar ook de emittent. Daarnaast gaan we graag het gesprek aan met de emittent. Ook in deze sector speelt engagement een belangrijke rol. Niet alleen om kritische vragen te kunnen stellen, maar ook om bijvoorbeeld transparantie te bevorderen.'

'Beleggen in Green Bonds is een goed voorbeeld van hoe onze bouwstenen van verantwoord beleggen samenkomen: ESG-integratie in het beleggingsproces, het inzetten van engagement om verandering teweeg te brengen en impact beleggen om gerichte thema's, zoals meer duurzame energie, te adresseren. Ook in de andere Fixed Income-strategieën komen deze elementen in meer of mindere mate terug, mede afhankelijk van de beleggingscategorie. Samen met onze relaties kijken we daarom welke beleggingsstrategieën het beste bij hun doelstellingen passen, waarbij verantwoord beleggen ook in vastrentende waarden de basis is voor het genereren van zowel financieel rendement als het dichterbij brengen van een duurzamere wereld.' «

Om er zeker van te zijn dat we echt duurzaam beleggen, beoordelen we niet alleen de groene obligaties en wat daarmee wordt gefinancierd, maar ook de emittent.

1 Bron: Beleggingssentiment: Verantwoord Beleggen onderzoek, NN Investment Partners, mei 2019. 290 professionele beleggers als respondenten. De respondenten zijn afkomstig uit vijf hoofdgebieden: Frankrijk, Duitsland, Nederland, Italië en België. Een extra panel met respondenten was afkomstig uit het Verenigd Koninkrijk en Scandinavië.

Cambodja en financiële inclusie: investeringswaardig?

DOOR SINISA VUKIC, SENIOR PORTEFEUILLEMANAGER IMPACT INVESTING, ACTIAM

De Cambodjaanse financiële-inclusiesector heeft de afgelopen maanden en jaren flink in de belangstelling van de media gestaan: er zou sprake zijn van een onverantwoorde praktijk van kredietverstrekking en een verhoogd risico op overkreditering.

Ontwikkeling

De financiële inclusie/microfinanciering in Cambodja gaat terug tot de jaren '90 toen er, in de nasleep van 20 jaar maatschappelijke onrust, een vredesprogramma van de VN tot stand kwam voor het herstel van het land en het ondersteunen van de ontwikkeling van de financiële sector.

De afgelopen dertig jaar heeft de microfinancieringssector zich ontwikkeld tot een relatief volwassen sector met een leningenportefeuille van USD 5,4 miljard. Op dit moment verstrekken microfinancieringsinstellingen (MFI's) in Cambodja leningen aan meer dan 2,3 miljoen klanten, met meer dan 1 miljoen spaarders. Dit in een land met 16,2 miljoen inwoners, van wie ongeveer 14% als arm wordt aangemerkt. In de afgelopen jaren is door het toegenomen aantal MFI's in het land en de instroom van

beschikbare geldbronnen tussen MFI's meer concurrentie ontstaan.

In de laatste 10 jaar toonde de sector een jaarlijkse groei van meer dan 30%, als gevolg van een grotere instroom van kapitaal en het toestaan door de toezichthouder dat MFI's spaarders mogen bedienen. Door de spaaractiviteiten daalden de uit internationale bronnen afkomstige leningen zelfs met 50%. Dit heeft, gekoppeld aan een grotere efficiëntie, geleid tot een afname van de financieringskosten van MFI's, die volgens MixMarket in de afgelopen 20 jaar zijn gehalveerd tot het huidige niveau van ongeveer 6% (USD).

Deze kosten weerspiegelen de moeilijkere omstandigheden (zoals politieke, regelgevende, maatschappelijke, economische en andere risico's) in

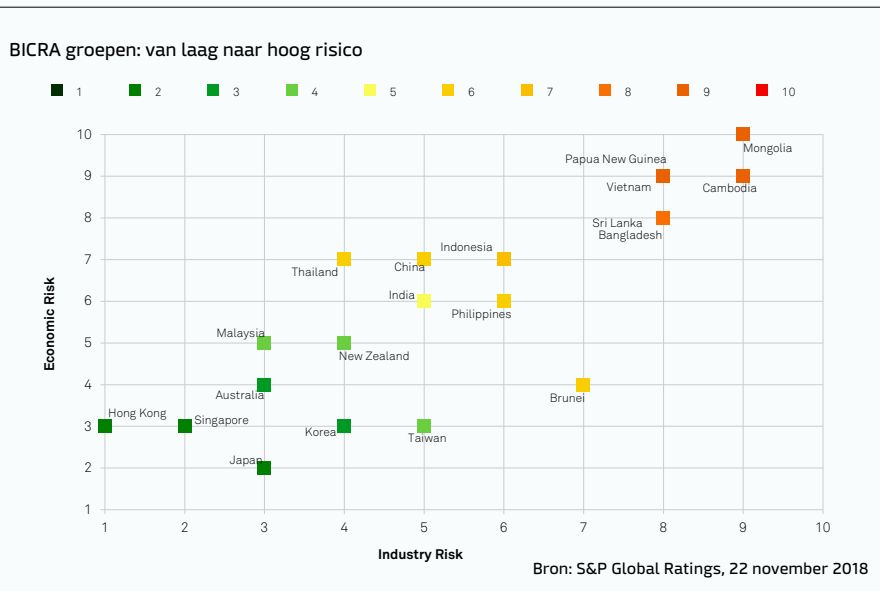
Cambodja in vergelijking met economisch beter ontwikkelde landen. Ondanks het renteplafond van 18% bedroeg het gemiddelde rendement op de portefeuilles van de MFI's in Cambodja 20,5%.

Bedrijfskosten (met name arbeidskosten) is een van de belangrijkste factoren bij de vaststelling van de rentes die MFI's hanteren. De microfinancieringssector - niet alleen in Cambodja, maar wereldwijd - is nog steeds een arbeidsintensieve sector en de personeelskosten zijn vrij hoog. Het verstrekken en innen van kleine leningen is in vergelijking met grotere leningen relatief kostbaar. De meeste leningnemers wonen op het platteland, waardoor het moeilijk en tijdrovend is om hen te bereiken. De bedrijfskosten van de MFI's in Cambodja bedroegen in 2018 bijna 11% van de verstrekte lening.

De microfinancieringssector van Cambodja is tamelijk geconcentreerd en er is sprake van hevige concurrentie; de tien grootste MFI's bezitten 95% van het marktaandeel aan leningen en 100% van het marktaandeel aan microspvaarders. Desondanks is de kwaliteit van de portefeuille in stand gebleven, met een totaal aan onrendabele leningen (NRL's) van 2%. Dit lage niveau van de NRL's moet met enige voorzichtigheid worden bezien, omdat de hoge groeipercentages de kwaliteitsproblemen kunnen maskeren.

Tegelijkertijd heeft een dergelijke verhevigde concurrentie, in combinatie met een grotere efficiëntie, geleid tot lagere rentes voor klanten en een gevarieerder productaanbod van MFI's.

Figuur 1: Azië-Pacific: risicobeoordelingen banksector per land



Aan het begin van deze eeuw hanteerden de MFI's rentes tot wel 35%. Deze zijn inmiddels gedaald tot onder de 20%. Wat daar in belangrijke mate aan heeft bijgedragen in Cambodja was het renteplafond van 18% dat in 2017 werd geïntroduceerd. Hoewel sommigen dit nog steeds hoog vinden, weerspiegelt het in feite de huidige marktefficiëntie.

Antwoord op de groei

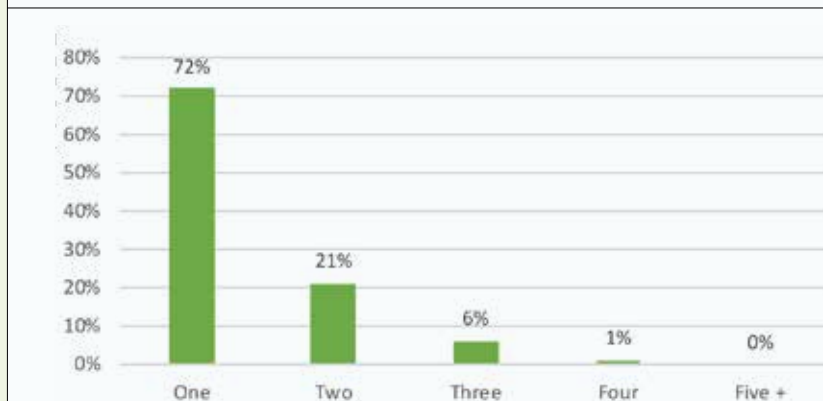
Vanuit een mondiale context bezien wordt het land nog altijd beschouwd als niet-investeringswaardig, met een relatief hoog risico. Ratingbureaus beoordelen de bankensector in Cambodja lager dan die in andere landen in Azië, vanwege een lakse regulering van de banken, passief toezicht, overcapaciteit en een gebrek aan vertrouwen bij spaarders.

De sectorbrede hoge groei heeft de toezichthouder, de Nationale Bank van Cambodja (NBC), echter aangezet tot verbetering van de regulering van de microfinancieringssector. Dit resulteerde in de oprichting van een kredietbureau. Alle gereguleerde MFI's dienen tegenwoordig leningen vooraf aan te melden bij dit kredietbureau ter controle van de klantgegevens. Daarnaast heeft de NBC recentelijk stappen ondernomen om de minimumkapitaal- of liquiditeitsvereiste voor MFI's en gereguleerde banken te verhogen om groei van de sector te beheersen. Tegelijkertijd heeft de Cambodian Microfinance Association (CMA) Richtlijnen voor Kredietverstrekking (KR) opgesteld om een einde te maken aan onethische praktijken; deze missen hun uitwerking niet.

Gelijktijdig met de groei van de microfinancieringssector heeft het land als geheel behoorlijke vooruitgang geboekt, met over de afgelopen 30 jaar een gemiddelde jaarlijkse toename van het BBP met 7,6%, zoals vastgesteld door het IMF (december 2018). De bevolkingsgroei en meer financiële kennis hebben hieraan bijgedragen.

De in hoge mate 'gedollariseerde' economie van Cambodja (rating B), kenmerkt zich echter nog altijd door kwetsbare groei en externe liquiditeit als gevolg van het onderontwikkelde en smalle economische

Figuur 2: spreiding aantal leningen



Bron: CBC data

profiel. De industrie van het land bestaat voornamelijk uit de weinig waarde toevoegende kleding- en textielindustrie en het toerisme.

Overkreditering

Overkreditering wordt algemeen gezien als een van de grootste problemen van de microfinancieringssector. MFI's moeten voldoende op de hoogte zijn van de terugbetalingscapaciteit van hun klanten.

Het is goed om op te merken dat 80% van de klanten in de microfinancieringssector in Cambodja unieke klanten zijn (klanten met leningen van slechts één kredietverstrekker).

In ieder geval is voorzichtigheid geboden, alsmede een goed begrip van de dynamiek op de Cambodjaanse kredietmarkt, waar meerdere leningen per kredietnemer en het verstrekken van krediet boven de aflossingscapaciteit van klanten voorkomen. Grote microfinancieringsvehikels (MIV's) bieden ondersteuning en hebben gemiddeld 8,4% van hun portefeuilles belegd in Cambodja. Daarnaast hebben financiële ontwikkelingsinstellingen naast kapitaal aanzienlijke technische ondersteuning geboden.

Conclusie

MFI's lijken voor Cambodja belangrijk voor het bereiken van financiële inclusie en nationale welvaart. Volgens de Wereldbank is de financiële inclusie-sector belangrijk voor de economische groei van Cambodja en heeft deze bijgedragen aan het terug-

dringen van de armoede van 47% naar 14% in slechts zeven jaar. Het aantal mensen dat financieel is uitgesloten wordt nog steeds relatief hoog geacht (ongeveer 80% van de volwassenen heeft geen bankrekening).

Hoewel Cambodja volgens mondiale indicatoren nog altijd een onderontwikkelde financiële sector heeft, zijn er aanzienlijke hervormingsinspanningen te zien. Regelgeving en toezicht zijn verbeterd en het aantal financiële instellingen waarin kan worden belegd, stijgt.

Hoewel sprake was van sectorbrede overkreditering, zijn de toezichthouder en de CMA proactief bezig dit probleem aan te pakken door strengere richtlijnen op het gebied van kredietverstrekking voor MFI's.

De gehanteerde rentes zijn, vergeleken met ontwikkelde markten, aan de hoge kant, maar dit is te billijken, gezien het huidige businessmodel van de MFI's. Afhankelijk van de efficiëntie van MFI's kunnen deze rentes dalen. Kunnen zij bijvoorbeeld gebruikmaken van nieuwe technologische ontwikkelingen?

Vanuit beleggersperspectief zien we een verdergaande professionalisering van de Cambodjaanse financiële-inclusiesector. Bepaalde spelers op de markt van financiële inclusie bieden een gezonde financiële infrastructuur waardoor Cambodja nog altijd wordt beschouwd als investeringswaardig en het aantal mensen zonder bankrekening verder kan dalen. «

'Alle bedrijven staan bloot aan risico's van klimaatverandering'

DOOR RENÉ BOGAARTS

Klimaatverandering treft niet alleen energiebedrijven. Volgens vermogensbeheerder DWS gaat het iedereen aan. 'Financiële risico's en morele dilemma's komen dicht bij elkaar te liggen.'

'Jarenlang dacht de financiële wereld bij duurzaamheid alleen aan de carbon footprint. Investeerders keken meestal naar de risico's waaraan de energie-, nuts- en transportbedrijven in hun portefeuille bloot stonden', zegt Michael Lewis. 'Zo beperkt is het inmiddels al lang niet meer. Veel meer bedrijven lopen klimaatrisico's, ook nu al. En die hebben niet alleen te maken met fysieke bedreigingen, maar ook met de risico's die voortkomen uit de energietransitie en uit wettelijke aansprakelijkheden.'

Lewis, Head of ESG Thematic Research bij vermogensbeheerder DWS, is op 31 oktober een van de sprekers tijdens het seminar over Climate Change & Energy Transition in a Disruptive World. Dat deze door Financial Investigator georganiseerde bijeenkomst in Amsterdam plaatsvindt, is geen toeval. Volgens Lewis kijkt de hele financiële wereld naar wat er hier en in Scandinavië gebeurt. 'Hier zie je waar het op ESG-gebied naartoe gaat. Hoe dat komt? In Nederland zitten klanten die vooroplopen en ESG in hun beleid hebben geïntegreerd. In de Verenigde Staten en Azië is men nog lang niet zo ver.'

'Wetenschappers spraken in de jaren zeventig al over klimaatrisico's, maar de financiële wereld heeft daar toen nauwelijks op gereageerd. Dat begon te veranderen in 2015, toen Mark Carney, de baas van de Bank of England, op de financiële risico's van klimaatverandering wees, de Verenigde Naties hun zeventien duurzame ontwikkelingsdoelen (SDG's) ontwikkelden en het Klimaatakkoord van Parijs werd opgesteld. Dat heeft de financiële wereld wakker geschud. Daarom zien we nu een grote versnelling op dat gebied. Onze sector liep dramatisch achter en doet dat nog steeds.'

Wij gaan sterk uit van de zeventien SDG's van de VN en kijken of onze investeringen aan de goede of de slechte kant daarvan liggen.

'Als de wetenschappers gelijk krijgen, en tot op heden hebben ze dat, krijgen we te maken met steeds grotere risico's', legt Lewis uit. 'Maar we worden nu al met gevolgen van klimaatverandering geconfronteerd. Stormen, orkanen, droogte, overstromingen, sommige investeringen hebben daar direct last van. Daarnaast krijgen we te maken met transitierisico's. Sommigen denken dat zoiets pas in 2025 of 2030 zal gebeuren, maar het gebeurt nu al. Energiebedrijven, autoproducenten en nutsbedrijven, investeringen waarvan je dacht dat ze veilig waren, blijken ineens bloot te staan aan allerlei risico's. Onze afdeling research tracht die allemaal in kaart te brengen.'

DWS, een vermogensbeheerder met ruim 700 miljard euro aan assets under management, was lange tijd een volledige dochteronderneming van Deutsche Bank. Vorig jaar kreeg het bedrijf een eigen notering aan de beurs in Frankfurt. Deutsche Bank heeft een belang van 77,5%. 'Doordat DWS al sinds begin jaren '90 aan duurzaamheid werkt, is dit thema een deel van ons DNA geworden', zegt Lewis.

Bij zijn benadering van klimaatrisico's haakt DWS aan bij het onderscheid dat Carney in 2015 maakte. In zijn toespraak 'Breaking the tragedy of horizon' wees hij niet alleen op directe, fysieke klimaatrisico's, zoals blootstelling aan droogte, stormen en overstromingen, maar ook op risico's die samenhangen met de energietransitie en het risico dat bedrijven en overheden voor de rechter gesleept worden omdat ze te weinig hebben gedaan. 'De risico's zijn heel divers en daar worden we ons pas langzaam van bewust.'

'Die directe klimaatrisico's treffen bijvoorbeeld niet alleen energie- en transportbedrijven', zegt Lewis. 'Moderne bedrijven hebben vaak lange en complexe aanvoerlijnen. Dat maakt ze net zo kwetsbaar. Zo halen veel levensmiddelenbedrijven grondstoffen uit Latijns-Amerika of Afrika, waar de risico's van natuurrampen groot zijn. Aangezien allerlei bedrijven nu al te maken krijgen met de energietransitie, vormen aansprakelijkheidsrisico's een nieuwe, zeer interessante categorie. Eerder dit jaar waren er 1.200

Aangezien allerlei bedrijven nu al te maken krijgen met de energietransitie, vormen aansprakelijkheidsrisico's een nieuwe, zeer interessante categorie.

rechtszaken hangende, waarvan 950 in de VS. Niet onverwacht natuurlijk, want als er in de VS financiële verliezen dreigen, zijn er meestal wel advocaten in de buurt. De rechtszaken tegen het Californische elektriciteitsbedrijf PG&E zijn een goed voorbeeld. Het bedrijf had nagelaten zijn distributienetwerk op peil te houden. Samen met de grote droogte zou dat een rol gespeeld hebben in een van de grootste, duurste en dodelijkste bosbranden in de geschiedenis van Californië.'

Analyseren

DWS loopt volgens Lewis voorop bij het verzamelen en analyseren van gegevens. 'Het eerste waar we op letten, zijn governmental issues, waarbij we gebruikmaakten van proxy voting en engagement. Governance, waar we al sinds 1994 mee bezig zijn, vormde later een belangrijke aanjager voor de andere ESG-aspecten. In 1997 hebben we grote stappen gezet op het gebied van social impact en impact investing. Dat begon met microkredieten, maar is inmiddels in een veel breder kader gezet, waarbij we kijken naar basisbehoeften en zaken als mensenrechten, empowerment van vrouwen, klimaatverandering en meer recent ook mensensmokkel.'

'Een van de dapperste dingen die DWS gedaan heeft, was klimaatverandering benoemen als een megatrend voor investeerders. Dat was in 2005! Ik zal niet zeggen dat we uitgelachen werden, maar men was verbaasd', aldus Lewis. 'In 2006 kwam Al Gore onze managers en portefeuillebeheerders over risico's vertellen en in 2007 hebben we een onderzoeksteam naar klimaatrisico's opgezet. Dat was vrij revolutionair, maar het tragische was dat we vijf tot tien jaar te vroeg waren. De markten waren nog niet klaar, omdat de rendementen in traditionele beleggingsklassen nog goed waren. Na de financiële crisis, en nu de rente ingestort is tot 0% en overheden ESG-maatregelen nemen, valt het onderwerp in vruchtbaardere grond.'

'Als overheden niets doen tegen klimaatverandering, of te weinig, of te laat, krijgen we de komende decennia te maken met een temperatuurverhoging van 3,5 graad. De zeespiegelstijging en de frequentie waarmee orkanen voorkomen, zullen versnellen en schade veroorzaken. Toen in 2011 een tsunami in Thailand de aanvoerlijnen van de elektronica- en auto-industrie plat legde, zagen we hoe dat de financiële prestaties van bedrijven beïnvloedde.'

'Maar we zijn optimistisch. Overheden en politici zullen zeker actie ondernemen', zegt Lewis. 'Daarmee zijn die fysieke risico's niet meteen verdwenen, verre van zelfs, maar er komen vanuit financieel oogpunt nieuwe risico's bij die te maken hebben met de transitie. De truc zit hem in de vraag hoe we die risico's in alle sectoren kunnen integreren om stevigere portfolio's samen te stellen. Dat is een doorlopend proces. We zijn nog niet zo ver dat we over alle benodigde gegevens beschikken. We moeten de data soms gewoon martelen om zeker te zijn dat ze betrouwbaar zijn en geschikt voor gebruik. En om te zien waar we informatie missen.'

Volgens Lewis heeft DWS de analyse voor transitierisico's inmiddels goed geïntegreerd. 'Dat zal met fysieke risico's ook gebeuren. Voor aansprakelijkheidsrisico's zien we nu al een grote overlap met transitierisico's. Als we bij een zwaar vervuilend bedrijf niet met engagement betrokken zijn, zullen we dat eerder als een groter risico beschouwen', zegt hij.

Leiders

Klimaatverandering plaatst investeerders niet alleen voor risico's, het schept volgens Lewis ook nieuwe kansen. Ook in risicovolle sectoren. 'Neem mijnbouw, een sector die intensief gebruikmaakt van energie en water, en waar mijnwerkers aan klimaatgevaren blootstaan. Maar er zijn ook mijnbouw-



Foto: Archief DWS

MICHAEL LEWIS

bedrijven die stoffen delven die belangrijk zijn voor de energietransitie, zoals koper of aluminium. En er zijn bedrijven die echt vooroplopen. Mijnbouwbedrijf Rio Tinto, bijvoorbeeld, heeft onlangs een interessante paper gepubliceerd over zijn kwetsbaarheid voor stormen en overstromingen, en over de transitierisico's. Het is het eerste gediversifieerde mijnbouwbedrijf dat steenkoolwinning helemaal uit zijn portefeuille heeft geschrapt. Dus ook in die sector heb je spelers die voor de troepen uit lopen. Royal Dutch Shell heeft eind vorig jaar aangekondigd, samen met Climate Action 100+, dat het de reductie van CO₂-uitstoot zal toevoegen als een van de KPI's voor de beloning van de topmanagers. Omdat we via ons engagement nauw betrokken zijn bij dergelijke bedrijven in de sectoren met een grote CO₂-uitstoot, weten we wie de leiders zijn.'

Lewis beklemtoont dat die kring van leiders groter is dan velen denken. 'Tien, vijftien jaar geleden dacht iedereen bij het begrip 'groen' louter aan sectoren als low carbon technology, en zon- en windenergie voor een 'groene' belegging. Daar is ook enorm veel vooruitgang geboekt, de kosten van hernieuwbare energie zijn het voorbije decennium met 90% afgenomen. Tegenwoordig zien we dat de low carbon technology zich verspreidt over alle sectoren. Denk aan de transportsector, waar elektrische auto's in opkomst zijn, aan de landbouw, waar drones en geavanceerde irrigatie-technieken worden ingezet en aan ontwikkelingen in de bouw- en vastgoedsector.'

Die mogelijkheden doen zich volgens Lewis in alle asset classes voor, niet alleen op de beurs, maar bijvoorbeeld ook bij private equity en obligaties. 'Je moet oog hebben voor de behoeften aan risico's', zegt hij. 'We zijn net begonnen met een nieuw fonds voor duurzame energie, bestemd voor huishoudens en kleine bedrijven in midden- en zuidelijk Afrika. Als je dat zegt, eerst 'groen', dan 'Afrika', en ten slotte ook nog eens 'huishoudens', dan wordt de kring van belangstellende investeerders een stuk kleiner. Het mooie is dat we dit soort dingen samen met publieke organisaties doen, zoals het VN Green Climate Fund. Dat neemt de twijfel bij investeerders een beetje weg, ook omdat die publieke partijen de eerste verliezen opvangen. Dat maakt het risico-gewogen rendement voor private investeerders aantrekkelijker.'

Infrastructuur

De vraag of de afgelopen jaren bepaalde asset classes 'over het hoofd gezien' zijn, beantwoordt Lewis via een omweg. 'Sinds 1970 zijn er zo'n 2.500 onafhankelijke ESG-studies verricht. Meer dan 750 keken naar één sector en daarvan

Als overheden niets doen tegen klimaatverandering, of te weinig, of te laat, krijgen we de komende decennia te maken met een temperatuurverhoging van 3,5 graad.

vormde beursgenoteerde aandelen 90%. Slechts zeven studies hadden betrekking op vastgoed. Dat betekent dat vastgoed vanuit research-oogpunt verwaarloosd is, terwijl het voor investeerders juist heel belangrijk is. En tegelijk is het wellicht de meest vooroplopende sector op het gebied van duurzaamheid.'

'Infrastructuur, dat het meeste kapitaal nodig heeft om zich aan te passen, vormt de belangrijkste sector, omdat de assets een levensduur van tientallen jaren hebben. Een kolen-gestookte elektriciteitscentrale doet vijftig jaar lang een beroep op steenkool. Als je iets wilt doen aan het klimaatrisico, moet je dus vooral bij de infrastructuur zijn', aldus Lewis. 'Het goede nieuws is dat duurzaam opgewekte energie steeds goedkoper wordt. 2016 was het eerste jaar dat meer dan de helft van de nieuwe capaciteit om elektriciteit te produceren duurzaam was. Tijdens de recessie in 2008 beschouwde men ESG vaak als 'luxe'. Weinigen wilden erin investeren. Gebeurt dat opnieuw als er weer een crisis komt? Ik denk het niet.'

In één adem voegt Lewis eraan toe dat duurzame energie veel minder overheidssteun en subsidie behoeft dan tien jaar geleden, in tegenstelling tot de vele subsidies voor fossiele brandstoffen. 'Daar moeten we vanaf. Overheden spelen daar een rol in, maar investeerders ook. DWS stuurt al jaren open brieven naar regeringen om de druk op de ketel te houden. Waarom we dat doen? Als fiduciair ligt onze eerste verantwoordelijkheid bij de investeerders die ons hun geld toevertrouwen. Maar we komen steeds vaker problemen tegen op sociaal en moreel gebied, omdat dáár de risico's liggen. Wij gaan sterk uit van de zeventien SDG's van de VN en kijken of onze investeringen aan de goede of de slechte kant daarvan liggen. Als investeringen geen oplossing bieden voor klimaatverandering, honger en armoede, zijn ze riskanter. Hoe zit het met levensmiddelenbedrijven? Zoute, vette of suikerbevattende producten zijn risicovoller. Financiële risico's en morele dilemma's komen snel dicht bij elkaar te liggen.' «

Als je iets wilt doen aan het klimaatrisico, moet je dus vooral bij infrastructuur zijn.



Foto: Archief Thijs Jochems

COLUMN

DOOR THIJS JOCHEMS, ADVISEUR EN PRIVATE INVESTOR

Toezichtkader pensioenfondsen: wat is er 'mis' mee? (1)

De onvrede over het toezicht bij pensioenfondsbestuurders laait weer op. Die onvrede is vooral gericht op DNB en op de politiek, maar alle partijen lijken gevangen in hun 'stellingen'. Hoe komt dat?

Het is niet aan de orde om in een column van krap 600 woorden een sluitende verklaring te geven, als die er al is. Wel zal ik in deze en komende columns een aantal mogelijke oorzaken geven voor het 'gevangen zitten in stellingen'.

De gedachte achter het opzetten van pensioenfondsen was dat we met een collectieve voorziening het risico van niet-adequate pensioenen zo klein mogelijk konden houden. Stakeholders in de discussie hebben als belangenbehartigers van de deelnemers hetzelfde doel: goede pensioenvoorzieningen voor de deelnemers realiseren. Waar en waardoor ontstaan nu de fricties en wat zijn de eventuele implicaties van deze en andere ontwikkelingen voor het nieuwe Financieel Toetsingskader, het nFTK?

De discussie rondom de pensioenen richt zich op de hoogte – wel of geen korting, indexatie – die ook beïnvloed wordt door de verdeling over generaties. Leidraad in al die discussies is de dekkingsgraad: een 'liquidatiegetal' met een hoog theoretisch gehalte, aangezien de toekomstige pensioenverplichtingen nooit in hun geheel vandaag uitbetaald zullen worden.

Het nFTK is ontworpen met de gedachte dat de gevolgen van de GFC (Global Financial Crisis) uit 2008 nooit meer mochten optreden. Iedere stakeholder in de pensioendiscussie heeft in de GFC blauwe plekken opgelopen. Dat heeft ook zeker een rol gespeeld bij de wijze waarop het nFTK in elkaar is gestoken en hoe de DNB als – uitvoerende – toezichthouder haar taak invult. De politiek is verantwoordelijk voor dit nFTK: een nominaal toezichtkader gericht op het inperken van de risico's van de beleggingen op basis van de risicoparameters volatiliteit en correlatie. In combinatie met de dekkingsgraad bepalen deze

risicomaatstaven in feite waarin pensioenfondsen mogen beleggen. Dat is een belangrijke bron van onvrede bij bestuurders van pensioenfondsen: DNB bepaalt hoe we beleggen. DNB is echter als toezichthouder gehouden aan de uitvoering van het nFTK en daarmee gebonden aan zijn spelregels. Dat brengt ons bij de verantwoordelijken voor het ontwerp van het nFTK: de politici. Die hebben zich bij het ontwerp van het nFTK te weinig rekenschap gegeven van de structurele veranderingen in de wereld over de afgelopen 40 jaar; zowel economisch, politiek als sociaal. Bij het huidige renteniveau voldoen de risicoclassificaties uit het nFTK niet meer. Ter illustratie een onderzoek van JP Morgan naar de rendementen van beleggingen in EMD (staatsobligaties van Emerging Economies) in lokale valuta. Dit onderzoek over de periode 2002 – 2018 laat zien dat, zodra de periode waarover de rendementen in euro's en de volatiliteit in euro's van deze beleggingen gemeten worden langer dan 3 jaar is, deze beleggingen in EMD een aanzienlijk lagere volatiliteit en een stabielere en hoger rendement laten zien dan bijvoorbeeld obligaties van eurolanden. Niettemin kunnen pensioenfondsen maar mondjesmaat in EMD beleggen, doordat ze een risico-toeslag voor dit soort beleggingen krijgen. Enigszins bevreemdend voor langetermijnbeleggers, die pensioenfondsen naar de aard der zaak zijn.

De toetsing van bestuurders van pensioenfondsen door DNB wordt steeds strenger. Of DNB in die aangescherpte toetsing enigszins is 'doorgeslagen' in het detailniveau waarop de expert-toetsing van de bestuurders plaatsvindt, laat ik graag aan de betrokkenen over. Echter, zouden de politici die over dit toezichtkader beslissen niet ook aan een 'expert-onderzoek' moeten worden onderworpen? «

ESG INMIDDELS ONMISBAAR VOOR GOEDE RISICO-RENDEMENTSVERHOUDING

Door Baart Koster

Het huidige extreem lage renteniveau stimuleert verzekeraars om met nog meer focus te zoeken naar rendement. Dat wordt vooral gevonden in illiquide beleggingscategorieën, zo leerden de sprekers tijdens de educatieve bijeenkomst 'Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars' op 1 oktober in het Haagse hoofdkantoor van Aegon Asset Management. Zet je de avontuurlijke search for yield verder nog naast de steeds veranderende regelgeving en de transformatie naar ESG-vriendelijk beleggen, dan wordt duidelijk dat verzekeraars voor flinke uitdagingen staan.

In zijn introductie schetste Pim Poppe, Risk Management Professional bij Probability & Partners, een belangrijke ontwikkeling die zowel op het gebied van balansmanagement als vermogensbeheer scherpe beslissingen van verzekeraars vraagt, maar die tevens nieuwe competenties vereist. 'Vroeger gingen financieringen vrijwel uitsluitend over de balans van de bank, tegenwoordig gaat steeds meer over de balans van de verzekeraar. Kapitaaleisen bij banken en de search for yield bij verzekeraars zijn de drijvende factoren hierachter. Veel relatief nieuwe beleggingen vragen onder meer dat we kredietverlening en beleggingen in bijvoorbeeld infrastructuur, nauwgezet analyseren en bepalen hoe je ESG optimaal in je beleggingskeuzes en -processen integreert. Dat brengt de vraag met zich mee of je de vaardigheden die hiervoor nodig zijn zelf allemaal in huis wilt hebben of dat je deze indirect via de asset manager inkoop.'

MAXIMAAL ILLIQUIDE

Gerard Moerman, Chief Investment Solutions Officer bij Aegon Asset Management, beet het spits af met een pleidooi voor investeren in illiquide activa. De wat hij noemde 'koppig' lage rentetarieven, dwingen de verzekeraars naar alternatieve beleggingen. Vooral investeringen in illiquid fixed income helpen daarbij en hij noemde Nederlandse hypotheek als interessante beleggingscategorie, vanwege de aantrekkelijke risico-rendementsverhouding. Belangrijke vragen die hierbij om de hoek komen kijken: hoeveel illiquiditeit kun je maximaal kwijt op je balans, wanneer loop je tegen je mandaatgrenzen aan? Om die te beantwoorden, onderzocht Aegon Asset Management verschillende shock-scenario's waarbij aan de knoppen van rente, aandelenmarkten en credit spread werd gedraaid. Daaruit bleek dat de strategie om illiquide te investeren behoorlijk schokbestendig is en dat een dergelijke portefeuille niet snel in de problemen komt.

Alexander Duckwitz, Director Insurance Business Development bij Allianz GI, keek naar een andere uitdaging van verzekeraars: die van Solvency II. Daarin veranderde ook dit jaar weer het nodige. Opvallend zijn de gewijzigde solvabiliteitseisen voor verschillende illiquide beleggingscategorieën. Zo geldt voor langetermijnbeleggingen in aandelen met een gemiddelde holdingperiode van vijf jaar (Long Term Equity) nu een gunstige kapitaallast van 22%, die ook toepasselijk is op strategische deelnemingen. Duckwitz benadrukte het belang van politieke invloed



als drijvende factor achter wijzigingen in Solvency II. Zo wordt regelgeving aangepast aan het politieke oogmerk dat verzekeraars hun vermogen zoveel mogelijk investeren in de publieke sector, zoals infrastructuur, of in groene beleggingen. Uiteraard hoort een maatschappelijke antenne altijd bij goed beleggingsbeleid en helpt alleen die al om aan veel regelgeving te voldoen.

DESINTERMEDIATIE SCHEPT MOGELIJKHEDEN

Heneg Parthenay, Head of Insurance bij Insight Investment, vroeg aandacht voor een illiquide beleggingscategorie die is ontstaan door de trend van desintermediatie: handelsfinanciering. Deze beleggingsvorm kent naast een geringe correlatie met de rest van het fixed income universum, ook een korte duration en ingebedde structurele beschermingen, onder meer doordat bij deze financieringsvorm risico's met een kredietverzekering zijn afgedekt. Bovendien levert handelsfinanciering een relatief aantrekkelijk rendement op. Dan moet je er als investeerder overigens wel snel bij zijn, want vooral vroege instappers profiteren. Overigens is handelsfinanciering een intensieve bezigheid, waarschuwde Parthenay, want er is zorgvuldige due diligence op de hele leveringsketen nodig voor een goede risico-rendementsverhouding.

Daarna wierp Matthew Smith, Investment Director Global Insurance bij Aberdeen Standard Investments, zijn licht op diversificatie. Hij betitelde de toenemende diversificatie binnen portefeuilles als een kernontwikkeling. Een categorie zoals vastgoed biedt in die context bijvoorbeeld interessante spreidingsmogelijkheden. Van oudsher zijn we daarbij geneigd te denken dat met name commercieel vastgoed in dit kader interessant is. Echter, juist diversificatie binnen de vastgoedportefeuille met een overweging in Pan Europees residentieel vastgoed, vindt Smith interessant. Dat brengt namelijk naast een aantrekkelijke risico-rendementsverhouding ook maatschappelijk rendement. Hoewel Nederlandse beleggers tot op heden vooral oog hebben gehad voor de lokale woningmarkt, biedt volgens Smith juist een bredere Pan Europese aanpak interessante kansen in residentieel vastgoed. Om je beleggingsresultaten daarnaast nog verder te verbeteren, is het als verhuurder zaak een goede relatie met je huurder te onderhouden. Want een tevreden huurder blijft zitten waar hij zit en vormt daarmee een stabiele bron van inkomsten.

ESG RENDEERT

Richard Glenn, Head of EMEA Insurance bij Invesco, schonk aandacht aan de mogelijkheden die alternative fixed income verzekeraars biedt en het belang van ESG-integratie in de beleggingsportefeuille. Hij noemde een aantal concrete asset classes waarmee hij goede beleggingsresultaten behaalt, zoals US municipal debt, senior secured loans en emerging market debt. Deze asset classes zijn niet alleen effectief voor het realiseren van alpha maar lenen zich bovendien prima voor ESG-integratie. Daarbij biedt ESG de unieke kans om als belegger in alternative fixed income meer betrokken te zijn bij het management en bij de particuliere eigenaren van bedrijven waarin je belegt. Dit betekent in de praktijk dat de asset manager het management van

geïnvesteerde bedrijven stimuleert om een ESG-beleid te ontwikkelen en de progressie daarin te monitoren, met als uiteindelijke doel om voor verzekeraars ESG-gedreven alternative fixed income portefeuilles samen te stellen die qua liquiditeit en andere karakteristieken niet onderdoen voor traditionele bankleningenportefolio's. En daar ethisch bovenuit steken.

In de slotpresentatie pakte Charles Dupont, Head of Infrastructure Debt bij Schroders, ESG nog eens op en wees op de sociaal-economische rendementen van beleggingen in infrastructuur. Die kunnen oplopen tot 20 procent. Bovendien maken deze investeringen bepaalde regio's en landen concurrerder op het internationale speelveld, verbeteren ze de aantrekkingskracht die regio's hebben, mede door de economische groei die hier vervolgens uit voortvloeit. Voor elk investeringsbesluit is het dus zaak om naar zowel financiële- als ESG-factoren te kijken en op basis van een totaalscore je fiat of veto aan een belegging te geven. Dupont benadrukt in zijn verhaal tot slot dat ESG beslist geen lege marketingterm meer is. Sterker nog: wie ESG nu nog blijft negeren, gaat inleveren op zijn portefeuillerendement.

De middag werd afgesloten met een paneldiscussie die Poppe voerde met Chris Figee, CFO van ASR Nederland en Maarten Edixhoven, CEO van Aegon Nederland. Een belangrijke vraag was: houd je in deze uitdagende wereld je asset management in huis of organiseer je dat (ook) extern? Je kunt immers niet alles zelf doen als verzekeraar. Dat heeft a.s.r. simpel gehouden, reageert Figee. 'Wij hebben het ondergebracht bij onze eigen beheerder, a.s.r. vermogensbeheer. Die doet tevens de asset allocatie, wat eenvoudiger, efficiënter en daarmee goedkoper is. Bovendien krijg je zo in mijn beleving meer actuele marktkennis in je asset allocatie.' Aegon heeft het anders georganiseerd, vervolgt Edixhoven. 'Wij hebben ons vermogensbeheer op 'arms length' gezet. Daardoor is onze inrichting qua verantwoordelijkheden tussen verzekeraars en beleggers heel zuiver. Bovendien entameren we door deze scheiding van verantwoordelijkheden een gezonde interne dialoog tussen asset manager en verzekeraar. Als het kan, trekken we gezamenlijk op, maar tegelijkertijd is in deze opzet ruimte om naar alternatieven te kijken. Zo houden we elkaar scherp.'«



RUIMTE VOOR ILLIQUIDE BELEGGINGEN OP DE BALANS VAN VERZEKERAARS

Door Niek Swagers

Door de aanhoudend lage rente hebben illiquide beleggingen op de balans van een verzekeraar een vlucht genomen. Met name levensverzekeraars kunnen profiteren van de illiquiditeitspremie voor het langdurig ter beschikking stellen van kapitaal. Evengoed roept dit de vraag op hoeveel illiquide beleggingen een verzekeraar aankan, zonder dat het risicoprofiel substantieel wijzigt na een financiële schok.

In vergelijking met traditionele categorieën zoals staats- en bedrijfsobligaties, bieden illiquide beleggingen zoals hypotheek een aantrekkelijk verwacht rendement. Daarnaast is het kapitaalsbeslag onder Solvency II, de Solvency Capital Requirement (SCR), voor illiquide beleggingen relatief laag ten opzichte van liquide categorieën met een vergelijkbaar risicoprofiel. Figuur 1 illustreert onder andere dat

Nederlandse hypotheek een betere verhouding tussen het verwacht rendement en het kapitaalsbeslag bieden dan vergelijkbare staats- en bedrijfsobligaties. Dit maakt illiquide categorieën vanuit het perspectief van risico, rendement en kapitaal een aantrekkelijk alternatief.

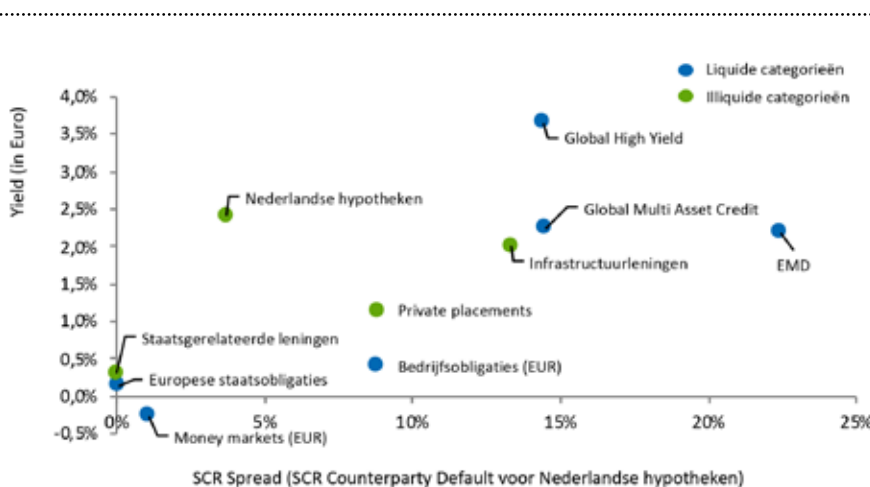
Aan de hoeveelheid illiquide beleggingen op de balans zit wel een bovengrens. Verzekeraars moeten

immers altijd aan hun verplichtingen kunnen voldoen. Dit zijn zowel de uitkeringen uit hoofde van een verzekering als de verplichtingen voor onderpanduitwisseling wanneer bijvoorbeeld het renterisico met derivaten is afgedekt. Daarnaast kan een probleem ontstaan met het herbalanceren van de beleggingsportefeuille wanneer een illiquide belegging niet snel tegen een marktconforme prijs kan worden verkocht. De vraag is hoeveel illiquide beleggingen een verzekeraar op zijn balans aankan. Hoewel het antwoord hierop per verzekeraar verschilt, worden in dit artikel handvatten aangereikt om deze vraag te kunnen beantwoorden.

INTERACTIE TUSSEN LIQUIDITEIT EN BELEGGINGSSTRATEGIE

Om te toetsen hoeveel illiquide beleggingen een verzekeraar aankan, wordt expliciet rekening gehouden met de grenzen die voortvloeien uit het beleggingsbeleid. De doelstellingen en risicohouding zijn een natuurlijk vertrekpunt voor het definiëren van de strategische beleggingsportefeuille, inclusief onder- en bovengrenzen. Met deze allocatiegrenzen wordt voorkomen dat de beleggingsportefeuille te veel afwijkt van de oorspronkelijke beleggingsstrategie. Daarom toetsen we

Figuur 1: Rendement versus kapitaalsbeslag voor verzekeraars.



De punten in de grafiek zijn illustratief, waarbij aannames zijn gebruikt voor het beleggingsbeleid van de getoonde categorieën. Daarnaast is het kapitaalsbeslag voor renterisico hier buiten beschouwing gelaten.

Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management, La Banque Postale Asset Management, juli 2019.

niet alleen of de verzekeraar nog voldoende geld heeft om alle betalingen te doen, maar ook of de beleggingsportefeuille nog aansluit op het gewenste risicoprofiel.

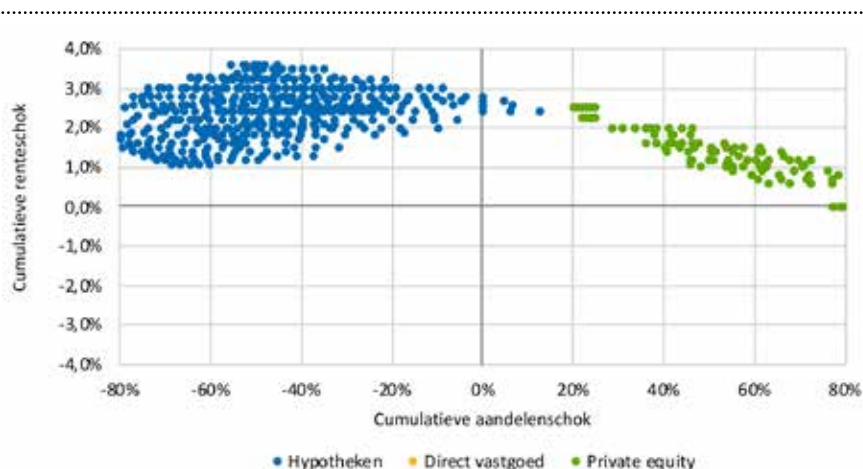
CLASSIFICEREN VAN BELEGGINGSCATEGORIEËN

Illiquiditeit is een kwestie van gradaties. Er is een schaal waarop beleggingen geclassificeerd kunnen worden als (il)liquide. Sommige beleggingen kunnen binnen enkele dagen tegen marktconforme prijzen worden verkocht, terwijl voor andere categorieën een periode van enkele weken, maanden of zelfs jaren geldt. Voor dit onderzoek is gekozen om de beleggingscategorieën aan te duiden als óf liquide óf illiquide. Zo zijn directe investeringen in hypotheek, private equity en direct vastgoed voor de analyse in dit artikel als illiquide beleggingen aangemerkt. Hierbij wordt geen rekening gehouden met de kasstromen die deze categorieën zelf genereren. Dit betekent dat gewerkt wordt met prudente aannames.

BEREKENING GRENS ILLIQUIDE BELEGGINGEN

Voor het onderzoek zijn scenario's ontwikkeld waarmee de impact van veranderingen in rente, aandelen en credit spreads kunnen worden geschat. Dit zijn factoren waar veel verzekeraars gevoelig voor zijn. Per stap wordt een gecombineerde rente-, aandelen- en spreadschok toegepast op alle beleggingen in de portefeuille, waardoor een nieuwe samenstelling van de portefeuille ontstaat. Wanneer een liquide belegging buiten de vooraf vastgestelde allocatiegrens komt, dan wordt de portefeuille geherbalanceerd naar de strategische gewichten. Voor een illiquide belegging is dat niet mogelijk. We blijven vervolgens net zo lang deze financiële schokken doorvoeren totdat een illiquide belegging moet worden verkocht. Uiteraard wordt bij iedere stap rekening gehouden met de benodigde liquide middelen om aan de onderpandverplichtingen voor derivaten te voldoen.

Figuur 2: Impact voor een gemiddelde Europese levensverzekeraar van aandelen- en renteschokken op illiquide beleggingen die niet meer geherbalanceerd kunnen worden.



Bron: Aegon Asset Management, augustus 2019.

UITKOMSTEN

Figuur 2 toont de uitkomsten voor een gemiddelde Europese levensverzekeraar, gebaseerd op gegevens van EIOPA en EY. Naast de omvang van de cumulatieve schokken is ook inzichtelijk gemaakt welke beleggingscategorie ervoor zorgt dat de beleggingsportefeuille niet meer binnen de gestelde strategische grenzen kan worden gestuurd. Zo moeten bijvoorbeeld hypotheek worden verkocht bij een aandelenrendement van -40% en een rentestijging van 1,3%-punt. Eenzelfde rentestijging leidt in combinatie met een positief aandelenrendement van meer dan 40% tot verkoop van private equity. In deze situatie hoeft direct vastgoed niet te worden verkocht omdat de bovengrens van private equity eerder geraakt wordt.

Het gebied in de grafiek waarin geen punten staan, leidt volgens deze analyse niet tot liquiditeitsproblemen, zoals bij een rentedaling in combinatie met een negatief aandelenrendement. De uitkomsten zijn uiteraard erg gevoelig voor de vooraf vastgestelde bovengrenzen voor illiquide beleggingen. Bij ruimere bovengrenzen zoals gebruikt voor de figuur ontstaat minder snel de situatie dat een illiquide belegging verkocht moet worden. Daarnaast hebben andere aspecten, zoals de mate

waarin het renterisico is afgedekt of de scheiding tussen een matching- en returnbalans, grote invloed op de uitkomsten.

SAMENVATTING EN CONCLUSIES

Veel verzekeraars hebben de afgelopen jaren hun beleggingen in illiquide categorieën verhoogd. Dit roept de vraag op hoeveel ruimte er is voor dergelijke beleggingen. Om deze vraag te beantwoorden, is een methode ontwikkeld die rekening houdt met het specifieke beleid van een verzekeraar en met schokken op de financiële markten. Uit de analyses blijkt dat voor sommige verzekeraars een hogere strategische allocatie naar illiquide beleggingen niet tot liquiditeitsproblemen leidt. Een andere denkrichting is het verhogen van de bovengrens voor illiquide categorieën als dat past bij de risicohouding van een verzekeraar.»

Dit artikel is geschreven door Niek Swagers aan de hand van een onderzoek¹ van het Client Investment Solutions team van Aegon Asset Management.

¹ Zie: <https://www.aegonassetmanagement.com/netherlands/news-and-insights/alternative-view---balance-sheet-management-how-much-illiquidity-can-investors-handle/>

SCENARIO-DENKEN: EEN VAK APART?

Door Roland van den Brink

Scenario-denken blijft vaak steken bij het beschrijven van enkele uiteenlopende economische omstandigheden. Een aanpak die gericht is op het identificeren én volgen van bijbehorende signalen maakt het denken meer concreet. Ik deel graag mijn pensioenfondservaring met u.

INLEIDING

Het nadenken over mogelijke trends en gebeurtenissen verruimt onze blik. Het doel hiervan is om als groep vlot eenzelfde beeld te krijgen van een ontluikende situatie, zodat gemakkelijker tijdig besluiten worden genomen. Precies tien jaar geleden heeft het mij geholpen om in te zien dat aandelen een aantrekkelijke beleggingscategorie zouden worden, met een rendement van circa 8%. Aan de hand van een voorbeeld uit de praktijk laat ik zien hoe scenario-denken effectief opgezet kan worden. Ik sluit af met een trend (seculiere stagnatie) waarvan steeds meer indicatoren aangeven dat dit voor de komende jaren een reële ontwikkeling is. Dit scenario mag daarom niet ontbreken bij de ALM-analyse.

EEN PRAKTIJKVOORBEELD

Vanuit het risicomanagement is het gebruikelijk om de geschatte kans op een gebeurtenis af te zetten tegen de mogelijke impact die de gebeurtenis kan hebben. Hierdoor ontstaat snel een beeld van de diverse scenario's, wat helpt om vlot te bepalen welke mogelijke ontwikkeling de meeste aandacht verdient. In Figuur 1 zijn 17 scenario's geordend op basis van de mogelijke impact op de dekkingsgraad versus de geschatte kans van optreden. Door gebruik van de kleuren groen, oranje en rood wordt het belang van elk scenario voor het fonds direct duidelijk.

Er is één scenario met witte letters; daarmee wordt een positieve ontwikkeling aangeduid.

Drie scenario's worden als voorbeeld nader toegelicht. Allereerst het 'rode' scenario: *verdere daling van de UFR-rentecurve*. Dit scenario is zeer waarschijnlijk, want het niet doorgaan vereist een fors politiek besluit. De impact hiervan is (voor dit pensioenfonds) ruwweg 5%-punt op de dekkingsgraad. Daardoor is dit scenario eveneens een ankerpunt voor wat in het schema als 'significant' wordt aangemerkt. Zo'n ankerpunt is handig om in het schema te hebben.

Soms zit er meer achter een aanduiding dan men vermoedt. Neem bijvoorbeeld linksonder het *Mondiale Cybercrisis*-scenario. Velen denken aan hackers die computersystemen platleggen, maar dit scenario omvat óók de impact van een

grote zonnevlam gericht op de aarde. Bij zo'n gebeurtenis raakt de mondiale IT-infrastructuur fors van streek. Het recent uitvallen van het noodnummer 112 en van kassa's bij een bekende supermarktketen zijn daarbij vergeleken kinderspel. Ook in het rode gebied staat het *Europese bankencrisis*-scenario. Als zo'n crisis optreedt, moet er fors door centrale banken worden ingegrepen, waardoor waarschijnlijk de rente omlaag duikt en de dekkingsgraad sterk daalt.

LOGISCHE PROCESVRAGEN

Het schema roept een aantal vragen op zoals: waarom deze scenario's, hoe komt de ordening tot stand en wat zijn de vervolgstappen? Het antwoord is wellicht ontvullend: er is geen strikt proces gevolgd. Waar het vooral om gaat, is dat het opstellen en bespreken van scenario's bijdraagt aan het risicobewustzijn. Zowel positieve als negatieve gebeurtenissen en trends verdienen aandacht.

De enige eis die wordt gesteld, is dat er duidelijke indicatoren zijn die een scenario aannemelijk maken. Neem bijvoorbeeld het Europese bankencrisis-scenario. De boekhoudkundige waardering van banken (die toezichthouders als uitgangspunt nemen) en de beurswaardering lopen steeds verder uit elkaar; een duidelijk teken dat er iets aan de hand is. Vandaar dat het als scenario is opgenomen.

Mijn ervaring is dat na een opstarttijd er door onderlinge discussie een redelijk

Foto: Archief Roland van den Brink



Roland van den Brink

beeld zal ontstaan. Het adagium is vooral: liever erover nadenken dan steeds wijzen op de moeilijkheden.

Wat betreft de vervolgstappen voldoet vlot reageren na een gebeurtenis of vroegtijdig acteren bij duidelijke tekenen van een trend. Een typisch voorbeeld was de verrassende uitslag van het Brexit-referendum in 2016. Direct na het bekend worden, waren er nog voldoende mogelijkheden om eventuele negatieve effecten te verminderen.

AFGELOPEN 10 JAAR WAREN BIJZONDER

Een bijkomende reden om in dit tijdsgewricht in scenario's te denken, is dat sinds de kredietcrisis in 2008, centrale banken een extreem ruimhartig geldbeleid voeren. Vooral daardoor zijn de afgelopen tien jaren opvallend te noemen met een combinatie van een sterk dalende kapitaalmarktrente (met positief effect op obligaties en vastgoedbeleggingen) en een per saldo sterk stijgende aandelenmarkt (vooral in de VS en Europa). In deze periode werden negatieve koersbewegingen van aandelen vaak binnen een kwartaal gecompenseerd door wederom stijgende koersen. Deze omstandigheid maakt dat het lastig is, vooral voor personen die meer op afstand van het beleggen staan, om het gelopen risico (gevoelsmatig) goed te beoordelen. Een kans/impact-schema helpt om de beoordeling van mogelijke gebeurtenissen te verbeteren.

Een vraag die velen zich stellen is: 'scenario's zijn aardig voor de gedachtenvorming, maar wat brengt de toekomst?' Ik geef hierbij mijn visie op basis van diverse publicaties en discussies en het analyseren van indicatoren.

SECULIERE STAGNATIE: EEN WAARSCHIJNLIJKE TREND

Er zijn steeds meer signalen dat 'seculiere stagnatie' een waarschijnlijk scenario voor de toekomst is, zoals:

- De rente bevindt zich (in Europa) op een historisch dieptepunt;
- Inflatie (in Europa) daalt / blijft laag;
- Monetair beleid blijft aanhoudend zeer ruim (Fed, ECB);

Figuur 1: 17 Scenario's geordend in termen van de mogelijke impact op de dekkingsgraad versus de geschatte kans van optreden



- Er wordt mondiaal steeds meer gespaard ('savings glut' spiraal);
- Beurzen noteren in korte tijd records, waarna realisme intreedt maar er geen grote dalingen zijn.

In dit scenario werken de traditionele factoren voor economische groei niet meer. Een van de impulsen is bijvoorbeeld de bevolkingsgroei, die in menig ontwikkeld land laag is. Andere bekende factoren zijn excessief overheidsingrijpen door monetaire en fiscale stimulering. De gevolgen van de technologierace zijn laagblijvende lonen en lage consumptieve bestedingen, waardoor aanhoudende besparingen volgen. Kortom, langzaam wordt alles in de mondiale economie stroperiger. De rente daalt daardoor nog steeds en mede hierdoor renderen zakelijke waarden naar verwachting positief maar matig (3% à 5%). Het gevolg voor pensioenfondsen is (helaas) een gestaag dalende dekkingsgraad.

SAMENVATTING

Mijn ervaring is dat scenario-denken effectiever is als de aanpak gericht is op het onderkennen van mogelijke gebeurtenissen en trends aan de hand

van waarneembare kenmerken. Een kans/impact-schema helpt om een beter gevoel en meer begrip te krijgen voor bijpassende maatregelen. Vaak is het voor de beheersing voldoende om vlot de situatie te analyseren zodra een gebeurtenis zich heeft voorgedaan of een trend zich duidelijk aandient. Sinds 2018 wijzen steeds meer indicatoren op de trend dat het economisch langzaam minder gaat, zonder dat er grote schokken optreden op de financiële markten ('seculiere stagnatie'). Deze trend past daarom als basisscenario voor een ALM-studie. «

Achtergrond informatie

- Interview 'Aandelen stijgen met 8% per jaar' Het Financieel Dagblad, oktober 2009.
- Artikel 'Risicobeheersing: denk in toekomstscenario's!', Financial Investigator, nummer 2 2016.
- Scenariodenken in de praktijk, Cardano, PensioenPro 19 juni 2017.
- Artikel BlackRock: extremere scenario's Brexit en grotere renteverlaging ECB, Financial Investigator, 10 september 2019.
- Interview Reserve Bank of Australia governor Philip Lowe, The Sydney Morning Herald, 12 augustus 2019.

Dit artikel is geschreven door Roland van den Brink, oprichter van TrigNum.

NIEUWE PARAMETERS VRAGEN OM NIEUW BELEID

Door Henk Bets

Op 11 juni 2019 is het advies van de Commissie Parameters bekend gemaakt. De regering wil dit advies overnemen en ook DNB heeft besloten het advies te omarmen. Dit betekent dat de nieuwe parameters vanaf 1 januari 2020 gebruikt zullen worden en dat de nieuwe ultimate forward rate (UFR) vanaf 1 januari 2021 wordt geïmplementeerd.

Nu betekent een nieuw advies natuurlijk niet dat de financiële markten meteen gaan veranderen. En ook de visie van pensioenfondsbesturen of vermogensbeheerders hoeft hierdoor niet meteen op de schop. Toch zullen pensioenfondsen hun beleid moeten heroverwegen. Ten eerste vanwege de verwachte (kans op) kortingen en de haalbaarheid van de indexatie-ambitie. Die veranderen door de nieuwe parameters en het is de vraag of de nieuwe uitkomsten nog binnen de doelstellingen van het fonds passen. De uitkomsten kunnen gevoelig liggen, omdat de veranderingen aan de deelnemers gecommuniceerd moeten worden. Ten tweede vanwege de directe gevolgen voor (eerdere) kortingen en (latere) indexatie.

En het pensioenakkoord dan? Op dit moment ligt er een pensioenakkoord. Dit pensioenakkoord is echter nog geen uitgewerkt plan, maar een overeenkomst over intenties, zonder details of keuzes voor de echte pijnpunten. Dat het pensioenakkoord broos is, blijkt uit het feit dat verschillende ondertekenaars al hebben aangegeven hun steun terug te trekken als er onnodig gekort wordt. De wetgeving bij het pensioenakkoord moet in 2022 gereed zijn. Daarna moeten cao-partijen nog onderhandelen over de nieuwe regelingen en moeten pensioenuitvoerders deze regelingen nog implementeren. Het is nog maar de vraag of begin 2024 haalbaar is.

WAT ZIJN DE BELANGRIJKSTE VERANDERINGEN?

Het advies van de Commissie Parameters bestaat uit drie delen: het advies over de parameters, het advies over de UFR en het advies over de scenarioset. De Commissie heeft besloten om de indeling van de beleggingscategorieën hetzelfde te houden. Een tweede belangrijk besluit is de keuze voor vaste rendementen voor zakelijke waarden in plaats van risicopremies bovenop de veilige rente.

De grootste aanpassing van de parameters betreft het rendement op zakelijke waarden. Het verwachte netto rendement is met 1,1% tot 1,65% verlaagd. De overige aanpassingen zijn beduidend kleiner.

De commissie adviseert om de UFR aan te passen. De aanpassingen hebben vooral betrekking op het startpunt van de UFR en de snelheid waarmee de rentecurve vervolgens toegroeit naar de UFR. Het startpunt wordt met 10 jaar opgeschoven van 20 naar 30 jaar en de ingroefactor wordt met een factor 5 verlaagd. In Figuur 1 is het effect te zien voor de rentetermijnstructuur (RTS) van eind juni.

Het is duidelijk te zien dat de RTS met de nieuwe UFR aanzienlijk dichter bij de marktrente ligt dan de RTS met de huidige UFR.

De Commissie adviseert de scenarioset te blijven baseren op het huidige KNW-model, maar heeft wel de parameters van het model opnieuw gekalibreerd. Het effect hiervan is dat het aantal negatieve rentes en extreem positieve rentes afneemt.

WAT ZIJN DE MEEST OPVALLENDE ZAKEN? DE PARAMETERS

Het eerste dat opvalt bij de nieuwe rendementen is dat de netto rendementen

op zakelijke waarden met ruim 1% naar beneden zijn aangepast. Aangezien veel fondsen, rekening houdend met 'mapping', voor meer dan 60% in zakelijke waarden zitten, betekent dit een verlaging van het verwachte rendement met meer dan 0,6% per jaar. Een hersteltermijn van 10 jaar kan hierdoor met 2 jaar verlengd worden. Bij een fonds met veel slapers en gepensioneerden kan de indexatieambitie met bijna 0,6% verlaagd worden. Dat is bijna een derde van de verwachte prijsinflatie van 1,9%.

De verlaging lijkt fors, maar indien de Commissie had besloten om over te stappen op het model met risicopremies bovenop de risicovrije rente in plaats van vaste rendementsparameters, dan zou de verlaging groter zijn geweest. Het verwachte bruto rendement op aandelen voor komend jaar zou dan niet van 7,0% naar 5,8% zijn verlaagd, maar naar maximaal 2,7%. De keuze voor de methode is dus ook impliciet een keuze voor een hoger verwacht rendement op zakelijke waarden.

De Commissie merkt terecht op dat het gebruik van forward rentes als voorspellers van de toekomstige rentes de risicopremies negeert en dus toekomstige rentes overschat. De Commissie doet dan ook de aanbeveling om in de toekomst te onderzoeken of het mogelijk is deze tekortkomingen weg te nemen. Eigenlijk concludeert de Commissie hier dat de veilige rente niet veilig is.

Een ander opvallend punt is het verdwijnen van de diversificatie-opslag. Gezien het effect is het opvallend dat deze opslag zonder cijfermatige uitwerking alleen in de bijlage genoemd staat.

DE UFR

Het effect van de nieuwe UFR op basis van de cijfers van eind juni is dat de dekkinggraad met ongeveer 2,7% daalt. Het verschil tussen de dekkinggraad op de nieuwe UFR en de zuivere marktrente is dan slechts 0,3%. De Commissie zelf komt voor de rentestand van eind december op nagenoeg dezelfde cijfers. Het is de vraag wat bij deze kleine verschillen nog het nut van de UFR is.

De UFR is ooit geïntroduceerd om twee redenen. Enerzijds omdat de rentes op lange termijn niet betrouwbaar genoeg zouden zijn en anderzijds om de volatiliteit van deze rentes te beperken. De Commissie heeft als belangrijk uitgangspunt gehanteerd dat de UFR zoveel mogelijk moet aansluiten bij de financiële markten. Dit uitgangspunt staat haaks op een van de redenen waarom de UFR ooit geïntroduceerd is. Met de nieuwe UFR worden beide oorspronkelijke doelen niet of nauwelijks meer bereikt, terwijl ze wel een effectieve en efficiënte renteafdekking belemmeren. Tegenstanders van de UFR hebben hiermee goede argumenten om te pleiten voor afschaffing van de UFR. Voorstanders van de EIOPA-UFR hebben hiermee ook goede argumenten om te pleiten voor een UFR conform de EIOPA-methode. Ook de bijna structurele negatieve risicopremie in het lange stuk van de marktrente kan hiervoor als argument gebruikt worden.

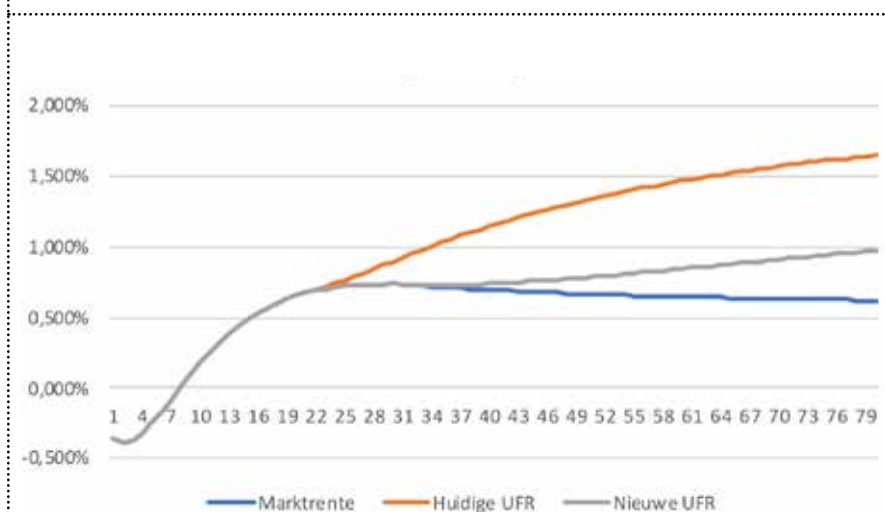
DE SCENARIOSET

Het is jammer dat de commissie de inflatie uit de scenarioset niet aanpakt. De inflatie in de scenarioset groeit in ongeveer 50 jaar toe naar een waarde van 2,0%. Hiermee liggen de gemiddelde waarden ruim onder de waarde van de toegestane minimum parameters. Het effect hiervan is dat in de haalbaarheidstoets en bij de berekening van het pensioen in scenario's, de toekomstige inflatie en de indexatieambitie fors wordt onderschat. Hierdoor ontstaat ten onrechte een te positief beeld van het pensioenresultaat en van het pensioen in koopkracht van nu.

WAT MOET ER NU GEBEUREN?

Begin volgend jaar moeten de meeste pensioenfondsen een nieuw herstelplan

Figuur 1: Rentetermijnstructuur per eind juni



Bron: Actuariel Adviesbureau Confident

inleveren. Door de nieuwe lagere rendementen op aandelen zullen veel fondsen een langere hersteltermijn nodig hebben. De kans dat pensioenfondsen niet binnen 10 jaar herstellen, neemt toe. In dat geval ligt de dekkinggraad onder de kritische dekkinggraad. Mogelijk kunnen fondsen door veranderingen in hun beleggingsbeleid het verwacht rendement iets verhogen, zodat de kortingen ook iets lager uitvallen. Deze rekenopgave is natuurlijk een lastige, omdat de fondsen hun risicoprofiel niet mogen vergroten. Er zijn wel mogelijkheden door te schuiven met risico's, maar de mogelijkheden zijn beperkt.

Ook de haalbaarheidstoets zal worden uitgevoerd met lagere rendementen. Hier is het de vraag of deze lagere rendementen niet gaan leiden tot een te laag pensioenresultaat, waardoor de indexatieambitie niet meer wordt gehaald. Ook hier zal voor de fondsen met een herstelplan gelden dat hun aanpassingsmogelijkheden beperkt zijn. De fondsen zonder herstelplan hebben iets meer ruimte, al is het de vraag of het verstandig is om daar gebruik van te maken.

De premie voor 2020 wordt bij de meeste fondsen in 2019 vastgesteld en gebeurt dus op basis van de huidige parameters, maar wel aan de hand van de huidige actuele

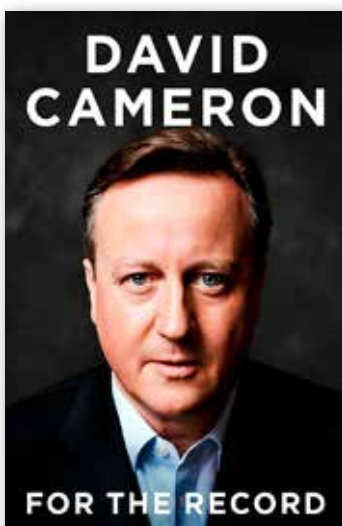
rente. De premie voor 2021 zal worden vastgesteld op basis van de nieuwe parameters en de premie voor 2022 zal worden vastgesteld op basis van de nieuwe parameters en de nieuwe UFR. De Commissie heeft het effect van de parameters ingeschat op ongeveer 3% van de totale premie. Hierbij is nog geen rekening gehouden met de recente rentedaling, waardoor de speling die sommige fondsen in de premie hadden niet meer aanwezig is. Het effect van 3% kan hierdoor een behoorlijke onderschatting zijn van de werkelijkheid. Ook hier zou een ander beleggingsbeleid voor de meeste fondsen waarschijnlijk maar een deel van de pijn wegnemen.

Voor het herstelplan, de haalbaarheidstoets en de premie is het dus van belang dat goed gekeken wordt naar de mogelijkheden die een aanpassing van het (beleggings)beleid kan bieden. Voor een aantal fondsen zal het geen kortingen of bijstelling van de indexatieambitie kunnen voorkomen, maar ook hier geldt dat alle beetjes kunnen helpen. «

Dit artikel is geschreven door H.J. Bets AAG, Directeur bij Actuariel Adviesbureau Confident en oprichter van UwPensioenInzicht.nl



Titel: Narrative Economics
Auteur: Robert Schiller
Uitgever: Princeton
ISBN: 9780691182292



Titel: For the Record
Auteur: David Cameron
Uitgever: William Collins
ISBN: 9780008239282

Narrative Economics

Door Joost van Mierlo

De Amerikaanse Nobelprijswinnaar Robert Shiller heeft altijd getwijfeld aan het bestaan van de rationeel denkende mens die op basis van zorgvuldige overwegingen zijn eigen nut maximaliseert. Hij is daarmee een van de grondleggers van de steeds belangrijker wordende groep economen die zich bezighoudt met 'Behavioural Economics'. In zijn nieuwste boek gaat Shiller een stap verder. Niet de cijfers over toekomstige groei of werkgelegenheid, maar de pakkende verhalen over de cijfers die de ronde doen, bepalen de verwachtingen en daarmee het gedrag.

Schiller gaat in dit boek in sneltreinvaart door de geschiedenis. Media zijn belangrijk, zo stelt Schiller. Zij zijn in staat een verhaal 'viraal' te maken, een term die Schiller constant gebruikt. Het is volgens Schiller geen wonder dat de Tulpenmanie, een van de eerste economische schokken als gevolg van een verhaal dat eindeloos werd herhaald, plaatsvond kort nadat de eerste kranten het levenslicht zagen.

Het zijn tot de verbeelding sprekende verhalen die Schiller opdiept. Mijn favoriete is dat van een ontmoeting tussen de Econoom Art Laffer en de Republikeinse politici Dick Cheney en Donald Rumsfeld in een restaurant in Washington 1974. Hij legde hen, op een servet, uit dat er zoiets is als een 'republikeins' en een 'democratisch' belastingniveau. Dat heeft te maken met de 'U'-vormige grafiek van de inkomstenbelasting die Laffer tekende. Bij een belastingniveau van 0% wordt geen belasting geïnd – dat spreekt voor zich – maar als de belastingen 100% zijn, zijn de inkomsten ook nul, omdat niemand wil werken. Voor alle tussenliggende belastingniveaus zijn er twee punten waarop de inkomsten voor de overheid gelijk zijn. De Republikeinen kiezen, natuurlijk, voor het laagste niveau.

Het verhaal sluimerde rond, maar werd wereldwijd bekend toen er in een boek, *The Way the World Works* van Jude Wanniski in 1978, over werd geschreven. Het is volgens Schiller geen wonder dat daarna de belastingverlagingen van Margaret Thatcher, gekozen in 1979, en Ronald Reagan, gekozen in 1980, volgden.

Het probleem is dat niemand precies weet wanneer een verhaal 'uitbreekt', noch waarom dat gebeurt. Toch is het goed om daarover verder na te gaan denken, aldus Schiller.

For the Record

Door Joost van Mierlo

De memoires van de voormalige Britse premier David Cameron lezen als een trein. Dat heeft deels te maken met de bijzondere ervaringen van Cameron. Niet iedereen gaat naar kostschool Eton en niet iedereen heeft een jong gestorven gehandicapt kind. Vooral de verhalen over zijn oudste zoon Ivan zijn hartbrekend en ingetogen geschreven. Maar de belangstelling gaat vooral uit naar wat hij over het Brexit-referendum te zeggen heeft. Daar steekt hij, terecht, de hand in eigen boezem. Niet over het uitschrijven van het referendum zelf – dat was volgens Cameron onvermijdelijk – maar wel over de manier waarop hij onrealistische verwachtingen had geschapen over de 'nieuwe' overeenkomst die hij zou heronderhandelen met de EU. Belangrijker nog was de halfhartige manier waarop de Remain-campagne streed. Cameron vond de eenheid in zijn partij belangrijker dan de uitkomst van het referendum, daarbij voortdurend rekenend op een uiteindelijke overwinning. Toen dat twijfelachtig werd, was niemand – in ieder geval Cameron zelf niet – alert genoeg om de toon agressiever te maken en net zo gepassioneerd te strijden als de Brexiteers.

Hoeveel er ook goed is gegaan - Cameron noemt zijn bezuinigingspolitiek en het invoeren van het homohuwelijk - zijn naam zal altijd verbonden blijven met de uitslag van het referendum. Die heeft niet alleen voor een verdieping van de verdeeldheid in zijn eigen partij gezorgd, maar ook voor een patstelling in de Britse politiek en een kloof in het hele land waarvan het Verenigd Koninkrijk voorlopig nog niet is hersteld, hoe de Brexit-onderhandelingen ook aflopen. Het is, zoals Cameron toegeeft, geen politieke erfenis om trots op te zijn.



Titel: De strijd om Uber
Auteur: Mike Isaac
Uitgever: Nieuw Amsterdam
ISBN: 9789046826256



Titel: De Gedrevene
Auteur: Dik Verkuil
Uitgever: Nieuw Amsterdam
ISBN: 9789046825648

De strijd om Uber

Door Hans Amesz

De strijd om Uber (oorspronkelijke titel: Super Pumped. The battle for Uber) is meer dan het verhaal over een start-up die de taxibranche volledig op zijn kop zette en een revolutie teweegbracht in de schnabbel-economie. In een interview met de Belgische krant De Morgen zegt auteur Mike Isaac, technologiejournalist bij The New York Times: 'Het is een boek over Uber, maar eigenlijk is het een aanklacht tegen een heersende cultuur in Silicon Valley.' Centraal staat Travis Kalanick, mede-oprichter van Uber en CEO van 2010 tot 2017, toen hij na een reeks schandalen gedwongen werd het bedrijf, dat was uitgegroeid tot een van de grootste techbedrijven van de Verenigde Staten, te verlaten. Kalanick was ervan overtuigd dat Uber alleen kon slagen als het sneller zou groeien dan welke concurrent dan ook. Van Kalanick, die zijn bedrijf in een ijzeren greep hield, mocht niets die groei in de weg staan. Alles was geoorloofd. Hij ging letterlijk over lijken om zo snel te groeien dat concurrenten kansloos zouden zijn. Lokale autoriteiten en concurrerende taxi-apps werden geïntimideerd en bespioneerd. Daarvoor heeft Uber voormalig personeel van de inlichtingendiensten CIA, FBI en NSA aangetrokken. Het meest stuitende voorbeeld is Greyball, een functie in de Uber-app waarmee een chauffeur bijvoorbeeld bij het bedrijf bekende controleurs – te identificeren via hun smartphone – kan ontwijken. Greyball is inmiddels na publicaties van Isaac verwijderd. De bedrijfscultuur bij Uber is volgens Isaac een extreem voorbeeld van wat in Silicon Valley de bro-culture wordt genoemd. Daarin maken jonge, witte, cocaïne snuivende macho's, met Kalanick als ongekroonde koning, de dienst uit. De top van Uber negeerde de signalen van de werkvloer over managers die vrouwelijke medewerkers seksistisch benaderden of ondergeschikten met honkbalknuppels tot harder werken aanzetten. Bij Uber kregen medewerkers pas om 20:15 uur een gratis avondmaaltijd, om hen te dwingen langer door te werken. Uiteindelijk deden een coupe van de belangrijkste investeerders en een vernietigend extern rapport naar de bedrijfscultuur Travis Kalanick de das om. Venture capitalist Bill Gurley realiseerde zich uiteindelijk dat alleen het wegsturen van Kalanick de investering van Benchmark veilig zou stellen. Vandaag de dag bedraagt de marktkapitalisatie van Uber circa zeventig miljard dollar. Kalanick is een nieuwe start-up begonnen en is dankzij zijn Uber-aandelen meervoudig miljardair.

De Gedrevene

Door Hans Amesz

Schrijver, journalist en historicus Dik Verkuil belooft in zijn biografie De Gedrevene een nieuwe kijk te geven op de legendarische PvdA-politicus Joop den Uyl (1919 – 1987), die dit jaar honderd jaar geleden werd geboren. Dat wordt niet waargemaakt, maar het resultaat van Verkuils dertigjarige bezig-zijn met Den Uyl mag er niettemin zijn. Hij beschrijft indringend dat geen enkele Nederlandse regeringsleider zo vastbesloten was zijn land te hervormen als Joop den Uyl. Al in de jaren vijftig had hij als directeur van de Wiardi Beckman Stichting, als belangrijkste opdracht voor de sociaaldemocratie, de spreiding van inkomens, kennis en macht geformuleerd. Hij was daarbij beïnvloed door het boek The Affluent Society van de Amerikaanse econoom John Kenneth Galbraith, die schreef dat in de Verenigde Staten de publieke voorzieningen nogal achterop waren geraakt bij de groei van de particuliere consumptie, waardoor een klimaat van private rijkdom en particuliere armoede was ontstaan. Toen Den Uyl regeringsleider werd, bruiste hij volgens Verkuil van energie, zat hij boordevol plannen en leek hij het tij mee te hebben. Maar de euforie duurde nog geen half jaar; toen sloeg de oliecrisis toe. De rest van zijn premierschap roeide Den Uyl tegen de stroom in, de ene crisis na de andere bezwerend. Nadat de PvdA, ondanks een eclatante verkiezingsoverwinning, weer in de oppositie was beland, bleef Den Uyl tot het bittere einde hopen op een tweede kabinet onder zijn leiding, ook toen hij zijn bondgenoten had verloren en de droom van een wezenlijk rechtvaardiger maatschappij allang was uiteengespat. Zo bezien waren de laatste tien jaar van zijn politieke leven ongetwijfeld tragisch.



COLUMN

DOOR ANDY LANGENKAMP, SENIOR POLITICAL ANALYST BIJ ECR RESEARCH

Van Fire & Fury naar Mr Nice Guy?

Betert de Amerikaanse president Trump zijn leven en wordt hij welwillender op het wereldtoneel om zijn herverkiezing zeker te stellen?

Fire & Fury – deze woorden gebruikte Donald Trump een paar jaar geleden om aan te geven wat Noord-Korea te wachten stond als het dreigementen richting de VS bleef afvuren. 'Fire & Fury' is ook de titel van een boek over het chaotische reilen en zeilen in het Witte Huis. Maar met de presidentsverkiezingen in zicht, lijkt Trump zijn buitenlandkoers bij te stellen. Hij wil waarschijnlijk rustiger wateren bevaren om de economie op kalme golven richting verkiezingsdag – 3 november 2020 – te laten dobberen.

Zeker nu de Amerikaanse economie iets aan vaart verliest, zal de president er veel aan gelegen zijn om te voorkomen dat hij schade toebrengt aan de groei. Zijn kansen op herverkiezing bij een recessie zijn immers nihil, zeker aangezien Trumps populariteit al laag is. Het Amerikaanse bedrijfsleven is overigens vrij zeker dat Trump herkozen wordt. Tweederde van de ondervraagde CFO's denkt dit, ook omdat deze CFO's de komende tijd geen recessie verwachten.

Stuurt Trump nu aan op een rustig doorkachelende economie en daarmee op een sterkere dollar? Of zijn tekenen van een meer gematigde opstelling slechts de smaak van de week en slaat de president straks weer wild om zich heen?

Trump wordt niet opeens een vredesduif die zich in alle redelijkheid en oprechtheid beweegt op het internationale toneel, maar met het ontslag van Nationale Veiligheidsadviseur John Bolton wordt wel iets van de scherpe kantjes van het buitenlandbeleid geslepen. Bolton was bereid om de oorlog te verklaren aan Noord-Korea, wilde het Iraanse regime omver werpen, zag geen heil in onderhandelingen in Afghanistan, speelde een belangrijke rol bij het opblazen van het INF-verdrag en

prefereerde een harde koers jegens Moskou. De botte Bolton-bijl zou vrijwel zeker niet de juiste aanpak zijn.

Naast Boltons ontslag zien we onder andere dat Trump de vete met Iran toch niet op de spits wil drijven en meer optimisme over een dealakkoord in de Amerikaans-Chinese handelsoorlog. Trump zal mikken op pompeuze toppen en fotomomenten die hij kan verkopen als grote successen, zodat hij als staatsman de verkiezingen ingaat en de economie niet schaadt met internationale botsingen.

Dit ondersteunt het beeld dat de Amerikaanse conjunctuur eerder positief dan negatief zal uitpakken. Dat maakt het voor de Fed minder noodzakelijk om monetaire teugels verder te laten vieren. Dit betekent meer kans op verzwakking van EUR/USD. Zeker omdat de ECB een flink monetair verruimingspakket heeft aangekondigd en Europese economische cijfers sterk afzakken.

Daar staat tegenover dat Europese politieke inktzwarte wolken meer naar grijs zijn gaan neigen nu een No Deal-Brexit minder waarschijnlijk lijkt, de nieuwe Italiaanse regering de markten gunstig stemt en de opmars van populistische (voorlopig) minder is dan werd gevreesd. Positieve verrassingen die de wolken zelfs blauw kleuren, kunnen een opwaartse correctie in EUR/USD teweegbrengen. Dit maakt dat in politiek opzicht het neerwaarts potentieel voor EUR/USD niet groot is. Ook omdat Trump waarschijnlijk de gordijnen ingejaagd wordt bij een sterkere dollar.

Vooralsnog zien we in elk geval de Fire & Fury vanuit het Witte Huis tot een (tijdelijke) waakvlam en mokken verworden. Met uiteraard de nodige Twitter-tirades tussendoor, want een echte Mr Nice Guy zal Trump niet worden. «



SAN LIE

VANUIT QATAR
NAAR ASN BELEGGINGSFONDSEN



Foto: Archief San Lie

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

Heel goed, dank! Ik wilde heel graag verder op het terrein van duurzaam en impactbeleggen en ASN is echt koploper op dat terrein!

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

Ik ben daar na mijn traineeship ooit als macro-econoom begonnen, maar merkte al snel dat de dynamiek van de financiële markten mij meer trok. Toen wijlen Theo Kraan mij vroeg bij hem op de beleggingsafdeling te komen werken, heb ik meteen ja gezegd. Naast veel over de financiële markten geleerd te hebben, heb ik gezien hoe irrationeel sommige beleggers kunnen handelen. Sindsdien heb ik veel tijd en energie gestoken in financiële educatie, via radio, TV, krantencolumns en indertijd veel presentaties voor klanten. Altijd met als doel beleggers te helpen betere beslissingen te nemen.

Verder heeft u gewerkt bij Fortis Bank, Bank Insinger de Beaufort, Morningstar en verricht u activiteiten vanuit uw eigen bedrijf Westbay Investment Consultancy. Kunt u kort aangeven welke kennis u daar heeft opgedaan?

Bij Fortis MeesPierson heb ik geleerd hoe je grote, complexe internationale projecten aanpakt: ik heb daar in eerste instantie gewerkt aan het optimaliseren van de wereldwijde beleggingscompetentie en daarna een stuk van de integratie met ABN AMRO geleid. Uitermate complexe projecten, met veel politiek en allerlei gevoeligheden. Bij Morningstar heb ik geleerd heel kritisch te kijken naar de producten die de asset management sector aanbiedt. Daarmee maak ik me misschien niet altijd even geliefd, maar ook hier doe ik het weer met de bedoeling beleggers te helpen de juiste keuze te maken.

Hoe en wanneer bent u op het idee gekomen om bij ASN Beleggingsfondsen verder te gaan?

Na drie jaar in Qatar gewoond en gewerkt te hebben, keerden wij afgelopen zomer terug naar Nederland. Bij Morningstar was ik indertijd mede-initiator van de zogenaamde Sustainability Ratings en ik wilde heel graag verder op het terrein van duurzaam en impactbeleggen. Zodoende raakte ik al heel snel in gesprek met het fondsenbedrijf van ASN Bank. Daar bleek men op zoek naar iemand die kon helpen de eerder genoemde duurzame koploperspositie verder uit te bouwen. Dat sprak mij enorm aan.

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

Ik denk dat de combinatie van mijn analytische kunde en mijn ervaring in projectmanagement, algemeen management en communicatie heel bruikbaar is in mijn nieuwe rol.

Vindt u het een uitdaging om opnieuw te beginnen?

Jazeker, maar dat maakt het juist leuk! Ik krijg veel energie van het leren kennen van nieuwe mensen en organisaties.

Wat verwacht u in uw functie als Head of Portfolio Management bij ASN Beleggingsfondsen te bewerkstelligen?

Ik wil samen met het team kijken naar de grote duurzaamheidsthema's van de komende jaren en zien hoe we daar met onze fondsen een actieve en sturende rol in kunnen spelen, zonder de financiële rendementsdoelstellingen van onze beleggers uit het oog te verliezen.

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

Door open te staan voor nieuwe uitdagingen en feedback van anderen, hoop ik elke dag op persoonlijk en professioneel vlak te kunnen groeien. Daarnaast zet ik mij graag actief in voor een betere wereld. Dat kan volgens mij prima in mijn nieuwe functie.

» **MARTIJN SCHOLTEN**

is per 1 oktober aangetreden als Directeur Vermogensbeheer van MN. Scholten is al sinds 2003 in verschillende functies werkzaam bij MN, de laatste drie jaar als Directeur Fiduciair Beheer.

» **JANWILLEM BOUMA**

is voorgedragen als bestuursvoorzitter van Centraal Beheer APF. Bouma bekleedde diverse managementfuncties bij Shell en werd daarna partner bij Montae. Hij is tevens voorzitter van Pensioenfonds Hoogovens en PensionsEurope.

» **MARK BAKKER, BERRY VAN SONSBEK EN DON VAN DER STEEG**

zijn toegetreden tot het bestuur van de KPS.

» **PIET MOLENAAR**

is als onafhankelijk bestuurslid toegetreden tot het bestuur van Pensioenfonds Notariaat. Daarnaast blijft Molenaar actief in de Raad van Toezicht van Het Nederlandse Pensioenfonds en als bestuurder bij Pensioenfonds PNO Media.

» **TJEERD BOSKLOPPER**

is aangesteld als CEO Netherlands (ad interim) bij NN IP. Hiervoor vervulde hij bij NN Group de functie van Chief Transformation Officer (CTO) en was hij lid van het NN Group Management Board.

» **JAAP KUIN**

komt het vastgoedteam van Kempen versterken als plaatsvervangend hoofd. Kuin werkte eerder als aandelenanalist in de vastgoedsector bij ING, RBS en Lehman Brothers.

» **JAN DE PLANQUE**

is voorgedragen als bestuurslid van Pensioenfonds Detailhandel namens de gepensioneerden. De Planque zit ook in het bestuur van Pensioenfonds Stipp (personeelsdiensten).

» **EVELIEN SANGERS**

is benoemd tot bestuurslid bij Personeelspensioenfonds APG namens de werkgevers.

» **WOUTER VAN DER JAGT**

is bij Invesco aan de slag gegaan als Marketing Manager Institutional. Hiervoor werkte hij bij Fidelity. Eerder was Van der Jagt werkzaam als Sales Associate bij Deutsche Asset Management.

» **EVALINDE EELENS**

is toegetreden tot het bestuur van Pensioenfonds PostNL namens de werknemers. Daarnaast blijft Eelens actief als bestuurslid bij de fondsen Schilders en Particuliere Beveiliging en als lid van de Raad van Toezicht bij Pensioenfonds Delta Lloyd.

» **ARTHUR KILIAN**

is partner geworden bij AF Advisors. Eerder werkte hij voor Deloitte, Kempen Capital Management en meest recentelijk als Director Investment Operations voor PwC.

» **ANTON REIJINGA**

is begonnen als Director bij PR en communicatiebureau Bellier. Reijnga heeft meer dan 16 jaar ervaring in verslaggeving en redactiewerk als financieel journalist bij De Telegraaf en Het Financieele Dagblad.

» **KIM PEX**

komt het Benelux Team van Capital Group versterken als Associate Director, Financial Intermediaries. Pex heeft meer dan 12 jaar ervaring in de Luxemburgse financiële sector en werkte de afgelopen vier jaar bij Cardif Lux Vie.

» **PIETER EMMEN**

is door NN Group benoemd tot Chief Risk Officer (CRO) van Nationale-Nederlanden Bank. Emmen komt over van Achmea Bank Holding. Eerder werkte hij ruim twintig jaar bij Rabobank.

» **MARK CORNELIS**

is benoemd tot Associate Director Business Development bij M&G. Hiervoor bekleedde hij bij Citi de functies Vice President Global Equity Sales en Vice President Banking Capital Markets Advisory. Eerder werkte hij voor Société Generale, Lyxor Asset Management en BinckBank.

» **JASPER SEGBOER**

gaat bij ABN AMRO Bank aan de slag als Senior Portfolio Manager. Hij komt over van InsingerGilissen.

» **JEAN-PAUL VAN OUDHEUSDEN**

heeft zich aangesloten bij het Buffer Fund. Eerder werkte hij voor ABN AMRO, RBS, BinckBank en meest recentelijk bij IEX Group.

» **MARC REIJNEN**

is bij M&G Real Estate benoemd tot Head of Investment en Asset Management van continentaal Europa. Reijnen heeft bijna dertig jaar ervaring in Europees vastgoed en werkte onder meer voor CBRE Global Investors in Parijs.

» **TOINE VAN DER STEE**

is aangesteld Bestuursvoorzitter van Pensioenfonds UWV namens de werkgevers. Van der Stee is sinds 2005 actief als Algemeen Directeur van Blue Sky Group. Eerder werkte hij voor Interpolis, Robeco en het ministerie van Financiën.

» **ANNA DE JONG (FOTO)**

gaat aan de slag als Client Advisor Benelux & the Nordics bij PGIM. Ze komt over van Lombard Odier, waar ze verantwoordelijk was voor de sales in de Benelux. Eerder was ze werkzaam voor Nomura in Londen, Morgan Stanley en Merrill Lynch.



Foto: Archief PGIM

Anna de Jong

HELLO

Introducing two of the top active minds in European equities.

Jupiter is delighted to welcome **Mark Heslop** and **Mark Nichols** as fund managers to the European Growth team.

- Two truly **active stock pickers**, they are focused on long-term, quality growth investing.
- Both come with a **wealth of experience** and a track record of performance.
- The managers invest **across the spectrum** of large caps, mid caps and smaller companies.

"As active fund managers who think long term, we seek to benefit from the value creation that results from the growth in Europe's best and most durable businesses."

Capital is at risk.

VISIT WWW.JUPITERAM.COM


JUPITER
Asset Management

RWE

Welkom in het hernieuwbare tijdperk.

RWE staat voor schone, betrouwbare en betaalbare elektriciteit. Wij investeren miljarden in duurzame energie en opslag. Wij hebben een duidelijk doel: klimaatneutraal zijn in 2040. Welkom bij het nieuwe RWE.

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