

# FINANCIAL INVESTIGATOR

## IMPACTBELEGGEN WORDT MAINSTREAM MACHTELT GROOTHUIS EN WILLEMIJN VERLOOP, RUBIO IMPACT VENTURES

**Lots more stimulus needed**  
Erik Norland, Senior Economist,  
CME Group

**Ronde Tafel**  
Externe Manager Selectie  
ten tijde van COVID-19

**CIO Paneldiscussie**  
Where to find Yield in (Alternative) Fixed Income?



**HOOFDREDACTEUR**

Jolanda de Groot

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

Harry Geels

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

Baart Koster

**REDACTIE**Hans Ames, René Bogaarts, Wim Groeneveld,  
Baart Koster, Joost van Mierlo, Daan Nijssen,  
Jan Jaap Omvlee en Lies van Rijssen.**RAAD VAN ADVIES**Han Dieperink  
Justus van Halewijn  
Bob Homan  
Mary Pieterse-Bloem  
Jeroen van der Put  
Karin Roeloffs  
Hans de Ruiters**REDACTIERAAD**Michiel Cleij  
Ronald Florisson  
Derya Gunaydin**AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE**

Rob Almeida, Jim van den Bergh, Ulrike Beyrich, Frank van Blokland, Emile Cardon, Lucas Daalder, Han Dieperink, Esty Dwek, Joachim Fels, Lennart Frijns, Sébastien Galy, Maurice Geraets, Machtelt Groothuis, Jasper Haak, Bruno de Haas, Jordy Hermanns, Stefan Hofrichter, Martyn Hole, Bob Homan, Thijs Jochems, Geert Jan Kremer, Nathan Lacaze, John Landman, Andy Langenkamp, Taco Lens, David Lloyd, Jan Loeys, Coos Luning, Craig MacDonald, Han van Manen, Edward Markus, Philip Messow, Rishma Moennasing, Daniel Morris, Edin Mujagić, Arjen van Niel, Erik Norland, Paul O'Connor, Matt Orsagh, Mary Pieterse-Bloem, Jeroen van der Put, Pim Rank, Sriram Reddy, Marc Rovers, Didier Saint-Georges, Ewout van Schaick, Peter Sennema, Ashish Shah, Duco Slob, Maarten Spek, Marthe Tuinstra, Daniel Ung, Willemijn Verloop, Jorgen Vermeulen, Jeroen Vetter, Caspar Vlaar, Keith Wade en Jasmine Yu.

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

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

**DRUK EN DISTRIBUTIE**

Scopus Business Media in samenwerking met PreVision

**ADVERTENTIES**

Jolanda de Groot

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

Financial Investigator Publishers B.V.

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

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

Jolanda de Groot / Hoofdredacteur

Het jaar 2020 is, ondanks alle misère die de coronacrisis heeft veroorzaakt, toch een redelijk goed beursjaar geworden, hetgeen voor een groot deel te danken is aan de ondersteuning door overheden en centrale banken.

Beleggers gaan, gezien het krachtige V-vormige herstel van de beurzen, uit van een even krachtig herstel van de economie. De ene belegger is echter hoopvoller gestemd dan de andere, zo blijkt uit de 'Outlook 2021', waarvoor wij een 20-tal experts traditiegetrouw de volgende twee vragen hebben voorgelegd: wat zijn de economische vooruitzichten voor het komende jaar en waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

De optimisten die deze vragen hebben beantwoord, denken dat de wereldeconomie in het komende jaar weer kan opleven en zelfs kan accelereren indien de tweede COVID-19-golf onder controle komt wanneer vaccinatie op grote schaal mogelijk is. Maar met het op de markt komen van één of meerdere vaccins zijn we er nog niet.

De wat minder optimistische experts vragen zich af in hoeverre de crisis van 2020 tot blijvende schade heeft geleid. Hoe snel zullen de littekens helen? Sommigen denken dat dit niet snel zal gebeuren. Misschien zelfs pas in 2022. Tijdens de onzekere economische omstandigheden blijven centrale banken en overheden de spil vormen die economieën draaiende houden en aanjagen. Door de vloed aan liquiditeiten blijft de rente op een laag peil staan, waarbij de sterk oplopende begrotingstekorten van overheden op de koop toe worden genomen.

In deze editie gaat volop aandacht uit naar de vooruitzichten voor het komende jaar. Zo bevat het magazine naast de 20 geraadpleegde experts ook interviews met Erik Norland, Senior Economist bij CME Group, Jan Loeys, Managing Director en langetermijnstrateeg bij J.P. Morgan, en Joachim Fels, Managing Director en Global Economic Advisor van Pimco. Wat is hun kijk op de economische vooruitzichten? Welke kansen en bedreigingen zien zij?

En hoe kijken de drie CIO's Bob Homan, CIO bij ING Investment Office, Wouter Weijand, CIO bij Providence Capital en Kees Verbaas, CIO bij Altis Investment Management, aan tegen de huidige laagrentende omgeving? Waar vind je op dit moment nog rendement? Ze deelden hun visies tijdens de paneldiscussie over het onderwerp Where to find yield in (Alternative) Fixed Income?

Voor het coververhaal sprak Financial Investigator met Machtelt Groothuis en Willemijn Verloop, oprichters van Rubio Impact Ventures. Rubio Impact Ventures heeft eind oktober met het Social Impact Ventures NL Fund I de allereerste Financial Investigator Impact Investing Award gewonnen. Deze prijs werd op 6 oktober door juryvoorzitter Wouter Koelewijn uitgereikt tijdens Financial Investigator's Live Broadcast over ESG, Impact Investing & Implementation of the SDGs in congresscentrum Spant in Bussum.

Uiteraard worden er nog veel meer interessante onderwerpen belicht in deze editie in de vorm van columns, artikelen, interviews en een ronde tafel over Externe Manager Selectie ten tijde van COVID-19.

Het jaar 2021 belooft een volatiel jaar te worden, met volop onzekerheden. Het overwinnen van de COVID-19-pandemie zal zorgen voor een enorme opluchting. Maar bij het uitblijven van een snelle overwinning gaat de weg terug naar normalisering naar alle waarschijnlijkheid lang duren.

Ik wens u fijne feestdagen en een gelukkig, gezond en voorspoedig nieuwjaar!

**Educatieve bijeenkomst voor pensioenfondsbestuurders en bestuursbureaus over Beleggen onder het Nieuwe Pensioencontract.**

**22 maart 2021 van 12.00 tot 17.00 uur bij Blue Sky Group in Amstelveen.**

**Kijk voor meer informatie op: [www.financialinvestigator.nl](http://www.financialinvestigator.nl)**

**ALLEEN VOOR PROFESSIONELE BELEGGER.**



**iShares obligatie-ETF's  
boden liquiditeit en transparante  
prijsvorming, juist toen  
beleggers daar het meeste  
behoefte aan hadden.\***

**Beleg in grotere perspectieven.**

**Beleggingsrisico.**

**iShares**<sup>®</sup>  
by BlackRock

\*Toen de markt zwaar onder druk stond, werden iShares obligatie-ETF's ruim tweemaal zoveel verhandeld als gemiddeld in 2019.

Tot 31 december 2020 uitgegeven door BlackRock Advisors (UK) Limited, in het Verenigd Koninkrijk geautoriseerd en gereguleerd door de Financial Conduct Authority (FCA). Officiële zetel: 12 Throgmorton Avenue, Londen, EC2N 2DL, tel: +41 (0)20 7743 3000. In Engeland en Wales ingeschreven in het handelsregister onder nr. 2020394. Om je te beschermen worden telefoongesprekken doorgaans opgenomen. Zie voor een volledige lijst van door de FCA toegelaten activiteiten van BlackRock de website van de FCA. Wanneer het Verenigd Koninkrijk de Europese Unie verlaat zonder dat een overeenkomst is gesloten waarin geregeld is dat bedrijven die in het Verenigd Koninkrijk gevestigd zijn, financiële diensten mogen aanbieden en uitoefenen in de Europese Economische Ruimte (EER), is dit materiaal vanaf 1 januari 2021 uitgegeven door: BlackRock Advisors (UK) Limited voor iedereen buiten de Europese Economische Ruimte; en BlackRock (Netherlands) B.V. voor iedereen binnen de Europese Economische Ruimte.

BlackRock (Netherlands) B.V. is geautoriseerd door en staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Officiële zetel: Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, Tel: 020 – 549 5200. Ingeschreven in het handelsregister onder nr. 17068311. Om je te beschermen worden telefoongesprekken doorgaans opgenomen. © 2020 BlackRock, Inc. Alle rechten voorbehouden. 1408705.

## Coververhaal

- 12 Impactbeleggen wordt mainstream,**  
Interview met Machtelt Groothuis en  
Willemijn Verloop, Rubio Impact Ventures

## Thema Outlook 2021

- 8 Lots more stimulus needed,** Interview met  
Erik Norland, CME Group
- 20 We zitten in een rendementscrisis,** Interview  
met Jan Loeys, J.P. Morgan
- 68 Threats will continue to outweigh opportunities,**  
Interview met Joachim Fels, Pimco
- 72 Outlook 2021**

## Wetenschap en praktijk

- 16 De wereld is een leertraject,** Interview met  
John Landman, Pensioenfonds Zorg en Welzijn
- 24 Ronde Tafel Externe Manager Selectie ten tijde  
van COVID-19**
- 34 Verslag Live Uitzending Klimaatverandering,  
Klimaatrisico's en Energietransitie**
- 40 Rendement met een vrouw aan het roer,**  
Han Dieperink
- 42 Critical months ahead for MSMEs, FMO**

## Thema Where to find yield in (Alternative) Fixed Income?

- 48 CIO Paneldiscussie Where to find yield in  
(Alternative) Fixed Income?**
- 56 ESGP investing in Emerging Market Debt,**  
Interview met Craig MacDonald, Aberdeen  
Standard Investments
- 58 Finding yield in a low rate world,** Goldman Sachs  
Asset Management
- 64 Investing in Fallen Angels during COVID-19,**  
Quoniam Asset Management
- 66 The devil is in the credit details,** Interview  
met Marc Rovers, Legal & General Investment  
Management

## Gesponsord

- 44 Zijn disruptors de volgende generatie  
defensieve aandelen?,** Capital Group
- 46 De rol van convertibles in een gespreide  
portefeuille,** State Street Global Advisors



## Impactbeleggen wordt mainstream 12



## Lots more stimulus needed 8



CIO Paneldiscussie  
Where to find yield in  
(Alternative) Fixed Income?  
48



Outlook 2021  
72

- 52 **Impact op de reële economie via SME Alternative Financing**, Interview met Jim van den Bergh, BNP Paribas Asset Management
- 60 **Door de lage yields eisen steeds meer creditbeleggers alpha**, Interview met Sriram Reddy, Schroders

**Columns**

- 19 **CFA Institute VBA Netherlands:** How can finance do its part to combat climate change?
- 23 **Bruno de Haas:** Dicht bij huis beleggen wordt minder aantrekkelijk
- 39 **IVBN:** Investerings woningmarkt ter discussie door stapeling maatregelen
- 55 **Andy Langenkamp:** Biden gaat Amerika en de wereld niet redden
- 63 **Pim Rank:** Wettelijke kwaliteitsrekening: praktisch alternatief voor een stichting derdengelden?
- 71 **Thijs Jochems:** Onze Toekomst: gereguleerde rendementen vragen om andere risico-analyses

**Rubrieken**

- 85 On the move special: **Jeroen Vetter**
- 86 Boeken
- 88 On the move kort

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



# SHAPING THE FUTURE OF QUANT.

Incorporating sustainable management

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

▶ 20 years of expertise in multi-factor investing

▶ Technological innovator in active asset management

## Ahold Delhaize Pensioen kiest voor Achmea Pensioenservices

**A**hold Delhaize Pensioen gaat haar pensioenuitvoering per 3 januari 2022 uitbesteden aan Achmea Pensioenservices. Beide partijen hebben daartoe vandaag een overeenkomst getekend. Het pensioenfonds voert de pensioenregeling uit voor 90.000 medewerkers en oud-medewerkers van de Ahold Delhaize-ondernemingen in Nederland: Albert Heijn, Gall & Gall, Etos, Ahold Delhaize Coffee Company en Ahold Delhaize Group Support Office.

Ahold Delhaize Pensioen is nu nog een zelfadministrerend fonds met een eigen professionele uitvoeringsorganisatie. Het pensioenfonds stond voor de keuze: vervanging van het huidige administratiesysteem óf de pensioenuitvoering gedeeltelijk uitbesteden. Ahold Delhaize Pensioen heeft

daarbij gekozen voor een optimaal uitvoeringsmodel, waarbij een deel van de uitvoering wordt uitbesteed. Over dat laatste zijn het fonds en Achmea Pensioenservices al geruime tijd in gesprek. Een zorgvuldig selectieproces leidde uiteindelijk tot een duidelijke en bewuste keuze voor Achmea Pensioenservices.

De bestaande middelloonregeling van Ahold Delhaize Pensioen wordt vanaf 3 januari 2022 geadmistreerd binnen het nieuwe pensioenplatform van Achmea Pensioenservices. Het RAP-platform van InAdmin RiskCo maakt hiervan deel uit. Dit bedrijf is recent overgenomen door Achmea en Pensioenfonds PGB.

Foto: Archief Sara Leene



**Deze creatieve vrijbouter, snelle processor en strategische marketing- en communicatieprofessional werkt optimaal waar samenwerken en vrijheid hand-in-hand gaan. De Manager Communicatie van PFZW zien bruisen van de energie? Zet haar dan op een creatief, toekomst- en vooruitganggericht traject.**

## De agenda van Sara Leene

### PRIORITEITEN

- De stem van de deelnemer naar binnen halen. Naar de consument (en al zijn irrationaliteit) toe bewegen. Niet andersom.
- Pensioen uitlegbaar maken. Ervan houden. 'Stelsel'? 'Contract'? Dat sluit niet aan bij de consument. 'Solidariteitsreserve' uitleggen? Je staat in de zend-mo-dus!
- De sector Zorg & Welzijn fitter maken. Vitale zorgprofessionals die goed in hun vel en hun hoofd zitten, hun financiën op orde hebben en geen stress daarvan ervaren, zijn de waardevolste krachten voor werkgevers. 'Vitaal met pensioen gaan', gunnen wij iedereen. Wij willen daaraan in 'het nu' al bijdragen.
- PFZW een gezicht geven. Een duidelijk fondsprofiel is van levensbelang en ondersteunt de effectiviteit van onze communicatie.

### OOK PRIORITEIT

- Klussen. Verven. Tuinieren. Vroeger bracht de gedachte aan zand mij al paniek. Strand? Kleien? Niet voor mij! Ik ben nu niet uit de tuin te sláán. De handen in de aarde! Bladbazen! De cursus stucen en beton-ciré aanbrengen, staan al op mijn lijstje.
- De hond. Mijn vrolijke vriend is 3 en echt ons derde kind. Hij wil veel meer aandacht dan wij hem kunnen geven. Oh, zo lief bedoelt hij alles goed.
- Skiën! Pas later begonnen (met hoogtevrees), maar het virus nu echt te pakken. Ik heb zelfs maatschoenen laten maken en lesjes op de indoorskibaan geboekt. Fingers crossed dat ik dit voorjaar weer een rondje Sella Ronda mag doen.



## PFZW: Op weg naar 2025, beleggen in een wereld in transitie

PFZW wil in 2025 met de pensioenbeleggingen een substantiële bijdrage leveren aan de verduurzaming van de wereld. Daarvoor worden duurzaamheidsnormen voor de beleggingen ontwikkeld. Verder zal een vijfde van het door PFZW beheerde pensioengeld in 2025 bijdragen aan de duurzame ontwikkelingsdoelen van de VN (SDGs), met het accent op thema's die de deelnemers belangrijk vinden.

Bovendien wordt de CO<sub>2</sub>-voetafdruk van de aandelenportefeuille opnieuw omlaag gebracht, nu met 30%. Met het nieuwe beleggingsbeleid bouwt PFZW voort op een stevig fundament dat in de afgelopen jaren is gelegd. De CO<sub>2</sub>-voetafdruk van aandelen is inmiddels ruim de helft kleiner dan in 2015.

PFZW heeft als eerste pensioenfonds beleggingen geïntroduceerd die grootschalig en meetbaar bijdragen aan oplossingen voor maatschappelijke vraagstukken. In vijf jaar tijd zijn de beleggingen bijna verviervoudigd.

## Syntrus Achmea: Smurfit Kappa Nederland Psf. stapt in Particulier Hypothekenfonds

Syntrus Achmea Real Estate & Finance verwelkomt een nieuwe klant in het PVF Particuliere Hypothekenfonds. Smurfit Kappa Nederland Pensioenfonds gaat via Syntrus Achmea beleggen in Nederlandse woninghypotheken.

Met de intrede van het Smurfit Kappa Nederland Pensioenfonds telt het PVF Particuliere Hypothekenfonds ruim vijftig participanten. Het vermogen van het fonds groeit dit jaar naar 10 miljard euro.

## M&G Real Estate: Onzekerheid is het 'nieuwe normaal' voor vastgoed

De coronacrisis dwingt beleggers om op een andere manier na te denken over de toekomst van de wereldwijde vastgoedsector. Dat blijkt uit het Global Outlook rapport van M&G Real Estate.

De belangrijkste conclusies uit het rapport zijn:

- Vastgoedrendementen in het VK, Europa en Azië-Pacific laten momenteel een recordspread zien ten opzichte van obligaties.
- Beleggers blijven op jacht naar 'veilige havens' en dat leidt tot een 'vlucht naar kwaliteit' die de vraag aanwakkert naar prime-kantoren op A-locaties in grote Europese steden. De Amsterdamse Zuidas heeft vooralsnog weinig te lijden onder de crisis – dat komt door de goede bereikbaarheid en de moderne kantoorruimte. Die kantoorruimte moet een plek zijn waar werknemers meerwaarde uit kunnen halen, die inspireert en mensen samenbrengt.
- De aanhoudende onzekerheid over Brexit biedt beleggers in Britse kantoorpanden de kans om te profiteren van een risicopremie die hoger ligt dan in andere Europese markten. Ondanks de onzekerheid over de toekomstige rol van kantoren, voorspelt het rapport een aanhoudende vraag naar kantoorruimte op populaire werklocaties.
- De woningmarkt heeft weinig te lijden onder de pandemie: er is in heel Europa nog steeds een enorm woningtekort, met steden als Amsterdam en Utrecht als grote uitschieters. Duidelijk is dat er vraag komt naar een ander type woningen, dat beter uitgerust is om thuis te werken.
- De logistieke sector heeft geprofiteerd van de enorme groei van e-commerce, vooral waar strenge beperkingen golden voor fysiek winkelen en waar de vraag naar snelle en betrouwbare thuisbezorging een grote vlucht heeft genomen.
- De nieuwe rol van de detailhandel is winkelgemak: shoppen moet een beleving worden die niet online te krijgen is.

## KPMG: Nieuwe tool meet maatschappelijke impactbeleggingen

KPMG en de University of Cambridge Institute for Sustainability Leadership (CISL) hebben een online tool ontwikkeld die asset managers op portefeuilleniveau inzicht biedt in de maatschappelijke en ecologische impact van hun investeringen. De Sustainable Investment Framework Navigator (SIFN) is een Software as a Service (SaaS) tool die in staat is om de maatschappelijke impact van beleggingsportefeuilles te beoordelen volgens een gemeenschappelijke standaard. Hierdoor zijn zowel vermogensbeheerders als investeerders in staat meer afgewogen en duurzame keuzes te maken bij hun investeringen en de reële impact van een beleggingsportefeuille te meten.

De SIFN is gebaseerd op het Sustainable Investment Framework dat CISL heeft ontwikkeld in samenwerking met de Investment Leaders Group (ILG). Dit framework biedt inzicht in de invloed van investeringen op mens en milieu aan de hand van zes thema's die afgeleid zijn van de SDGs van de Verenigde Naties: climate stability, recourse security, healthy ecosystems, basic needs, well-being en decent work.

# Lots more stimulus needed

DOOR JOOST VAN MIERLO

The COVID-19 crisis hit the world at a time when public and private sector debt levels were already at or near historical highs in many areas of the world, including China, Japan, Europe and the United States. Governments responded by issuing a great deal of additional debt. It was the right response. In fact, the world, and in particular the Western countries, may require a great deal more stimulus.

Erik Norland is clear. The Senior Economist of the US-based CME Group has been warning about the growing debt mountain in most of the world for years. It has left the world economy dependent on lower interest rates to finance it. That being said, even more stimulus measures are needed to make economies start to grow again.

But not just any kind of stimulus measures will do. What's needed are measures that ensure that the people who lost their jobs will be able to find jobs again. Because only a growing economy will be able to deal with the growing debt burden. It's still a problem. There are scenarios where the debt mountain leads to potentially unfavourable outcomes. The best thing would be if debt starts to come down gradually relative to GDP. In order for that to happen, GDP will have to rise again and income for lower wage earners in particular needs to begin to rise.

## **Did governments have other options beside issuing debt to finance stimulus programs after COVID-19 hit the world?**

'Not in Europe, Japan or the United States, where interest rates were already near zero. Near zero interest rates limit the potential impact of easier monetary policy and place most of the burden for stimulating economic growth on fiscal authorities.

Doing nothing was not an option. That's the lesson we learned from the 1930s. Doing nothing could lead to a prolonged and unnecessary economic downturn.

The pandemic caused such an enormous disruption, that an immediate response was needed. Most governments realized this. They gave guarantees and provided people with necessary cash. The only thing that could be said, is they could have done more. But there are new

**Doing nothing could lead to a prolonged and unnecessary economic downturn.**

opportunities to do that because of the second wave of the crisis.'

## **You say the stimulus was necessary, but you warned about increasing debt in the past. Is that not relevant anymore?**

'Governments have to deal with the biggest problem first. And the economic downturn was an acute problem. It still is. The last employment figures in the United States showed that the country added over 600,000 jobs in October, which is great. But the reality is that there are 6% fewer people with jobs now than one year ago. Big layoffs are expected in Europe too as support payments to companies wind down.

It's good to mention that not every country had to issue new debt to stimulate the economy. Most Western countries did and the same is true for Japan, China and South Korea. But plenty of developing countries like Mexico, Russia and Brazil were able to lower their official interest rates. The irony is that those countries had a relatively low debt to begin with. They were able to lower that from levels like 8-9-10% to 5% in Mexico and 4% in Russia. The countries with the largest debt had to increase spending and deficits the most. Their budget deficits might reach unheard of levels between 10% and 20%.'

## **You call it an irony, but isn't it completely frightening?**

'There are different ways to look at this. On one side, most countries that are issuing debt are doing it in their own currency. There's not an immediate concern. The borrowing capacity of a country like the United States is enormous. And central banks like the Fed and the ECB can buy much of the debt.

The growing debt is affordable because of the low interest rates. For the moment there is not much upward pressure on bond yields. The real pressure would come from higher consumer price inflation, which is mainly driven by wages, and there's little upward on wages because of the high rate

## **The growing debt is affordable because of the low interest rates.**

of unemployment. So there's not likely to be a problem financing the debt in the next few years. But that's not the whole picture.

What we see, is that the low interest rates are causing asset price inflation. We see this in quite a few different ways. The price of gold and silver is rising. The same is true for many stocks, especially those of technology companies. More recently we've seen a sharp rise in the prices of real estate, especially in the value of country homes. People are leaving their expensive homes in London and Manhattan and are looking for houses where it's easier to deal with lockdown measures. These are bubbles that can cause enormous damage when they burst.'

### **Why?**

'Because they affect the balances of banks. That's especially true for real estate bubbles as we saw in 2008/2009. The problem is that it's not only residential real estate where there's a bubble in the making. It's also true for commercial real estate. I live in central London and I look at all these office skyscrapers that are being built and wonder if they ever will be occupied. I'm certain I'm not the only one. And what to think of shopping centres? These were already having difficult times. It has only intensified because of the pandemic as people turn to online shopping.'

### **This is intensified by the low, possibly even negative interest rates of central banks in many Western countries. Might this make it worse?**

'It's kind of a conundrum. Central banks are caught in a trap. If they would raise interest rates, it would cause problems for highly indebted households and firms, if not for governments. But if they don't raise rates, and especially if they continue quantitative easing programs, the asset price inflation that I addressed might grow further. If high asset values were to come down, this could also damage the economy, hence the need for central banks to keep asset prices at lofty levels.'

### **What's to be done?**

'If the amount of debt cannot be tackled, the only solution is to make sure it decreases, possibly slowly, relative to income. Fiscal stimulus will likely still be needed going into the winter and spring of 2021.

This past spring, the US government sent out cheques to its citizens, costing about 300 billion dollars. That seems like an enormous amount, but it meant only 100 dollar per citizen on average or about 1.5% of GDP. Additional

unemployment benefits, which expired in August, also played a role in stabilizing consumer incomes and there were many other measures as well aimed at helping businesses closed during the lockdowns. All together these measures added up to about 9% of GDP.

You need to provide citizens with money so they will be able to keep spending. This is especially true for households where people lost jobs. This cash injection might help, but unemployment benefits might have to be raised. You need to help people who have problems with paying their mortgages or rent. Providing cash to households can help to prevent a rise in defaults on mortgages and other loans.'

### **Would lowering payroll taxes/social contributions help?**

'It might. The US lowered payroll taxes temporarily from 2009 until the end of 2012. That does boost income, but



### **CV**

Erik Norland is Executive Director and Senior Economist at CME Group. He lives and works in London. He's one of the spokesmen of CME Group with regards to analysing economic, financial and political developments. Before he started working for CME Group, Norland worked for fifteen years at diverse hedge funds and investment banks, including in Paris. He studied Economics at St Mary's College in Maryland and got a Master's degree in Statistics at Columbia University in New York.

only for people who have jobs. Those people might spend some of that additional income, and so help to create jobs for others. Focusing on providing benefits to the unemployed is a more direct way of addressing the problem of pandemic-related unemployment.

Gridlock in Washington might present a risk in terms of getting an extensive stimulus package approved.

We're focusing here on national policies. These are necessary, but we should not forget to pay attention to the situation on a state and local level. The global financial crisis hit state and local budgets in the United States quite hard. It took them years to recover. In the meantime, local authorities continued to lay off workers, including policemen, firefighters and teachers. They continued to reduce employment until 2013, four years into the economic recovery, hampering the pace of economic growth.

These authorities have a hard time again because of the pandemic. They depend on taxes on personal and corporate income, property, the sale of consumer goods, hotel occupancy and gasoline. That's all under pressure at the moment. Without financial support from the federal government, the risk is that state and local government employment falls sharply in coming years, weighing on the economic recovery.'

**You mentioned China as a country where debt has risen. What's the outlook there?**

'It's difficult to say. People are saying that China was relatively less affected by the pandemic. Just like other East Asian/Pacific countries it seems to have dealt better with the amount of infections than the West. But debt has risen sharply in China. In the past year the debt rate has risen from 257%, already high, to 287%.

Most of this comes from companies that have been encouraged to take on additional loans. China's growth rate of 4.9% in the third quarter is enviable by the standards of most countries, but it is considerably less than only a few years ago.'

**You need to provide citizens with money so they will be able to keep spending. Providing cash to households can help to prevent a rise in defaults on mortgages and other loans.**

Figure 1: Budget deficits grow worldwide



**But with president Biden China might have a less antagonistic negotiator in the White House?**

'It's not certain if a new Administration will dramatically change US trade policy. The next Administration might not have the political space to do that. Let's have a look at Europe. The second wave seems to hit the continent hard. There are lockdowns everywhere. Some predict they might last for months. What to do?

The one hopeful sign in Europe over the past months is that the EU agreed on a common stimulus policy. The fund that was created consists of about 3,5% of total GDP. That was already relatively small at the time and might not be enough. However, now that the principle of a common debt and a common stimulus program has been agreed, it might be easier to extend the program. Additional Europe-wide fiscal measures could support economic recovery.'

Debt remains a problem but growing economies needs priority.

Focus needs to be on people without jobs,

Forcefulness president Biden mitigated by deadlock in Congress.



# DUURZAAMHEID STAAT CENTRAAL BIJ AL ONZE BELEGGINGSBESLISSINGEN

BNP Paribas Asset Management biedt als vermogensbeheerder particulieren, bedrijven en institutionele beleggers een breed scala aan oplossingen. Bij al ons doen en laten — ook voor beleggers — staat duurzaamheid centraal. Onze strategie en bedrijfs- en beleggingsbeslissingen zijn erop gericht actief bij te dragen aan de energietransitie, milieubehoud en de bevordering van gelijkheid en inclusieve economische groei (“de drie E’s”).



## De drie E's van BNP Paribas Asset Management

Als langetermijnbelegger is het van essentieel belang om ons te richten op de toekomst, en met name drie hoofdthema's vormen de basis voor ons diepgaand onderzoek, onze betrokkenheid en thematische investeringen. Dit zijn de energietransitie, ecologische duurzaamheid en gelijkheid (Engels: equality) en inclusieve groei.



In overeenstemming met deze focus heeft BNP Paribas AM een strategie voor energietransitie, een koolstofvrije strategie en een circulair fonds gelanceerd. Deze inspanningen zijn in lijn met het werk dat we doen aan klimaatgerelateerde financiële informatie en het classificeren van bedrijfsactiviteiten, bijvoorbeeld in verband met de nieuwe taxonomie van de EU Technical Expert Group on Sustainable Finance.



Voor de toekomst ligt de focus van de industrie vooral op het meten van impact: impact op het milieu, en breder, impact afgestemd op de duurzame ontwikkelingsdoelen (SDG's) van de VN. Dit is een onderwerp waaraan we werken en we kijken ernaar uit om onze vorderingen de komende jaren met investeerders te delen.

## Ons commitment voor duurzaamheid

Wij zien onszelf als beleggers die de wereld willen vormen: *future makers*. Wij zetten onze beleggingen — en onze invloed bij bedrijven en overheden — in voor een economie met een lage CO<sub>2</sub>-uitstoot in een wereld die goed en gezond is voor de huidige én voor komende generaties. Wij zijn *future makers*.

Lees meer over de duurzame ontwikkelingen en beleggingsmogelijkheden: [www.bnpparibas-am.nl](http://www.bnpparibas-am.nl)

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



**BNP PARIBAS**  
**ASSET MANAGEMENT**

De vermogensbeheerder  
voor een wereld  
in verandering



# Impactbeleggen wordt mainstream

DOOR HARRY GEELS

Rubio Impact Ventures heeft met het Social Impact Ventures NL Fund I de allereerste Financial Investigator Impact Investing Award gewonnen. De prijs werd dinsdag 6 oktober 2020 door juryvoorzitter Wouter Koelewijn uitgereikt tijdens Financial Investigators Live Broadcast over ESG, Impact Investing & Implementation of the SDGs in congrescentrum 't Spant in Bussum. Oprichters Machtelt Groothuis en Willemijn Verloop namen hem in ontvangst.

## **Gefeliciteerd met het winnen van de eerste Financial Investigator Impact Investing Award! Wat vinden jullie van deze prestatie? Waarom hebben jullie gewonnen?**

**Willemijn Verloop:** 'Een prijs winnen is natuurlijk superleuk. En kijkend naar de peergroup van driehonderd fondsen en de toegepaste criteria mogen we ook nog bijzonder trots zijn. We bekleden kennelijk een koppositie in Europa. Verder was er ook een kwalitatief goede jury die de kandidaten heeft beoordeeld op drie hoofdcriteria, op basis waarvan de rangschikking van de uiteindelijke tien genomineerden plaatsvond. Ten eerste moest het fonds een impactdoelstelling hebben en een strategie om deze te bereiken, met duidelijk verankerde ex ante-intentionaliteit. Ten tweede moest het fonds beheren en rapporteren op basis van impactprestatie maatstaven, naast de financiële maatstaven. En ten derde moest het fonds actief bijdragen aan de Impact Investing-industrie. Elk criterium woog evenveel in het uiteindelijke oordeel. In onze ogen zijn dit uitstekende, onderscheidende criteria die de prijs voor ons bijzonder maken.'

**Machtelt Groothuis:** 'De prijs is, denk ik, mede toe te schrijven aan het feit dat wij aan impactbeleggen in de puurste vorm doen: alleen marktconform investeren in commercieel aantrekkelijke bedrijven, met heldere impactmetrics die in alle stappen van het investeringsproces worden meegenomen, metrics die we extern en ook door onze beleggers laten valideren. Oftewel, we hanteren een stevig impact-

**We hanteren een stevig impact-managementproces. Voorafgaand aan een investering leggen we bijvoorbeeld heel duidelijk de impactdoelstellingen vast.**

managementproces. Voorafgaand aan een investering leggen we bijvoorbeeld heel duidelijk de impactdoelstellingen vast. Onze performance fee krijgen we vervolgens alleen als die doelstellingen worden gehaald. De meeste impactbeleggers zijn nog aan het zoeken hoe ze de processen het beste kunnen inrichten. Ons proces is overigens zeer gedegen, maar blijft in ontwikkeling en is dus zeker nog niet in beton gegoten.'

## **Welke algemene boodschap gaat er van zo'n prijs uit?**

**Verloop:** 'De prijs benadrukt het belang van deze vorm van beleggen. In de jury zaten een aantal bekende institutionele beleggers die al enige tijd serieus met impactbeleggen bezig zijn. En hoewel de markt voor impactbeleggen nog steeds jong en groeiende is, beweegt die naar mainstream. Daar draagt de prijs van Financial Investigator natuurlijk aan bij. Niet alleen met deze prijs overigens, maar ook met de seminars, interviews en artikelen die over impactbeleggen worden geschreven. Educatie en onderzoek zijn belangrijk om nog meer beleggers geïnteresseerd te krijgen. Het uiteindelijke doel is natuurlijk de wereld een duurzamere toekomst te geven.'

## **Is Impact Investing de overtreffende trap van duurzaam beleggen?**

**Groothuis:** 'De term Impact Investing is in de loop der jaren wat verwaterd. Sommige ESG-beleggers zeggen ook dat ze impactbeleggers zijn. De stappen van duurzaam beleggen lopen van uitsluitingen naar best-in-class op basis van ESG-criteria, naar themabeleggen, bijvoorbeeld op basis van de SDGs van de VN, naar impactbeleggen. Bij impactbeleggen zijn er ook nog verschillen tussen beleggers die investeren in projecten die mooie dingen voor de wereld doen, zonder daarvoor een mooi positief rendement te verwachten (venture philanthropy), tot impactbeleggers die rendementen verwachten die dicht liggen bij die van Venture Capital (VC) of Private Equity (PE). Wij zitten in die laatste groep.'

**Verloop:** 'Impact Investing gaat echt over een positieve bijdrage leveren aan de samenleving. ESG staat wat ons betreft meer voor de baseline 'do no harm to people or planet'. Het verschil is soms subtiel.'

**Groothuis:** 'Sommige duurzame beleggers vinden een bedrijf dat een slim apparaatje maakt dat precies aangeeft hoeveel een diabeet aan insuline moet inspuiten al een impact-belegging. Maar een echte impactbelegger zal zeggen dat hiermee het onderliggende probleem, de groeiende suikerziekte-epidemie, niet wordt aangepakt. Impactbeleggers zullen eerder in bedrijven beleggen die producten of diensten leveren die suikerziekte voorkomen. Maar welke definitie we ook hanteren, alle onderdelen van de markt van duurzaam beleggen groeien hard.'

**Verloop:** 'We beleggen vooral in jonge, innovatieve groeibedrijven die we met onze investeringen willen helpen op te schalen in hun aanpak, het liefst bedrijven die echte game changers kunnen worden, rond drie thema's: People Power, Healthy Living en Circular Solutions. Onze eerste grote exit was een bedrijf dat biobrandstoffen voor de grote scheepvaart levert, gemaakt uit afval. Een brandstof die bovendien gewoon in de huidige scheepsmotoren kan worden verbrand. Dit bedrijf biedt echt een duurzaam alternatief voor normaal gesproken zeer vervuilende bunkerolie. Grote, bekende bedrijven die willen verduurzamen, maar die dat



## CV Willemijn Verloop

Willemijn Verloop is een Serial Social Entrepreneur en een drijvende kracht achter de Nederlandse Social Enterprise-beweging als mede-oprichter van het Nationaal Platform Social Enterprise NL. Zij is Founding Partner van Rubio Impact Ventures.

## De grootste uitdaging is het gebruik van heldere kaders en definities. Als we alles impact gaan noemen, verwatert de kracht van het veld.

intern vaak lastig kunnen organiseren, hebben vaak mooie overnamesommen over voor onze investeringsprojecten.'

### Impactbeleggen wordt vaak gekoppeld aan de SDGs van de VN. Waarom hebben niet alle bedrijven die oplossingen bieden voor de SDGs altijd even hoge ESG-scores?

**Verloop:** 'De SDGs vormen het belangrijkste internationale raamwerk dat we hebben om impact te definiëren. Wij linken elke investering aan een of meer SDGs. Het SDG-raamwerk benoemt hoogover onze maatschappelijke problemen en hoe investeringen daarvoor een oplossing kunnen bieden. Overigens koppelen de meeste duurzame beleggers hun beleggingen aan de SDGs. Maar dat een bepaalde investering gekoppeld kan worden aan een SDG, betekent nog niet dat er sprake is van impact. In ons fonds kijken we naast de primaire impact-indicatoren ook naar ESG, om te voorkomen dat er iets misgaat op een van de ESG-factoren. ESG is bij ons geen doel, maar meer een sanity check of hygiënefactor. Bedrijven moeten natuurlijk ook goede governance hebben en netjes met het milieu en mensen omgaan. We gaan niet het ene probleem oplossen om het andere te creëren.'

**Groothuis:** 'De vraag is of beleggers door passieve beleggingen in bijvoorbeeld reeds jarenlang bestaande waterbedrijven een bijdrage leveren aan de zesde SDG 'Clean Water and Sanitation'. Als een bedrijf niet innovatief of groeiend meer is en als de belegger alleen een bestaand aandeel overneemt, heeft investeren daarin dus geen toegevoegde waarde, want dit creëert geen additionele impact.'

### ESG heeft zich de laatste jaren bewezen, in de zin dat het niet leidt tot een lager risico-rendements-profiel. Hoe staat het met het risico-rendements-profiel van Impact Investing?

**Groothuis:** 'Er is een benchmark van Cambridge Associates, maar die heeft nog niet zo'n lange historie. Het eerste deel van de historie wordt bovendien gedragen door slechts enkele impactbeleggers. De benchmark is ook vrij breed. Er vallen verschillende impactcategorieën onder. Niet alleen categorieën als VC, groeifinanciering en PE, maar ook microfinanciering. Deze benchmark geeft een gemiddeld jaarrendement van 9,5%. Wij benchmarken ons in de toekomst eigenlijk liever aan een relevante peergroup, bijvoorbeeld de genomineerden voor de Impact Investing Award. We streven voor onze beleggers naar marktconforme rendementen die, zoals gezegd, vergelijkbaar zijn met die van VC en PE.'



## **Wat zijn de grote uitdagingen om beleggers voor impact investing over de streep te trekken?**

**Verloop:** 'De grootste uitdaging is het gebruik van heldere kaders en definities. Als we alles impact gaan noemen, verwatert de kracht van het veld. Goede databases zoals die van Phenix, waarin peer group-analyses kunnen worden uitgevoerd, zijn ook belangrijk. In dergelijke databases kan ook gericht gezocht worden naar de best fit tussen belegger en fonds. De ene belegger vindt bijvoorbeeld hoge ESG-scores belangrijk, voor een andere is dat intentionality. Daarnaast zijn steeds betere benchmarks en ratings nodig. In Nederland is recent ook de National Advisory Board voor Impact Investing gestart, dat valt onder de Global Steering Group for Impact Investing, waar samen met 34 landen aan een impact-ecosysteem wordt gebouwd. Juiste definities zijn hier een belangrijk onderwerp van gesprek. Alleen op die manier kunnen we internationaal geharmoniseerd beleid voor impact maken.'

**Groothuis:** 'Het is voor veel institutionele beleggers ook lastig impactbeleggen in een bepaalde beleggingscategorie te stoppen. Zij creëren er vaak aparte ruimte voor in hun portefeuille, naast de standaard beleggingscategorieën. Verder horen we vaak dat beleggers nog niet voor zichzelf gedefinieerd hebben wat impactbeleggen voor hen betekent. Dit komt weer neer op de definitiekwestie. Wij helpen beleggers overigens om definities en criteria helder te krijgen, mits ze daarvoor openstaan natuurlijk.'

## **Hoe onderscheidt Rubio Impact Ventures zich van andere impactfondsen?**

**Verloop:** 'Rubio onderscheidt zich door haar gedegen impactaanpak, die in het gehele investeringsproces verweven zit en waar we onszelf ook daadwerkelijk op afrekenen. Daarnaast hebben we een zeer divers en ervaren team dat zich onderscheidt qua kennis en expertise en beschikken we over een groot internationaal netwerk, zodat we de bedrijven waarin we investeren kunnen helpen groeien.'

**Groothuis:** 'Daarnaast zijn we goed in het bouwen van leiderschapsteams. We werken met een beproefd assessment model om bij managementteams te kunnen beoordelen of ze goed kunnen samenwerken en of ze fit for purpose zijn. De uitkomsten van deze scan vormen ook een goede basis voor mogelijke ondersteuning van leiderschapsteams. Gek genoeg gebeuren dit soort team assessments nog niet standaard in ons vakgebied, terwijl mensen toch essentieel zijn voor het slagen van ambitieuze ondernemingen.'

## **Hoe zijn jullie in de wereld van impactbeleggen terechtgekomen? Door passie of door toeval?**

**Verloop:** 'Impact is altijd mijn drijfveer geweest. Ik heb ooit War Child opgericht om via een NGO het verschil te kunnen

maken voor anderen. Vijftien jaar later maakte ik de overstap naar wat ik 'ondernemende oplossingen' voor maatschappelijke vraagstukken noem. Samen met een team van McKinsey hebben we onderzoek gedaan naar de kansen voor de social enterprise-sector in Nederland. Op basis daarvan hebben wij Social Enterprise NL opgezet, het nationale netwerk van sociaal ondernemers dat bouwt aan een sterk ecosysteem voor impact. Een van de doelstellingen van het netwerk was meer toegang creëren tot groeikapitaal. Uiteindelijk zag ik zoveel kansen om innovatieve gamechangers te helpen groeien, dat we samen met een geweldig team ons eigen impactfonds zijn gestart.'

**Groothuis:** 'Ik heb Willemijn ontmoet bij haar zoektocht naar kapitaal voor deze sociale ondernemers. Ik ben mijn carrière gestart bij McKinsey, waarna ik de overstap maakte naar PE. Het begon mij toen op een gegeven moment tegen te staan dat het in PE alleen maar ging over geld verdienen. Er werd weinig nagedacht over de rol van de portfolio-bedrijven in de maatschappij en de mogelijkheden om impact te maken naast een goed financieel rendement. Er komen steeds meer mogelijkheden. Door onze totaal verschillende achtergronden vullen Willemijn en ik elkaar goed aan. Haar enthousiaste sociale drive is heel complementair aan mijn meer bedrijfskundige ervaring, opgedaan als consultant en PE-investeerder.' «



### **CV Machtelt Groothuis**

Machtelt Groothuis is Founding Partner van Rubio Impact Ventures en voorzitter van de investeringscommissie. Zij heeft meer dan 20 jaar internationale ervaring met (impact) investing & strategy consulting.

# De wereld is een leertraject

DOOR LIES VAN RIJSSEN

**Aan woorden geen gebrek, maar dat weet hij van zichzelf en het is ook enthousiasme. Financial Investigator sprak met John Landman. Met ingang van 2021 is hij de nieuwe Directeur van Pensioenfonds Zorg en Welzijn.**

'Ik woon waar ik geboren en getogen ben. Dicht bij het duin, Haarlem en Alkmaar op fietsafstand. Ik groeide op in een traditioneel naorlogs gezin. Mijn moeder zorgde thuis voor de twee kinderen, hoewel ze goed kon leren en makkelijk had kunnen doorleren. Mijn vader, een slimme man die door de omstandigheden niet de kansen heeft gehad die hij in deze tijd zou hebben gehad, heeft zijn hele leven bij de Hoogovens gewerkt. Respect, loyaliteit en eerlijkheid. Mijn ouders hebben dat er bij ons ingepompt. Ons gezin was warm en sociaal. Met mijn ouders en drie jaar oudere broer ben ik nog altijd hecht.

Dat je je best deed, was bij ons vanzelfsprekend. Studeren niet. Toch wist ik heel zeker dat ik dat wilde, ook al was ik echt geen intellectueel jongetje en heb ik me altijd behoorlijk afgezet tegen autoriteit. In de vijfde klas van de middelbare school werd ik gegrepen door het vak economie, mede dankzij een fantastische docent die mijn belangstelling zo kon stimuleren, dat ik het vak tot in de puntjes wilde beheersen. De kentering in mijn houding en gedrag moet te zien zijn geweest. Vanaf dat moment vloog ik. De resultaten waren ernaar.

Ik koos voor de VU in Amsterdam. De VU vond interactie met studenten heel belangrijk en bood twee keer zoveel college-uren aan als de UvA. Ik kende mezelf. Ik moest zorgen dat ik ontkwam aan te veel vrije tijd en moest discipline voor mezelf opbrengen. Mijn hoofdrichting Algemene Economie vulde ik aan met kwantitatieve vakken. Toen al raakte ik geïnteresseerd in alles wat met pensioenen te maken had.

Guus Boender, de latere grondlegger van Ortec, gaf hier ook college. En Erik Lutjens gaf er Pensioenrecht. Bij hen volgde ik colleges. Toen twee topambtenaren van EZ, Cees

***Pensioen is een diep en complex product. Financieel, maar gebouwd op sociale elementen als solidariteit en risicodeling over generaties. Ook het stakeholdersveld is complex.***

Oudshoorn en Hans Vijlbrief, een beleidswerkcollege kwamen geven, kreeg ik een inkijk in een wereld die ik geweldig vond. Ik kwam met hen in gesprek en ze peilden mijn interesse voor de BoFEB, de postdoctorale beroepsopleiding Financieel-Economisch Beleidsmedewerker, waarvoor een klasje van twaalf mensen werd samengesteld. Doel van de opleiding was om aan elk departement en ook aan het CPB zo'n BoFEB-afgestudeerde te koppelen, die kon doorstromen naar een topfunctie om zo de vergrijzingsgolf bij de overheid tegen te gaan. Daar wilde ik natuurlijk bij zijn.

In mijn afstudeerjaar aan de VU begon ik aan de BoFEB, na een pittige selectieprocedure waar ik goed doorheen rolde. Maar ik was nog niet afgestudeerd, een voorwaarde voor toelating tot de BoFEB. Uiteindelijk maakte de BoFEB-directie een uitzondering voor mij, mits ik zorgde dat ik mijn doctoraaldiploma vóór mijn postdoctorale BoFEB-certificaat haalde. Uiteindelijk zaten er drie weken tussen die diploma's. Een prachtige en leerzame tijd. Zo kreeg een van die docent-topambtenaren eens tijdens zijn college een telefoontje: gedoe in het Torentje. Ik was in de echte wereld beland. Twee studies tegelijk maakte het een druk jaar, waarin ik ook mijn vriendin, nu al lang mijn vrouw, leerde kennen.

Intussen was ik ook geraakt door het poldermodel. Een VU-hoogleraar, tevens SER-Kroonlid, beval mij aan bij de SER. Zo werd de SER mijn werkgever. Verschillende Aziatische landen toonden in die tijd belangstelling voor het consensusmodel en kwamen kijken hoe dat werkte. Ik leerde hoe de wereld van sociale partners functioneert en hoe onderhandelingen in commissiezaaltjes en in de wandelgangen eraan toegaan. Ik was 24 en vond het geweldig. Tot er een kabinet kwam dat niet zoveel ophad met de SER en de SER-advisering. Het aantal adviesaanvragen verminderde, het werk werd routinematig en ik ging nadenken over een nieuwe werkomgeving. Wel trad ik nog toe tot het bestuur van het SER-pensioenfonds. De overstap van eindloon naar middelloon was een hot issue en het SER-fonds had een verzekerd contract. De rendementen op de beurs waren sky high en de betrokken werkgevers en vakbonden wilden van de verzekeraar

loskomen, zodat het geld naar het fonds kon toevloeien. Ik zat in de onderhandelingsdelegatie. Onze missie slaagde, maar snel daarna kelderde de beurs. Achteraf bleek de timing niet optimaal te zijn geweest. Maar het was wel leerzaam: ik had leren onderhandelen, gesprekken leren voeren met werkgevers en vakbonden en gezien dat bij benen-op-tafelgesprekken gevoeligheden bij partijen uitgesproken konden worden.

Een vriend die bij DNB werkte, noemde mijn naam bij zijn divisiedirecteur: Klaas Knot. Die wilde met mij kennismaken, maar ik voelde me niet aangetrokken tot DNB. Ik dacht dat het een nogal autoritaire instelling was. Maar Knot drong aan. Ze waren niet op zoek naar een wetenschappelijk medewerker om working papers te schrijven, maar naar iemand die het spel van beleid maken kende en de beleidsstrategieafdeling kon helpen opbouwen. Intussen had ik een zeer aantrekkelijk aanbod van Aedes op zak, de koepelorganisatie voor woningcorporaties, voor een managementfunctie. In de daaropvolgende strijd tussen gevoel en ratio heeft vooral mijn vriendin me geadviseerd. Ik koos rationeel voor DNB toen ik inzag dat aanvaarding van een managementfunctie waarschijnlijk te vroeg zou zijn. Ik wilde eerst mijn analytisch vermogen verder ontwikkelen.

Het werd een prachttijd bij DNB. Mijn beeld van de buitenkant klopte niet met de binnenkant. DNB is een platte organisatie, informeel, waar gedreven mensen heel open samenwerken aan een goed resultaat. Een fijne bedrijfscultuur. Ik startte bij Toezicht beleid, met de focus op bekend terrein: pensioen. Omdat ik ook de uitvoeringspraktijk wilde verkennen, meldde ik na enige tijd mijn belangstelling voor de functie van toezichthouder. Maar Knot had andere plannen. Hij had mij aangemeld voor het management development-programma en gaf daarmee een onvoorzien snelle boost aan mijn ontwikkeling. Tijdens dat leiderschapstraject wees Jos Heuvelman, Divisiedirecteur Toezicht Pensioenfondsen, me op een vrijgekomen managementfunctie in zijn MT in Apeldoorn. Ik solliciteerde succesvol en ging forenzen tussen de kust en de Veluwe.

Het werd een jaar om nooit te vergeten: ons tweede kind op komst, een verhuizing, de instorting van de beurs, pensioenfondsen massaal onder water en een stortvloed aan herstelplannen waarvoor ik een traject moest optuigen. Ik zat zes dagen per week tot 's avonds laat in Apeldoorn. Tot de DNB-directie in Amsterdam me vroeg de inzichten van het thematisch toezicht bij de Engelse en Australische toezichthouder, de FSA en de APRA, te introduceren bij het pensioentoezicht. Ik mocht een afdeling thematisch toezicht opzetten. From scratch. Dat wierp sneller dan verwacht vruchten af en ik besprak met mijn divisiedirecteur Olaf Sleijpen dat thematisch toezicht mijns inziens geen functionele afdeling was, maar een

## *Ik moet beseffen dat ik soms doorschiet in mijn verantwoordelijkheidsgevoel.*



Foto: Archief PFZW

### CV

2017–2019	NZa, Directeur Strategie.
2014–2017	DNB, Hoofd Toezicht Beleid Pensioen.
2013–2014	Ministerie van SZW, Programmamanager Nationale Pensioendialoog & Strategisch Adviseur Pensioenen (detachering vanuit DNB).
2011–2013	DNB, Hoofd Thematisch Toezicht Pensioenfondsen.
2008–2011	DNB, Hoofd Toezicht Herverzekerde Pensioenfondsen.
2007–2008	DNB, Coördinator Pensioencluster Toezicht Beleid.
2005–2007	DNB, Senior Econoom Toezicht Beleid Strategie.
1999–2005	Sociaal Economische Raad Commissiesecretaris/Wetenschappelijk Medewerker.
1998–1999	Ministerie van Economische Zaken, Beleidsmedewerker AEP.



Afbeelding: Woordwolkn.nl

werkwijze voor de hele divisie. Gevraagd door Sleijpen deed ik daartoe een voorstel, waarin mijn afdeling overbodig zou worden. Weerstand alom in het MT, maar ik zag hierin een grote meerwaarde voor DNB. Vervolgens koppelde ik aan de reorganisatie de opheffing van mijn eigen functie, waarna alle overige managers hun plek behielden. Het was een warm welkom in het MT. De divisiedirecteur gaf mij de leiding van de reorganisatie. Toen die afgerond was, vertrok ik als MT-lid.

Jetta Klijnsma, toen staatssecretaris SZW, was in die dagen op zoek naar iemand om binnen SZW het verandertraject toekomst pensioenstelsel te trekken. DNB-directeur Joanne Kellermann attendeerde haar op mijn profiel. Een intake van twee uur werd een onwijs leuk gesprek. Op detacheringbasis maakte ik de overstap naar SZW en zette ik het programma op dat later de Nationale Pensioendialoog ging heten. Een prachtklus, waarin ik nauw samenwerkte met de staatssecretaris, en een geweldig leertraject, dat mijn inzicht verdiepte in hoe het in Den Haag eraan toeging. Na anderhalf jaar deed DNB opnieuw een beroep op me, nu om leiding te geven aan Toezicht Pensioenbeleid waar alle pensioenbeleid was samengevoegd. Weer later kwam er een ander perspectief voor mij bij DNB voorbij. Dat heb ik, hoe mooi ik DNB ook vond en vind, niet aangepakt. Ik wilde geen 'eeuwige DNB-er' worden, maar de buitenwereld opzoeken en nieuwe bagage binnenhalen.

Op advies van een andere bestuurder benaderde de voorzitter van de Raad van Bestuur van de Nederlandse Zorg Autoriteit (NZa) mij voor de functie van Directeur Strategie. Een verwachtingsvolle opdracht en een kans het zorgdomein te leren kennen. In alle eerlijkheid, mijn korte periode bij NZa was leerzaam, vooral voor mijn ontwikkeling als mens. De ambities, verwachtingen en leiderschaps-cultuur die ik daar ontmoette, pasten mij niet. Gedeelde

conclusie was na een goed gesprek dat Nza en ik elkaar niet konden versterken. Ik heb hiervan onder andere geleerd dat ik eerder grenzen moet stellen en moet beseffen dat ik soms doorschiet in mijn verantwoordelijkheidsgevoel.

Wat er misging? Al vrij snel werd ik gevraagd behalve Directeur Strategie ook interim Directeur Toezicht te worden. Daar was een gat gevallen. Ik stemde toe vanuit een soort loyaliteit. Ik zag het probleem. Maar ik geef toe dat ook mijn ego meespeelde: ik vond het interessant. Nu weet ik dat ik het had moeten laten bij bereidheid om mee te denken over een oplossing. Ik kwam als Directeur Strategie binnen en een hele club mensen rekende vanaf dat moment op mij als verbindende schakel naar het bestuur. Dat ik ook die andere rol oppakte, was niet goed. Het daaropvolgende bewustwordingsproces kon er alleen maar zijn omdat dit gebeurd is. Ik ben dankbaar voor de tijd voor reflectie die ontstond en voor de gesprekken met mensen die verder in hun loopbaan waren en aangaven dat ook zij ooit tegen mismatches zijn aangelopen én daar goede inzichten aan hebben overgehouden.

Voor eerdere functies ben ik steeds gevraagd, nu moest ik zelf aan de bak. Ik ben daardoor veel bewuster mijn afwegingen gaan maken. Al langer leek de functie bij PFZW mij een heel mooie, waarin veel bij elkaar komt. Zorg en pensioen, ook zorg voor individuen die voor anderen zorgen, maar waarschijnlijk minder bezig zijn met hun financiën. Wij moeten mensen ontzorgen. Wat ouderwets en traditioneel misschien, maar zo denk ik erover. Pensioen is een diep en complex product. Financieel, maar gebouwd op sociale elementen als solidariteit en risicodeling over generaties. Ook het stakeholdersveld is complex. Een groot fonds kan in de macro-omgeving impact hebben en de stem zijn op het gebied van belangrijke thema's zoals duurzaamheid. Tegelijkertijd is pensioen klein waar het om individuen en hun levensstandaard gaat. Met inzet van de beleids-perspectieven die ik ken, kan ik nu ook met operatie aan de slag. De relatie met PGGM, de transitie naar een nieuw contract of een nieuwe regeling. Wat ga ik tegenkomen? Ik vind het verder fantastisch dat ik mag gaan werken met een gedreven team van professionals. Dat heb ik nodig. Ik heb hier heel veel zin in.' «

**Blijven leren is mijn motto.**

**Aan wat misloopt, kan je goede inzichten overhouden.**

**Als pensioenfondsen moeten wij mensen ontzorgen.**

**Fantastisch om bij PFZW te gaan werken met een gedreven team van professionals.**



# COLUMN

BY MATT ORSAGH, SENIOR DIRECTOR CAPITAL MARKETS POLICY AT THE CFA INSTITUTE

## How can finance do its part to combat climate change?

Climate change presents a societal and economic challenge on a scale that we have never seen before. As a global society we must learn to change ingrained behaviors in order to avoid catastrophe down the road.

Unfortunately, inertia is one of the most powerful forces in the universe. We usually don't change until we have to. Well, we are at that point. The European Union's taxonomy for sustainable financial activities is a step in the right direction, a step that policy makers from Canada to India are also beginning to take. To better understand the current gap between desired outcomes around climate change and processes in the investment business, the CFA Institute surveyed its members concerning climate change for its 'Climate Change Analysis In The Investment Process Report'.

Investors were asked what resources would help them to adequately integrate climate change into their investment decision making. When asked why they do not include climate change analysis into their investment process, a majority cited a lack of measurement tools. When asked what tools they needed, 49% said more information on climate strategy from companies and 48% said disclosures from issuers about climate-related risks and scenario analysis.

In order to do the main job of finance — the efficient allocation of capital — investors need better data and better reporting standards to help integrate climate risk into their investment analysis. Therefore we partnered with 10 international firms to produce case studies focused on climate change integration in analysis. These cover a diverse set of investment themes from equity, bonds and ratings agencies assessment of climate risk, to how pension funds integrate climate analysis into everything they do.

In the report we make several recommendations to investors, issuers and policymakers for better integrating climate change analysis into what they do:

- Reliable carbon markets and the inclusion of carbon price expectations in analyst reports: we recommend that investment professionals account for carbon prices and their expectations thereof in climate risk analysis.
- Increased transparency and disclosure on climate metrics: we note that the investment industry is coalescing around the Sustainability Accounting Standards Board (SASB) and Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) standards for climate-related disclosures, which are the most relevant climate-related disclosure standards for addressing the materiality of climate-related risks.
- Engagement with companies on the physical and transition risks of climate change: we assert that investors should engage with issuers to ensure that climate data, scenario analysis and related disclosures are sufficiently thorough to support robust climate risk analysis in the investment process.
- Education within the investment management profession: investors need to continue to educate themselves about climate change in order to provide clients with the climate-related analysis they require.
- Policymakers need to craft regulations to ensure that investors have the tools they need.

Climate change will be one of the most economically impactful events in human history. The investment profession needs to incorporate the risks of climate change into financial analysis to efficiently manage portfolio risks and opportunities. At the same time, the immense changes in society brought about by a climate change transition will present opportunities to investors in both established and nascent industries. «

# We zitten in een rendementscrisis

DOOR HARRY GEELS

'We zitten in een rendementscrisis', zo betoogt, Jan Loeys, Managing Director en langetermijnstrategeg bij J.P. Morgan. De financiële markten hebben te maken met een aantal structurele langetermijnkrachten die zullen bepalen of beleggingscategorieën de komende jaren nog wel of juist niet voldoende rendement zullen opleveren.

## Wat zijn bij beleggen de belangrijkste rendementsdrijvers?

'Bij beleggen maken we onderscheid tussen strategische en tactische asset-allocation. Mijn functie is om vooral strategisch te kijken: hoe kan de beleggingsportefeuille voor de lange termijn, zeg maar de komende vijf tot tien jaar, het beste ingericht worden? Beslissingen nemen voor de kortere termijn, de tactische asset-allocation, doe ik niet meer. Veel van onze allergrootste klanten die ik begeleid, zijn tegenwoordig zo groot geworden dat ze ook niet gemakkelijk meer tactisch in of uit bepaalde beleggingscategorieën kunnen stappen. Voor hen domineren de strategische beslissingen.

Dit wil overigens niet zeggen dat alle grote klanten precies dezelfde langetermijnportefeuille hebben. Er worden vanzelfsprekend nuances aangebracht op basis van de specifieke situatie van de klant. Dat gezegd hebbende, zijn er voor de lange termijn drie rendementsdrijvers. Ten eerste de Internal Rate of Return (IRR), ofwel de yield waartegen een belegging nu wordt geprijsd. Bij obligaties is die gemakkelijk vast te stellen. De huidige yield is het rendement dat men zal verdienen op obligatieportefolio's over de volgende 10 jaar. In de Verenigde Staten betekent dit nu 1 ¼%. Zie Figuur 1. In euro's blijft dit nog altijd 0%. Europese investment grade-obligaties leveren enkel nog ½% op.

Voor aandelen is het toekomstige rendement lastiger te bepalen, omdat gekeken moet worden naar winstgroei en P/E-ratio's, maar wereldwijd kom ik voor aandelen op de lange termijn ook niet verder dan 3 tot 5%. Aandelen uit opkomende markten geef ik trouwens geen hogere rendementsverwachting. De volatiliteit zal hier wel hoger zijn.'

## COVID-19 gaat ook beleggersgedrag veranderen.

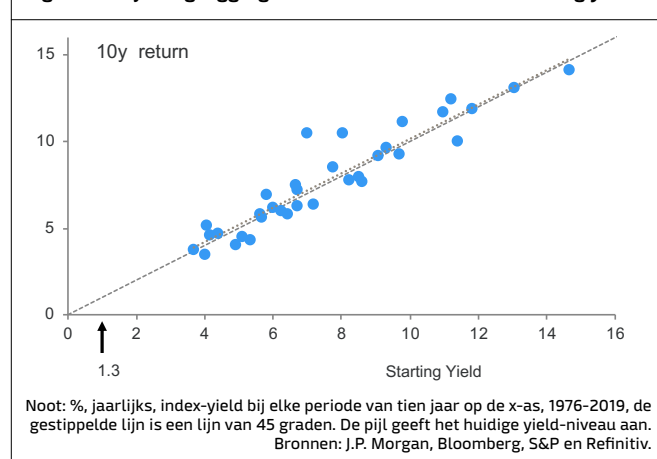
## Hoe zit het met de andere twee rendementsdrijvers op de lange termijn?

'Als de wereldmarkten volledig geïntegreerd zijn, dan is het gemakkelijk: meer rendement gaat gepaard met meer risico en vice versa. Je moet alleen het aanvaardbaar risiconiveau of -budget kiezen. Maar gelukkig is er voldoende segmentatie in markten, waardoor bepaalde submarkten betere of slechtere rendementen per eenheid risico (return to risk) kunnen leveren. Dit zijn de zogenaamde structurele alpha-bronnen, of risicopremies, zoals Value, Small caps, Carry en Momentum.

De derde bron van langetermijnrendement betreft de structurele veranderingen in de wereld. Als beleggers hier tijdig op inspelen, kan daarvan worden geprofiteerd. De coronacrisis is bijvoorbeeld zo'n structurele verandering. Beleggers en bedrijven zullen hierdoor de komende jaren meer risicomijdend zijn.

Hoewel we het nu nog niet zien, zal er een deleveraging of schuldafbouw plaatsvinden. Ook zullen we door de coronacrisis minder naar kantoor gaan. Minder kantoorruimte en minder reiskilometers dus. Social distancing gaat uiteindelijk

Figuur 1: 10-jaars geaggregeerde rendementen versus startende yield



## Over Hybrids ben ik het meest enthousiast. Deze asset class zit tussen groeiaandelen en 'veilige' obligaties in.

verdwijnen, omdat het tegen onze aard als social animals ingaat, maar de werkomgeving zal sneller en op grotere schaal digitaliseren dan voor de crisis.'

### Geloof u dan ook in factorpremies?

'Geloof is een woord dat thuishoort in de kerk. Dit is een empirische kwestie. Voor sommige premies is voldoende bewijs, zoals de Fallen Angels- of Momentum-anomalieën, maar voor de meeste niet meer. Het is vaak pure data mining. Veel factorpremies bestonden vanwege bepaalde structurele redenen in het verleden.

Door steeds lagere transactiekosten zijn veel van de factoren weggegarbitreerd. Het smallcap-effect bestaat in de VS al meer dan veertig jaar niet meer. De Russell 2000 Index heeft sinds zijn lancering een underperformance laten zien versus de Russell 1000. In Europa lijkt er nog wel iets van een smallcap-effect te zijn, maar daar hebben de largecaps het de laatste decennia welbeschouwd eigenlijk erg slecht gedaan. Naarmate markten volwassener en efficiënter worden, verdwijnen de meeste factorpremies ook. Beleggers moeten er dus niet te veel van hun vermogen op inzetten.

Bovendien verandert de wereld. Mensen leren en gedrag verandert. Soms langzaam, soms snel bij een schok. De toekomst is nooit volledig gelijk aan het verleden. COVID-19 gaat ook beleggersgedrag veranderen. Bepaalde actieve beleggingsstrategieën die werkten in het verleden, presteerden in maart ineens heel slecht. Ze zullen waarschijnlijk ook nooit meer zo functioneren als in het verleden.'

### Wat zijn behalve COVID-19 de belangrijkste langetermijnkrachten die de markten de komende jaren gaan beïnvloeden?

'De wereld zal deglobaliseren. Er is wat betreft globalisering de laatste jaren al sprake van een soort plateau, versterkt door populistische krachten in de VS en Europa. Het plateau gaat over in een fase van afnemende globalisering. Er zal verder meer aandacht komen voor de macht van de steeds groter geworden bedrijven. Onder andere de nieuwe Amerikaanse president Joe Biden zal inzetten op meer antitrust-regelgeving. De grote bedrijven worden in de maatschappij medeverantwoordelijk gehouden voor de grote ongelijkheid en het lage investeringsniveau in de wereld. De Big Tech zal als eerste aangepakt worden.

Verder zien we de omarming van de Modern Monetary Theory (MMT), die de fiscale discipline steeds meer gaat

vervangen. Ik heb natuurlijk wel een politieke en economische mening over MMT, maar dat is verder niet zo relevant. Het gaat om de beoordeling wat MMT betekent voor de financiële markten. Deze zal waarschijnlijk inflatie veroorzaken.

De inflatie wordt verder versterkt door andere trends, zoals de deglobalisering en de demografische ontwikkelingen. Door de afname van het aantal arbeidskrachten krijgen arbeiders weer meer onderhandelingskracht, wat de winstgevendheid van de bedrijven niet ten goede komt. Daarbovenop hebben we te maken met de klimaatverandering, die bepaalde investeringssectoren bevoordeelt. Alles overziend zullen de langetermijnkrachten leiden tot lagere rendementen.'

### Waarom is er sprake van een rendementscrisis?

'De rendementen van de 60/40-portefeuille zullen in de komende vijf tot tien jaar beduidend lager liggen dan in het verleden, zoals Figuur 2 aangeeft. Voor obligaties staan we zo goed als op een yield van 0% en aandelen

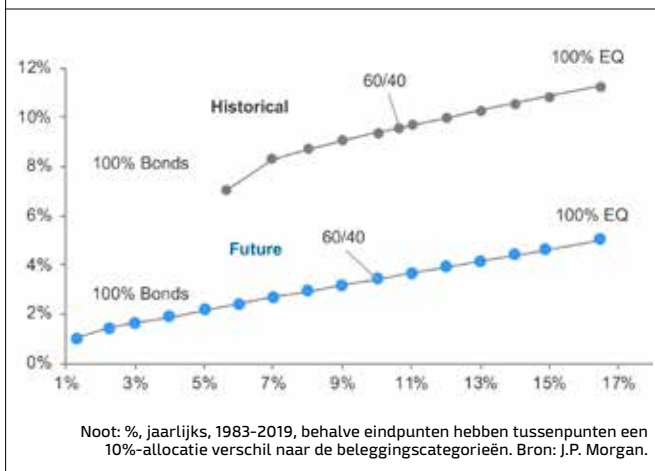


Foto: Archief J.P. Morgan AM

### CV

Jan Loeys is Managing Director en Long-term Strategist in Global Research. Hij werkt vanuit New York en Londen en adviseert over Strategic Investing, schrijft *The Long-term Strategist* en co-managet de *J.P. Morgan Perspectives*. Voor zijn komst naar J.P. Morgan in 1986 was Loeys Senior Economist bij de Federal Reserve Bank of Philadelphia. Daarnaast doceerde hij Finance en Economics aan de UCLA, de Wharton School, NYU en Fordham University. Loeys ontving in 1975 een Lic. in Economics en een Bac. in Philosophy van de Katholieke Universiteit in Leuven en promoveerde tot PhD in Economie aan de UCLA in 1982.

**Figuur 2: Efficiënte grenslijnen in dollars, in het verleden vanaf 1983 en in de toekomst voor de komende tien jaar**



worden momenteel verhandeld tegen historisch gezien hoge fundamentele ratio's. Aandelen hebben het de afgelopen jaren ook veel beter gedaan dan de groei van de wereldeconomie rechtvaardigt. Dit komt doordat de winsten per aandeel het laatste decennium sterk zijn gestegen als gevolg van de eerder besproken krachten als de globalisering en de macht van het bedrijfsleven, verder geholpen door aandeleninkoopprogramma's. Maar de toekomst zal anders zijn.

Het wordt mensen bovendien steeds duidelijker dat de rendementen lager komen te liggen. Daardoor zullen ze langer moeten werken, of extra voor hun pensioen moeten sparen of beleggen. Het gevolg is dat ze minder gaan uitgeven. Ik kom al met al niet verder dan een verwacht rendement van zo'n 3,5% voor de 60/40-portefeuille. Daar kan dan nog wat alpha aan worden toegevoegd door contrair te beleggen en op de juiste langetermijntrends in te spelen. Als het binnen de risicokaders mogelijk is, zouden beleggers voor een wat hoger rendement ook meer risico kunnen nemen. In theorie wordt risico's nemen op de lange termijn immers beloond.'

### **Welke beleggingscategorieën zijn nog interessant?**

'Ik ben het meest enthousiast over hybrids, zoals high yield, convertibles, CMBS, Utilities, preferente aandelen en REITs. Deze asset class zit tussen groeiaandelen en 'veilige' obligaties in. Bij Hybrids hebben aandelen karakteristieken die op obligaties lijken, en obligaties hebben veel weg van aandelen. Zij bieden superieure tijdsdiversificatie en een beter rendement als we rekening houden met langetermijnrisico's.

**Alles overziend zullen de langetermijnkrachten leiden tot lagere rendementen.**

**Beleg vooral niet meer in staatsleningen van de ontwikkelde landen. Ze bieden geen yield en geen bescherming meer voor aandelen.**

Healthcare is interessant, niet zozeer vanwege de ontwikkeling van het COVID-19-vaccin, maar meer vanwege alle bijvangst in de vorm van ontdekkingen die plaatsvinden bij de ontwikkeling van het vaccin.

Potentieel interessant zijn verder de beleggingsstrategieën die zich richten op: Momentum, Minimum Volatility, buybacks, IPOs en Fallen Angels. Daarnaast zouden er in de beleggingsportefeuille overwegingen kunnen worden gedaan in beleggingen die inflatiegevoelig zijn, zoals REITs en sectoren die het tegengaan van de klimaatverandering faciliteren. Joe Biden gaat zich namelijk weer aansluiten bij het akkoord van Parijs. EMD is ook interessant en dan vooral China Bonds. Ik verwacht namelijk dat China zich de komende jaren ook gaat aansluiten bij de 'Zero Yield Club'. Met de daling van de rente zullen China bonds in prijs stijgen. Tot slot goud, vanwege het beleid van de centrale banken.'

### **Waar moeten we als beleggers juist niet meer in beleggen?**

'Beleg vooral niet meer in staatsleningen van de ontwikkelde landen. Ze bieden geen yield en geen bescherming meer voor aandelen. Verder is het verstandig terughoudend te zijn op het gebied van de Big Tech, omdat het waarschijnlijk is dat de autoriteiten de macht hiervan willen breken.

Emerging Markets Equity is ook niet zo interessant meer. Het verwachte rendement is gelijk aan dat van aandelen in de ontwikkelde regio's, maar gaat samen met een hogere volatiliteit. De deglobalisering gaat opkomende markten ook niet helpen.

Financials in de ontwikkelde markten staan er nog altijd niet goed voor. Die kunnen beter ook gemeden worden. Veel slechte leningen op de balans en de lage rente doen banken pijn. Ik verwacht de komende jaren de nodige aandelenemissies om de bankbalansen te versterken, ofwel verwatering voor aandelenbeleggers.

Verder zie ik weinig potentieel in cryptomunten. De technologie zoekt hier nog altijd naar de echte toepassingen. Bovendien zullen centrale banken met hun eigen digitale valuta's komen. Behalve in goud geloof ik tot slot niet in grondstoffen. De inflatie die komt, zal vooral op het conto van de hogere lonen kunnen worden geschreven.' «





DOOR BRUNO DE HAAS, MANAGER BESTUURSADVISERING EN BELEGGINGSSTRATEEG,  
MEDIA PENSIOEN DIENSTEN

# COLUMN

## Dicht bij huis beleggen wordt minder aantrekkelijk

**Pensioenfondsen gaan in het nieuwe pensioenstelsel anders beleggen. Ze hebben minder langlopende renteswaps nodig – zo hoor je zeggen – en juist meer inflatie-geïndexeerde obligaties. Wat je minder luidkeels hoort: verlaat Europa.**

Het sarcastische gezegde over Brazilië is bekend: 'Brazilië is het land van de toekomst en dat zal het altijd blijven.' Op Europa lijkt een kleine variatie van toepassing: 'Europa was het imperium van het verleden en dat zal het altijd blijven.' Ook al zet de Europese Unie zich hard in om een sterk Verenigde Staten van Europa te creëren, toch kalft de rol van Europa op het wereldtoneel af. Het gevecht om de hegemonie gaat tussen de VS en China. De EU speelt in politiek, militair en technologisch opzicht de tweede viool, hoewel zij in economisch opzicht nauwelijks onderdoet voor de VS.

Dat zie je ook op de aandelenmarkt. Europese aandelen presteren al jarenlang minder dan Amerikaanse aandelen. Dat is te wijten aan de superioriteit van Amerikaanse technologiebedrijven als Apple, Microsoft, Facebook, Amazon en Google. Zij domineren de markten. Amerikaanse aandelen vertegenwoordigen maar liefst 60% van de wereldmarktindex. West-Europa blijft steken op ongeveer 17%, en dat is inclusief 3,5% voor het Verenigd Koninkrijk, dat binnenkort de EU verlaat. Kortom, op de beurs is de EU nog geen kwart waard van de VS.

De meeste Nederlandse pensioenfondsen hebben in hun aandelenportefeuille procentueel meer Europese aandelen dan er in de wereldmarktindex zitten. Dat kan deels psychologisch worden verklaard. Niet alleen particuliere beleggers, maar ook institutionele beleggers hebben de neiging om hun beleggingen dicht bij huis te houden. Behalve door de xenofobie in het diepst van onze gedachten komt dit ook door koele rekenkunde. Voor aandelen die in euro's zijn gedenomineerd, hoeven pensioenfondsen immers minder eigen vermogen aan te houden dan voor aandelen in andere munten. Gegeven een risicobudget

geldt: hoe meer je over de grens belegt, hoe kleiner je totale aandelenportefeuille kan zijn. Tenzij je het valutarisico afdekt, maar dat kost vaak rendement.

In het nieuwe pensioenstelsel verdwijnt het vereiste eigen vermogen als solvabiliteitsnorm. Het enige wat dan telt, is de risicobereidheid van deelnemers en de keuze van het fonds om binnen die bereidheid het hoogste rendement te halen. Daarom verwachten adviseurs dat pensioenfondsen in het nieuwe stelsel alleen nog valutarisico zullen afdekken als zij dat financieel zinvol vinden en niet omdat dat loont door de toezichtregels. Ik verwacht dat fondsen een stap verder gaan. Want waarom zou je meer in Europese aandelen blijven beleggen dan de marktindex als er geen financiële sanctie meer staat op beleggen in aandelen uit de rest van de wereld?

Natuurlijk blijven Europese aandelen profiteren van het psychologische thuisvoordeel. Voor de klinische belegger mag dat echter geen argument zijn. Die belegt slechts veel in Europa als hij verwacht dat de EU dynamischer wordt dan de rest van de wereld doordat de Unie minder gedetailleerde regelgeving krijgt dan de rest van de wereld. Kortom, als de EU anders wordt bestuurd dan de afgelopen twintig jaar gebeurde. Je hoort mij niet zeggen dat zoiets onmogelijk is. Ik ontwaar echter geen tekenen die wijzen op minder marktinvulling. Een klinische belegger neemt het zekere voor het onzekere, en zal een deel van zijn Europese aandelen inwisselen voor exoten. «

**Bruno de Haas schreef deze column op persoonlijke titel. Het artikel geeft niet noodzakelijkerwijs de mening van MPD weer.**

VOORZITTER:

Han van Manen (PGGM)

DEELNEMERS:

Ulrike Beyrich, Kempen

Lennart Frijns, APG Asset Management

Coos Luning, Aegon Asset Management

Rishma Moennasing, Rabobank Group

Arjen van Niel, NN Investment Partners

Peter Sennema, Achmea Investment Management

Duco Slob, InsingerGilissen Bankiers

Marthe Tuinstra, PGB Pensioendiensten

Jasmine Yu, BNY Mellon

Foto: Cor Salverius Fotografie



# HET DELEN VAN KENNIS IS ER ECHT OP VOORUIT GEGAAN

Door Wim Groeneveld

COVID-19 heeft de wereld op zijn kop gezet. De sociale afstandsbeperkingen om de virusverspreiding in te dammen, missen hun uitwerking niet op de selectie van externe managers. De selectie gaat bij institutionele beleggers ondanks de pandemie onverminderd door. Voor professionals die onderzoek doen naar strategieën en het selecteren van fund managers brengt de selectie op afstand nieuwe uitdagingen met zich mee. Wat heeft het virus zoal teweeggebracht bij hen en hoe passen ze zich aan? Dat was de insteek van deze Ronde Tafel.



### Heeft COVID-19 invloed gehad op uw dagelijkse werkzaamheden bij het selecteren van externe managers? Zo ja, op welke manier?

**Arjen van Niel:** 'Ik denk dat het voor de hand liggende antwoord daarop 'ja' is. Ik werk al sinds maart vanuit huis en ben geen dag meer op kantoor geweest. Omdat de technologie tegenwoordig zo goed is, kan ik mijn werk heel goed via videogesprekken doen. Het is echter wel zo dat je nu soms de nuances mist als je alleen online met mensen praat. Dat is een echte uitdaging. Ook merk ik dat juist in deze periode de lijnen korter zijn en het eenvoudiger is geworden om regelmatig contact te hebben met de managers.'

**Ulrike Beyrich:** 'In het algemeen is het contact intensiever geworden. Dat compenseert het gebrek aan persoonlijk contact en eigenlijk ook de nuances. We hebben meer contactmomenten met verschillende mensen bij de fund managers met wie we samenwerken. We doen ook meer aan cross referencing met externe partijen, zoals andere beleggers. Een portefeuille beheren tijdens een pandemie is zeker niet business as usual. Er zijn veel méér zaken om in de gaten te houden en er is veel onzekerheid in de markt. Deze tijd kun je eigenlijk zien als een lakmoesproef voor veel strategieën en bijhorende beheerders.'

**Lennart Frijns:** 'Ik herken dat beeld. De aan interactie gerelateerde activiteiten zijn volledig veranderd. Die moeten nu plaatsvinden in de digitale arena. Dat kan vrij intens zijn.'

> **Han van Manen** ging na het afronden van de studie Economie in 1994 aan de slag bij het Economisch Bureau van ING. In 1995 werd de Rabobank zijn nieuwe werkgever en in 1999 werd het dienstverband vervolgd bij Kempen & Co. In 2001 trad hij in dienst bij PGGM, waar zijn activiteiten betrekking hadden op zowel passief als actief beleggen, zowel intern als extern beheer, en zowel aandelen als fixed income. Nu heeft Van Manen verantwoordelijkheid voor de extern beheerde Public Markets FGR's van de afdeling External Management.



Foto: Cor Salverius Fotografie



Foto: Archief Kempen

> **Ulrike Beyrich** is Director in het Multi Management Team van Kempen, waar zij sinds 2010 werkt. Beyrich is verantwoordelijk voor Direct Lending en Europese aandelen. Daarnaast is zij lid van Kempens ESG Council en aanspreekpunt voor ESG integratie binnen het Multi Management Team. Haar carrière als fondsanalist begon in 2005 in Berlijn, na een studie Bedrijfseconomie. Vóór Kempen was Beyrich werkzaam bij Skandia Investment Management Limited in London (nu Old Mutual).

Je hebt geen evaluatievergaderingen meer van twee of drie uur, waarbij je elkaar fysiek ziet. Daar staat tegenover dat je vaker contactmomenten hebt met managers, die korter van duur zijn, wat de relatie een beetje verandert.'

**Peter Sennema:** 'Een van de voordelen van het bezoeken van managers in hun eigen kantoor is dat je ze ziet in een kamer met de andere portefeuillemanagers en met diegene die het team aanstuurt. Het is waardevol om de interactie tussen de teamleden te zien. Nu we conference calls doen en iedereen vanuit huis werkt, is het erg moeilijk voor mij om de interactie binnen een team te zien.'

**Jasmine Yu:** 'Ik vind het een misvatting dat er een vertraging zou optreden bij het onderzoek naar en de selectie van externe managers nu we geen bezoeken on site doen en dus geen fysieke ontmoetingen hebben. Ik herinner me dat we het op het hoogtepunt van de COVID-19-pandemie, in het tweede kwartaal, op twee fronten erg druk hadden: enerzijds qua monitoringactiviteiten, anderzijds op het gebied van het benutten van de marktkansen die COVID-19 bood.'

**Duco Slob:** 'Het duurt langer om vertrouwen te krijgen in een manager. Zeker nu. De managers zitten niet in één kamer, dus je kunt de interactie tussen een manager en het team niet volgen.'

**Op welke manier presenteren asset managers zich en delen ze hun kennis in deze tijd? Wat is er veranderd ten opzichte van de periode vóór COVID-19?**

**Coos Luning:** 'Toen we deze periode ingingen, merkte ik dat

**Er moet interactie zijn binnen het team. Videocalls via Zoom of Teams Meetings zijn daartoe niet toereikend.**

iedereen op zoek was naar een nieuwe manier om het werk te overzien. Wij als team, maar ook de salesteams van externe managers. Eind april, begin mei begonnen mensen te beseffen dat deze periode nog wel een tijdje zou gaan voortduren. Managers begonnen toen andere mogelijkheden te verzinnen om met ons te communiceren. Videocalls werden een integraal onderdeel van de communicatie.'

**Rishma Moennasing:** 'Wat veranderd is, is dat ze creatiever zijn geworden. Er vinden meer videogesprekken plaats, maar ook de events die vroeger op verschillende locaties plaatsvonden, soms buiten Nederland, staan nu allemaal online. Het mooie is dat je een evenement altijd terug kunt kijken als je niet in staat bent om het bij te wonen. Iedereen is overgeschakeld op de nieuwe technologie die voorhanden is. Het aantal gesprekken met managers is overigens toegenomen, maar ook in verschillende samenstellingen. Er zijn meer gesprekken met verschillende leden uit het beheerteam van fund managers. Dit geeft een beter beeld om de nuances die je hebt bij face-to-face-meetings op te halen. Met de verschillende waarnemingen kun je tot een goede conclusie komen. Het delen van kennis is er echt op vooruit gegaan.'

**Zijn er per asset class verschillen wat betreft de impact op jullie beheerders en fondskeuze tot nu toe? Hoe gaan jullie daarmee om?**

**Marthe Tuinstra:** 'COVID-19 veroorzaakt volatiliteit in de markt. Het virus creëert zowel risico's als kansen. Je moet op beide fronten actief zijn. Risicomanagement is breder dan de impact van COVID-19 op een asset class. Het gaat ook om de ontwikkeling van de pandemie en de maatregelen die getroffen worden. Wat is de impact van de monetaire en fiscale stimuleringsmaatregelen van de overheid? Kunnen beleggingsteams hun werk op afstand goed uitvoeren? Met andere woorden: werkt hun back up-plan om de bedrijfscontinuïteit te waarborgen? Vanuit het kansenperspectief hebben we nieuwe allocaties gedaan. Onze exposure naar

high yield en Europese leveraged loans is fors verhoogd ten koste van aandelen. Alles tezamen zorgt de volatiliteit voor een intensiever contact met externe managers, maar ook met ons bestuur.'

**Yu:** 'In april en eind mei ontstonden een aantal nieuwe investeringsmogelijkheden over de hele linie. We hebben toen een lijst gemaakt van 26 marktkansen met het oog op long-only aandelen, fixed income en alternatieve beleggingen. Werken vanuit huis werd op long-only gebied bijvoorbeeld een thema waar we op inspeelden. Wat zijn de aandelen die potentieel kunnen profiteren van deze trend? In de fixed income-markten keken we naar stressed en distressed credit en municipal bonds. Ook private equity secondaries hadden onze volle aandacht.'

**Luning:** 'Die verschillen zijn er zeker. Ik zie een onderscheid tussen de meer liquide categorieën en de meer illiquide categorieën. We hebben dit jaar tot nu toe bij een aantal fund managers geïnvesteerd in zowel liquide assets, zoals aandelen en fixed income, als in private equity en indirect vastgoed. We hebben dit kunnen doen omdat we een enorm reservoir aan managers hebben, die we in het verleden hebben gezien en waar we ons prettig bij voelen qua interactie met het team. We gaan voor illiquide strategieën nu niet met managers in zee waar we nog geen fysieke on-site due diligence hebben gedaan, maar we hebben er nog voldoende op de reservebank waar we reeds zijn geweest.'

### Heeft COVID-19 onverwachte zaken op portefeuilleniveau aan het licht gebracht?

**Moennasing:** 'Je ziet dat managers sectoren afbouwen die geraakt worden door COVID-19. Denk aan de vliegtuig- en vrijetijdsindustrie. Iedereen verlaagt de exposure naar dergelijke aandelen in portefeuilles. Je ziet echter ook een aantal winnaars, althans als je kunt spreken van winnaars in deze periode. Denk aan cloud computing, e-commerce en thuisbezorging van voedsel. Dat geldt ook voor bedrijven die videocalls verzorgen en bedrijven die exposure hebben naar

## In een wereld zonder fysieke afspraken is het moeilijk nieuwe klanten aan je te binden.

de videocallmarkt, zoals Zoom en Microsoft. Ze hebben een steviger positie gekregen in portefeuilles. Dergelijke picks zijn zeer populair geworden.'

**Tuinstra:** 'Voor ons was het binnen de aandelenportefeuille onverwacht dat low-beta of low-volatility aandelen niet beter presteerden dan high-beta of high-volatility aandelen in de volatiele periode na de crash van de markt in maart. Normaal gesproken is het andersom. Daarnaast hadden we te maken met een double whammy. Vergeet niet dat naast sectoren als leisure, luchthavens, hotels, retail en restaurants ook de energiesector werd getroffen. Hard getroffen. De olieprijs bewoog zich onder het break-even punt. Dit laat maar weer eens zien hoe belangrijk diversificatie is in een portefeuille.'

**Beyrich:** 'Het is nu een zeer interessante tijd voor fund selectors. De deugdelijkheid van je selectiekader en de geselecteerde managers wordt op de proef gesteld. We zijn niet op grote onverwachte problemen gestuit, wat natuurlijk een goed resultaat is gegeven de huidige marktomstandigheden. Het toont ook weer aan dat het van groot belang is om alle potentiële risico's van een belegging tijdens de selectie grondig te beoordelen.'

**Moennasing:** 'Wat voor ons bij het selecteren van externe managers ook belangrijk is, is of ze nog steeds in staat zijn om (veld)research te doen naar de bedrijven waarin ze beleggen. Videogesprekken zijn één ding, maar ze moeten zelf ook de managementteams van de bedrijven waarin ze investeren, kunnen bereiken. Hoe zijn fund managers en analisten in staat om hun onderzoek en due diligence zonder on-site meetings te doen? Dat lijkt schier onmogelijk. Dus wat we doen, is meer vragen stellen over hoe fund managers

> **Lennart Frijns** werkt sinds 2009 bij APG Asset Management als Senior PM binnen het Emerging Markets Equities Team. Meest recentelijk is hij verantwoordelijk voor de selectie en monitoring van externe mandaten. Hiervoor werkte Frijns voor Robeco, waar hij Europese aandelen volgde. Hij studeerde Bedrijfseconomie in Maastricht (2004) en is CFA Charterholder.



Foto: Archief APG AM



Foto: Archief Aegon AM

> **Coos Luning** geeft sinds 2008 leiding aan het Multi-Manager Investment Team van Aegon Asset Management in Groningen. Het team is verantwoordelijk voor de selectie en monitoring van externe managers in alle beleggingscategorieën. Vanaf 1999 werkte Luning achtereenvolgens als Portfoliomanager Equities Asia North America, als Portfoliomanager Alternatives, als Manager Aandelen en als Manager Vastrentende Waarden bij TKP Investments, dat in 2020 is opgegaan in Aegon AM. Luning heeft Financiële Economie gestudeerd aan de Rijkuniversiteit Groningen en is een gecertificeerd Register Beleggingsanalist (RBA).

hun onderzoeksproces hebben veranderd en hoe ze toch in staat zijn om die bedrijven te volgen, vergaderingen te beleggen en de hele waardeketen te volgen. Het is ook een nieuwe manier van werken voor hen. En dan is er nog het risicomangement. Kunnen ze op dezelfde manier doorgaan met hun werk als vroeger? Sommige markten, zoals Brazilië, zijn meer geraakt dan andere door COVID-19. Daarom hebben we ook wat winst genomen en ook wat beleggingen in de portefeuille gewisseld.'

**Yu:** 'Ik wil niet zeggen dat het een portefeuilleprobleem is, maar wel iets verrassends. Recent benaderde een fundamentele aandelenmanager ons. Hij wilde weten of we er problemen mee zouden hebben als de fysieke locatie van waaruit men werkte, zou worden opgeheven. Iedereen werkte daar sinds medio maart vanuit huis en de wens was om dat permanent te gaan doen. Er was niets mis met de uitvoering van de transacties, het beheer van de portefeuilles en de performances, maar de huurtermijn liep af en er moest een beslissing worden genomen. Na het raadplegen van onder andere onze juridische dienst en ons fondsbestuur zijn we akkoord gegaan.'

**Slob:** 'We hebben zoiets tot nu toe niet meegemaakt. Ik denk echter dat er interactie moet zijn binnen het team. Videocalls via Zoom of Teams Meetings zijn daartoe niet toereikend. Dus nee, ik wil dat externe managers in elk geval een kantoorgebouw hebben waar ze kunnen samenkomen en kunnen praten over de portefeuilles en de bedrijven waarin ze investeren.'

**Sennema:** 'Ik ben een beetje verbaasd, omdat ik van mening ben dat dat niet een juiste vorm van governance is. Ik zou zeggen dat het hun eigen beslissing is om vanuit huis te werken en het kantoor op te zeggen en dan is het aan het selectieteam of dat wordt geaccepteerd, maar toestemming vragen is in mijn ogen nogal vreemd.'

### Hoe heeft COVID-19 de ESG-integratie beïnvloed?

**Beyrich:** 'COVID-19 heeft de ESG-integratie versneld. De meeste institutionele partijen, zoals wij, hebben ESG-overwegingen altijd hoog op de agenda gezet bij de selectie van externe managers, maar steeds meer soorten investeerders zullen hun voorbeeld volgen. Dat komt deels doordat ESG-fondsen per saldo beter stand hebben gehouden tijdens de pandemie door een lagere exposure naar de zwaar geraakte energiesector en de banken. Daarnaast is er natuurlijk nog de EU-regelgeving inzake duurzaamheid, die volgens mij ook echt als katalysator werkt. Die is niet aan COVID-19 gerelateerd, maar helpt wel bij de ESG-integratie.'

**Het is moeilijker en uitdagender geworden om hetzelfde niveau van convictie op te bouwen dan wanneer je een manager daadwerkelijk tegenover je hebt zitten.**



Foto: Cor Salverius Fotografie

**Yu:** 'Als je kijkt naar onze ESG-evaluatie, oftewel hoe we managers beoordelen op ESG, dan geven we eigenlijk vijf beoordelingen aan onze managers, van best-in-class tot onder het gemiddelde. We kijken dus naar hun ESG-inzet. We kijken naar hoe duidelijk zij de ESG-doelstellingen verwoorden, hoe overtuigend de aanpak is en hoe vindingsrijk deze managers zijn. We zoeken ook naar een level of influence, het vermogen om positieve invloed te initiëren. Daarbovenop moeten de cijfers de strategie valideren.'

**Moennasing:** 'We voeren ons eigen ESG-beleid door in de mandaatfondsen. Dus we doen nog steeds aan ESG-integratie, daarin is niets veranderd. Wat wel is veranderd, zijn de onderwerpen op het gebied van active ownership en in het bijzonder engagement met bedrijven. Gesprekken die nu worden gevoerd met bedrijven gaan vooral ook over het welzijn en de veiligheid van medewerkers en klanten als gevolg van COVID-19.'

### Heeft de COVID-19-pandemie geleid tot extra kostenbesparing of juist tot kostenverhoging?

**Tuinstra:** 'Het heeft tot beide geleid. Kostenefficiëntie speelt voor ons altijd een hoofdrol. We houden rekening met absolute kosten en vergelijken kosten met het risico-rendementsprofiel en het duurzaamheidsprofiel van elke investering. Er wordt minder gereisd: dat is goedkoper. Duurder is echter dat mensen thuis hun werkplek moeten inrichten. Waar we rekening mee moeten houden, zijn de negatieve fysieke implicaties als gevolg van het werken vanuit huis. Mensen werken vaak langer en kunnen burn out- en eenzaamheidsklachten krijgen. Dat kan op termijn schade opleveren.'

**Luning:** 'Er moet echter ook onderscheid worden gemaakt tussen de huidige periode en de situatie na de COVID-19-pandemie. Als deze periode eenmaal voorbij is, verwacht ik dat we hebben geleerd om tot op zekere hoogte van een afstand externe managers te beoordelen. Wij en zij gaan

### Aan ons selectieproces is niets veranderd. Wat wel is veranderd, is het type vragen aan managers. Met name hoe zij hun analyses op en contacten met bedrijven hebben aangepast in deze periodes met lockdowns.

zeker terug naar het kantoorleven. Ik weet niet hoe vaak dat zal zijn en hoe de manier van werken er dan uit gaat zien, maar het zal anders zijn dan hoe we dit in het verleden deden. We kunnen goed af met minder reizen. Het zal nog steeds moeten gebeuren, maar vrijwel zeker wordt het minder. We kunnen ons werk uiteindelijk efficiënter doen als we deze periode achter ons hebben gelaten.'

### Wat is het effect van COVID-19 geweest op de fundraising?

**Tuinstra:** 'De focus heeft meer gelegen op bestaande portefeuilles en er is gewacht met nieuwe fondsen naar de markt te brengen. Bestaande fundraising is wel doorgegaan, soms met een verlenging. In een wereld zonder fysieke afspraken is het moeilijk nieuwe klanten aan je te binden. Klanten maken wel uitzonderingen voor bestaande relaties, de fysieke afspraak komt dan wanneer dit weer mogelijk is. Nieuwe managers hebben het nu lastiger. Face-to-face fundraising is niet mogelijk. Ook zijn ze meer afhankelijk van fysieke conferenties om potentiële klanten te ontmoeten.'

### Het tijdperk na COVID-19 zal er anders uitzien. Met welke scenario's moeten we rekening houden?

**Van Niel:** 'Bepaalde trends, zoals de ontwikkelingen in e-commerce, de digitalisering en thuiswerken, zijn door de

> **Rishma Moennasing** is Lead Manager Funds & Sustainability bij Rabobank Group. Zij is verantwoordelijk voor de mandaatfondsen en het duurzaam beleggingsbeleid van de bank. Voordat ze bij Rabobank kwam werken, werkte Moennasing bij ABN AMRO Private Banking & Asset Management in verschillende functies, waaronder Managersselectie en Wealth Management. Verder is ze actief voor de VBDO als duurzaamheids- en engagementlid, in welke functie ze Nederlandse bedrijven meer bewust probeert te maken van duurzaamheid en klimaatvriendelijke bedrijfsmodellen.





Foto: Archief NN IP

> Arjen van Niel is sinds 2001 werkzaam in de beleggingsindustrie. Hij heeft zes jaar gewerkt bij AEAM in verschillende rollen, van Project Management tot Back- en Midoffice. In 2007 ging hij aan de slag bij NN Investment Partners. Daar is Van Niel sinds 2010 betrokken bij het beheer van een open-architecture fund of funds. Zijn rol is uitgegroeid tot Senior Portfolio Manager, verantwoordelijk voor zowel de fondsenselectie als het tactisch beleid.

COVID 19-crisis in een stroomversnelling terechtgekomen. We zullen uiteindelijk waarschijnlijk wel weer naar kantoor gaan, maar niet meer volledige werkweken en ook de opmars van e-commerce zie ik niet snel meer stagneren. De acceleratie van deze trends zal blijvende consequenties hebben voor bijvoorbeeld commercieel vastgoed, online retailers en ondernemingen die vooroplopen op het vlak van digitalization. Wij zetten hier met onze portefeuilles op in door middel van actieve managers met een langetermijnvisie en daarnaast gebruiken wij ETFs en derivaten om op de korte termijn op de marktdynamiek in te spelen. Overigens denk ik dat de vraag naar uitgaansmogelijkheden en naar reizen zich wel grotendeels zal herstellen, omdat mensen nu eenmaal graag uitgaan en reizen.'

**Tuinstra:** 'Onze ambitie is gericht op de lange termijn. Maar we geloven dat risicopremies in de loop van de tijd variëren. We willen alleen risico's nemen als deze worden beloond. We geven de voorkeur aan een dynamische aanpak, in plaats van een statische aanpak. Dat betekent ook geen vaste allocatie naar een asset class. We willen ons kunnen aanpassen aan een veranderende wereld en inspelen op innovaties. Beleggingscycli veranderen. Er worden nieuwe technieken aangeboden in de vorm van Big Data, Machine Learning en Artificial Intelligence. Via ons dynamische balansbeleid hebben we in maart onze aandelenpositie behoorlijk verlaagd en in mei zijn we begonnen die weer op te hogen,

**Als er iets is dat we de afgelopen zes maanden hebben geleerd, dan is het wel dat je altijd het onverwachte moet verwachten. Mij heeft deze crisis geleerd dat we de operationele risico's zo goed mogelijk moeten kennen voordat we ergens instappen.**

maar in afwachting van deze tweede golf, die in lijn is met ons model, hebben we onze aandelenpositie inmiddels opnieuw verlaagd en onze rentehedge verhoogd. Zo proberen we te anticiperen op volatiliteit. We proberen verder het linkerstaartrisiko te beperken van onze exposure naar aandelen door het dynamisch inzetten van putopties, die we kunnen kopen en verkopen.'

### Wat is de meest kritische factor bij de selectie van managers tijdens en na COVID-19?

**Yu:** 'In samenloop met de coronacrisis is er een nadruk komen te liggen op het belang van diversiteit. Dat straalt ook uit naar het selectieproces van managers. In de Verenigde Staten is dat in elk geval zo. Wij kijken hoe we meer kunnen doen met vrouwelijke fund managers of fund managers die tot een minderheidsgroep behoren. Dit is ook in lijn met onze ESG-doelstellingen.'

**Tuinstra:** 'We kijken niet naar één kritische factor, maar naar meerdere. Een belangrijke factor is echter het controleren en het beoordelen of managers toegang hebben tot al hun tools en in staat zijn om hun processen te volgen met het oog op beleggen, risicomanagement, compliance en bedrijfsvoering.'

### Is er iets veranderd in de noodzakelijke vaardigheden om asset managers te selecteren?

**Moennasing:** 'Nee, aan ons selectieproces is niets veranderd. Wat wel is veranderd, is het type vragen aan managers. Met name hoe zij hun analyses op en contacten met bedrijven hebben aangepast in deze periodes met lockdowns. Het blijft erop neerkomen dat je de juiste vragen aan fund managers blijft stellen. Wat belangrijk is voor ons, moet bij managers goed op het netvlies staan. Bijvoorbeeld de problemen die bedrijven ervaren als gevolg van COVID-19.'

**Sennema:** 'De duur van de zoektocht naar externe managers is een beetje toegenomen. Wij doen veel referentiegesprekken



> **Peter Sennema** werkt sinds 2005 bij Achmea Investment Management en werd in 2008 Hoofd van de afdeling Externe Managers. Deze afdeling is verantwoordelijk voor het selecteren en monitoren van externe managers voor alle asset classes, zoals aandelen, vastrentende waarden, vastgoed en alternatives. Sennema is in 1996 in de financiële industrie begonnen. Hij heeft altijd bij vermogensbeheerders voor pensioenfondsen gewerkt. In het begin van zijn loopbaan werkte hij als Portfolio Manager Europese Aandelen, daarna is hij overgestapt naar het selecteren van externe managers.



voordat we met een manager in zee gaan. Die doen we met investeerders die al geïnvesteerd hebben via een manager waarin we geïnteresseerd zijn. Omdat we de managers nu niet ter plaatse kunnen bezoeken, stellen we deze calls zeer op prijs.'

**Frijns:** 'Voor het selectietraject is inderdaad meer tijd nodig. Je moet goed doorvragen. Het is moeilijker en uitdagender geworden om hetzelfde niveau van convictie op te bouwen dan wanneer je een manager daadwerkelijk tegenover je hebt zitten. Het gaat niet zozeer om andere vaardigheden, maar wellicht meer om een andere mentaliteit.'

**Slob:** 'Referenties opvragen bij anderen? Nou ja, dat is natuurlijk niet gebruikelijk bij private banking, waar wij ons mee bezighouden.'

### **Leidt COVID-19 tot andere keuzes? Of zijn de keuzes nu veiliger? Kiezen we vaker óf voor actief óf voor passief?**

**Beyrich:** 'Deze vraag impliceert tot op zekere hoogte dat passieve investeringen zonder risico's zijn en geen grondige due diligence vereisen. Daar ben ik het niet helemaal mee eens. Ik raad het af om voor passief te kiezen, omdat je beperkt zou zijn in je vermogen om due diligence te doen.'

### **De duur van de zoektocht naar externe managers is toegenomen. Wij doen veel referentiegesprekken voordat we met een manager in zee gaan.**

Ook passieve oplossingen vereisen een grondige due diligence. Dat geldt ook voor andere zogenaamd veilige keuzes. Daarnaast biedt de omgeving waarin we ons bevinden veel mogelijkheden voor kwalitatief hoogstaande fund managers om waarde toe te voegen, zeker in bepaalde asset classes.'

**Luning:** 'Als er iets is dat we de afgelopen zes maanden hebben geleerd, dan is het wel dat je altijd het onverwachte moet verwachten. We hebben geleerd dat we nooit diep genoeg kunnen graven. Er zijn de afgelopen jaren veel debatten geweest over actief versus passief investeren. Tot nu toe hebben we echter het beste jaar ooit gehad met onze actief beheerde strategieën. Vooral bij aandelen, maar ook bij vastrentende waarden. Voor mij heeft deze crisis ons dus niet geleerd om meer passief te beleggen, maar wel dat we de operationele risico's zo goed mogelijk moeten kennen voordat we ergens instappen.'

> **Duco Slob** heeft ruime ervaring in vermogensbeheer en selectie van externe managers voor multi-managementportefeuilles. Bij InsingerGilissen Bankiers is hij (mede)verantwoordelijk voor de duurzame portefeuilles. Binnen Quintet is hij verantwoordelijk voor het selecteren van externe (duurzame) managers, zowel aandelen als vastrentend. Dit omvat het sourcen van de managers, het uitvoeren van due diligence, het monitoren van de investeringen en het optimaliseren van de portefeuilles.





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

**Van Niel:** 'Daar sluit ik mij bij aan. Sommige metrics waar wij naar kijken, suggereren inderdaad een vriendelijkere beleggingsomgeving voor actieve managers. We hebben voor zover ik me kan herinneren ook het beste jaar voor wat betreft de selectie van managers in onze portefeuilles. Het is dus duidelijk dat er mooie kansen zijn.'

**Tuinstra:** 'Market cap weighted benchmarks kennen meerdere inefficiënties. Beursgenoteerde aandelen, de asset class die de meeste passieve strategieën kent, heeft bijvoorbeeld een grote exposure naar de technologiesector. Passief beleggen betekent een grote concentratie in de technologiegiganten Facebook, Amazone, Apple, Netflix en Google. Inspelen op inefficiënties zou waarde kunnen toevoegen. De kosten voor de uitvoering ervan moeten dan lager zijn dan het verbeterde risico-rendementsprofiel.'

**Slob:** 'Passief beleggen was gedurende de afgelopen tien jaar alles wat de klok sloeg. Waarom? Door de invloed van de centrale banken. Nu de centrale banken zonder munitie zitten, zie je de echte fundamentele bottom-up managers weer alpha creëren, terwijl deze actieve managers hun fees

ook nog eens danig naar beneden hebben geschroefd. Dus al met al wordt het meer en meer tijd om terug te keren naar de kant van de actieve managers. Daarbovenop speelt er nog iets. Door de opkomst van ESG-beleggen komen veel nieuwe strategieën op de markt. Er wordt gejaagd op de ESG-leiders. De betere ESG-data worden door de markt herkend en dat betekent dat ze tegen een hogere prijs zullen verhandelen. Passieve strategieën hebben daarbij nog het nakijken.'

### Wat zijn de belangrijkste lessen die u dit jaar heeft geleerd?

**Sennema:** 'In de eerste plaats is het belangrijk in nauw contact te blijven met de externe managers en ook goed te communiceren met je klanten. Diepgaand operationeel due diligence-onderzoek loont. Herbalanceren van de beleggingsportefeuille is maatwerk, zeker dit jaar vanwege de beperkte liquiditeit in de financiële markten. Nauwgezette afstemming met klanten is noodzakelijk.'

**Frijns:** 'Een belangrijke les die we hebben geleerd, is dat de ervaringen van de afgelopen maanden waarschijnlijk de discussie over mobiliteit hebben versneld, met alle implicaties van dien. Is thuiswerken goed te combineren met werken op kantoor? Moeten bedrijven nog grote kantoren aanhouden? Welke implicaties heeft dat voor investeringen en investeringsprocessen? Ik denk dat het debat hierover nog maar net is begonnen.'

**Moennasing:** 'De COVID-19-pandemie heeft laten zien hoe belangrijk het is dat je samenwerkt met asset managers die echt investeren in operationeel risicobeheer en digitalisering van hun processen. Je moet partners hebben die laten zien dat ze in staat zijn om hun werk voort te zetten alsof het business as usual is. Bewaking van de kwaliteit en de operationele processen is cruciaal. Wat COVID-19 ons ook

**Diepgaand operationeel due diligence-onderzoek loont.**



> **Jasmine Yu** is Head of Global Manager Research bij BNY Mellon Investor Solutions, waar zij verantwoordelijk is voor het onderzoek naar, de selectie van en het toezicht op vermogensbeheerders in de aandelen- en obligatiemarkten en alternatieve segmenten voor alle cliënten van Bank of New York Mellon. Voordat Yu in 2016 in dienst trad bij BNY Mellon, stond ze aan het hoofd van het senior portefeuillebeheerteam en was ze Head of Global Fixed Income Due Diligence bij Bank of America Merrill Lynch.



laat zien, is de snelheid waarmee processen gedigitaliseerd zijn in de beleggingsindustrie. We waren al bezig om de bedrijfsmodellen duurzamer te maken, maar dit jaar is alles versneld. En het blijkt dat het zeker mogelijk is om snel over te stappen naar klimaatvriendelijke businessmodellen en de focus op ESG een belangrijke plek te geven in organisaties.'

**Van Niel:** 'Dat het niet alleen nadelen heeft om elkaar niet persoonlijk te kunnen ontmoeten. Aangezien het zo gewoon en eenvoudig is geworden om elkaar online te treffen, is de drempel zoveel lager geworden om dit meer frequent te doen. Bovendien kun je, doordat je genoodzaakt bent om meer op je gehoor te vertrouwen tijdens zo'n overleg, voorkomen dat je wordt afgeleid door zaken die er wellicht minder toe doen.'

**Luning:** 'Praat niet over de 5 procent van de dingen die we

niet kunnen doen, maar over de 95 procent wat wel kan door vanuit huis te werken. Deze COVID 19-situatie heeft ons laten zien dat de wereld een stuk kleiner is dan we dachten. Kijk naar wat we allemaal kunnen doen en kunnen bereiken met alle technologie die we een jaar geleden in principe al tot onze beschikking hadden, maar die we nu in grotere mate gebruiken.' «

**De COVID-19-pandemie heeft laten zien hoe belangrijk het is dat je samenwerkt met asset managers die echt investeren in operationeel risicobeheer en digitalisering van hun processen.**

## CONCLUSIE

Gedurende het hele jaar is de selectie van externe fund managers doorgegaan, ondanks de beperkingen die werden opgelegd om de coronapandemie aan te pakken. De coronacrisis heeft een duidelijke impact op de dagelijkse activiteiten, maar daar laat men zich niet door uit het veld slaan. Selectieprofessionals hebben zich snel weten aan te passen. Duidelijk is dat deze tijd eerder de kracht blootlegt dan de zwakte in relaties, zo blijkt uit de Ronde Tafel-bijeenkomst. Samenwerking moet centraal staan bij de kwaliteitsbewaking. Op investeringsniveau is een dynamische aanpak van belang, een aanpak die niet gebaseerd is op een onderbuikgevoel, maar op een goede strategie, een goed proces en het liefst gebaseerd op een model. Daarnaast zijn goede back up-faciliteiten

van groot belang om op afstand te kunnen werken. Daar wordt ook op gemonitord. De COVID-19-pandemie gaat op het investeringsvlak gepaard met risico's, maar er liggen ook duidelijke kansen. Actieve fund managers lijken hun voordeel te doen met die kansen. Opvallend is dat de deelnemers aan de Ronde Tafel dat ook zien en erg te spreken zijn over de perspectieven voor actief beleggen. Bovendien wordt de integratie van ESG-doelen bij de selectie niet buiten beschouwing gelaten. Daarbij helpt het dat bedrijven die het goed doen op ESG-gebied, zich relatief goed staande hebben weten te houden tijdens de huidige pandemie. Maar het streven naar inclusiviteit, welzijn en veiligheid speelt tevens een belangrijke rol.



# WIE DE TOTALE IMPACT VAN ZIJN BELEGGINGSKEUZES BEGRIJPT, KAN EFFECTIEVER VERDUURZAMEN

Door Baart Koster

De klimaatgerelateerde ontwikkelingen gaan veel sneller dan we denken. Dat werd duidelijk tijdens de Live Uitzending van Financial Investigator over klimaatverandering, klimaatrisico en energietransitie. Diverse experts kwamen bijeen om kennis uit te wisselen over de risico's en de kansen van klimaatverandering en energietransitie.



Een belangrijke constatering: bij institutionele beleggers groeit het bewustzijn van de impact van hun beleggingskeuzes. En dat is nodig, want de ontwikkelingen gaan nóg sneller dan we al dachten. In het Planetarium Meeting Center te Amsterdam werd het ene universum tegen het andere aan gehouden. Zowel fixed income als aandelen kunnen een belangrijke rol spelen om de wereld te behoeden voor al te ingrijpende opwarming. Institutionele beleggers hebben veel geld, waarmee ze hierop evidente invloed kunnen uitoefenen. Het dagprogramma, gevuld met presentaties en een debat, begon met een gesprek met twee bestuursleden van pensioenfondsen. Van der Put besprak met hen de toestand in de wereld en gebruikte als metafoor drie golven die hard op de kust afrollen. De eerste is een forse met daarop de letters 'financiële crisis', de tweede is iets forser en daarop staat 'COVID-19' en de derde is enorm met daarop de letters 'klimaatcrisis'. Dat leidde tot een beschouwing van wat dit concreet vraagt van beleggers. Caspar Vlaar van Pensioenfonds KPN kon melden dat zijn pensioenfonds inmiddels concrete CO<sub>2</sub>-doelstellingen op papier heeft gezet en onder meer green bonds aan de portefeuille heeft toegevoegd. Ook Geert Jan Kremer van Pensioenfonds KAS Bank rapporteerde de keuze voor groene obligaties en zei de zakelijke waarden in een ESG-mandaat te hebben belegd.

### Vijftig tinten groen

Alle deelnemers waren het erover eens dat de klimaattransitie een versnelling nodig heeft. Volgens Vlaar ligt die niet in het uitsluiten van bepaalde 'worst in class'-bedrijven, maar moet je vooral heel nauwkeurig kijken waar je in je portefeuille een verschil kunt maken. Engagement is daarbij een cruciaal instrument. 'Je moet met bedrijven bekijken wat op lange

termijn gaat helpen om klimaatrisico's daadwerkelijk te mitigeren. Als belegger kun je dat onder meer in gesprekken en met je stemrecht beïnvloeden.' Inzoomend op ESG voegt Kremer toe dat je goed dient te analyseren of keuzes niet alleen voor de belegger, maar ook voor je persoonlijke investment beliefs iets toevoegen. Vervolgens moet je die keuzes ook kunnen kwantificeren en helder aan je deelnemers kunnen uitleggen.

Samantha Lamb, Head of ESG en Fixed Income bij Aberdeen Standard Investments, hield de eerste presentatie van de middag. Zij behandelde de vraag hoe je met obligatiestrategieën een positieve invloed kunt uitoefenen op klimaatverandering en transitierisico's kunt mitigeren. Dat is niet alleen een kwestie van het financieren van diepgroene economieën of van het op de uitsluitingslijst zetten van donkerbruine. Het ligt genuanceerder en Lamb gebruikt daarbij beeldspraak van econoom en bankier Mark Carney, die spreekt van de vijftig tinten groen die nodig zijn om het brede bedrijfsleven te ondersteunen en zo vergroening een extra duwtje in de rug te geven. Alleen dan maak je kans om de CO<sub>2</sub>-uitstoot naar nul te brengen en inzichtelijk te krijgen of we voor het halen van de Parijs-doelstellingen voldoende op schema liggen. Om werkelijk effectief te zijn, heb je een helder kader nodig voor het reduceren van je CO<sub>2</sub>-footprint. Dat kader dient tevens een klimaatscenario-analyse te omvatten en een inventarisatie van specifieke instrumenten om positieve klimaatimpact mee te genereren.

### Overheden voorop

Tevens adviseerde Lamb om nauwkeurig onderzoek te doen naar bedrijven en landen die de oorzaken van klimaat-

verandering aanpakken en daadwerkelijk oplossingen bieden, want dat is noodzakelijk voor de opbouw van een duurzame beleggingsportefeuille met een beter risico-rendementsprofiel. Vlaar werd getriggerd door de vijftig tinten groen-metafoor en wilde weten hoe Aberdeen Standard Investments daarmee omgaat. Lamb: 'Wij zien nu dat pensioenfondsen soms hele ambitieuze doelen bij asset managers neerleggen, wat mijn beleggingsuniversum nogal verkleint. Onder die uitdagende omstandigheid wordt het nog belangrijker om de dialoog aan te gaan met bedrijven waarin je belegt bent, om ze te helpen op duurzamer beleid te sturen. Daarbij is wel geduld vereist, want je kunt niet verwachten dat elk bedrijf de hoge duurzaamheidsdoelen al in een of twee jaar bereikt.'

Hilary Norris, Product Manager bij FTSE Russell, met als focus Sustainable Investment, nam vervolgens het woord over strategieën om de klimaattransitie te beïnvloeden. Met Beyond Ratings probeert Norris de fysieke klimaatrisico's in kaart te brengen en ontwikkelt ze transitierisicoanalysemethoden voor financiële portefeuilles. Daarbij gaat haar aandacht primair uit naar staatsobligaties. Terwijl nationale regeringen de beweging naar een maximale opwarming van 2 graden behoren te leiden, ziet Norris dat diezelfde overheden sterk zijn blootgesteld aan klimaatveranderingen en fysieke klimaatrisico's. Daarnaast kan de klimaattransitie niet alleen een potentieel verlies aan inkomsten veroorzaken, maar tevens een toename van overheidsuitgaven. Immers, om verdere investeringen in een CO<sub>2</sub>-arme economie te stimuleren, moeten overheden steeds meer lenen. Zodoende zien we een trend naar een hogere schuld/BBP-ratio. 'Dat', zegt Norris, 'is zorgwekkend, omdat we zien dat juist klimaatverandering kan bijdragen aan verdere spanningen in de overheidsfinanciën en de toekomstige financieringsbehoeften.'

### **Van marktkapitalisatie naar risico-gewogen**

Dat gegeven, in combinatie met de looptijden van staatsobligaties die niet zijn afgestemd op het effect van het klimaatrisico dat nu al voelbaar begint te worden, geeft

obligatiehouders een hoge risk exposure. Het zijn volgens Norris goede argumenten om klimaatrisico's in je beleggingsstrategie te overwegen. FTSE Russell heeft een methode ontwikkeld om de CO<sub>2</sub>-footprint van staatsobligaties te meten en zo de basis te leggen voor een portfolio bestaande uit staatsobligaties van landen die op koers liggen bij het sturen op de Parijs-doelen. Norris: 'Voor de bepaling van fysieke klimaatrisico's kijken we naar emissies van de publieke sector, daarnaast naar zogenaamde territoriale emissies, waarbij naar de totale uitstoot per land wordt gekeken, en tot slot naar geïmporteerde emissies in verband met uitwisseling van goederen en diensten tussen landen. Verder bestuderen we hoe veranderende neerslagpatronen invloed kunnen hebben op het toekomstige BBP en hoe perioden van droogte die kunnen beïnvloeden. Voor de transitierisicoanalyse zijn ook CO<sub>2</sub>-budgetten een indicatie voor de investeringen die landen moeten doen om binnen het 2 graden-scenario te blijven.' Norris wijst nog specifiek op het risico van stranded assets, waar landen mee te maken krijgen als ze met hun verduurzamingsmaatregelen koersen op dat scenario. Naar verwachting zal dan namelijk 80 procent van de fossiele brandstoffen in de grond blijven zitten.

Dat uitgebreide onderzoek, waarbij verschillende scenario's van opwarming zijn uitgewerkt, leidde uiteindelijk tot een zogeheten Climate World Government Bond Index. De winst zit hem erin dat waar de traditionele WGBI een naar marktkapitalisatie gewogen index is, de Climate WGBI een risico-gewogen index oplevert die afwijkt van de standaardweging en tilts aanbrengt naar staatsobligaties met een aantrekkelijker risico-rendementsprofiel. Het behoeft geen betoog dat dergelijke tilts in portefeuilles van institutionele beleggers ook een steun in de rug zijn voor reductie van de mondiale CO<sub>2</sub>-uitstoot. 'Wij zien deze klimaatgecorrigeerde staatsobligatie-indices dan ook als de belangrijkste en aantrekkelijkste optie voor beleggers die klimaatrisico's willen integreren in hun duurzame passieve beleggingsstrategieën', besluit Norris.

### **Het andere universum**

Na de pauze werd de insteek verlegd naar aandelen. Manuel Coeslier, Portfolio Manager en SRI Analist bij Mirova, startte zijn presentatie met een confronterende vaststelling: als we op dezelfde wijze blijven doorbeleggen, dan gaan we naar een opwarming van 4 graden en krijgen we te maken met de catastrofale gevolgen daarvan. Er zijn aandelenstrategieën nodig om de opwarming tot anderhalf à twee graden te beperken. Door de actuele indices simpelweg te repliceren, gaan we met desastreuze opwarmingsgevolgen te maken krijgen. Asset managers moeten daarom naar de totale emissie van bedrijven kijken, aldus Coeslier. Zowel naar de directe emissie als gevolg van bedrijfsactiviteiten, als naar de elektriciteit die gebruikt wordt voor de bedrijfsprocessen als ook naar de indirecte emissies die samenhangen met de rol van een onderneming in haar bedrijfsketen. Het gaat bovendien



niet slechts om kosten en de CO<sub>2</sub>-footprint, ofwel om de negatieve impact. Asset managers moeten ook alert zijn op de kansen die liggen in wat bedrijven te bieden hebben op het gebied van de energietransitie.

Bovendien zijn vermeden emissies, als onderdeel van de positieve impact van ondernemingen, essentieel. Door slechts te sturen op het verlagen van negatieve impact verminderen beleggers weliswaar de risico's in hun portefeuille, maar door niet gealloceerd te zijn naar vermeden emissies laten ze ook belangrijke kansen liggen. En dat is een risico op zich, zegt Coeslier. De Europese regelgever komt nu gelukkig met benchmarks tegemoet aan de bestaande behoefte aan transparantie. Investeerders zullen conform die benchmarks niet alleen hun allocatie naar fossiele sectoren moeten afbouwen, maar zullen bovendien moeten herinvesteren in aanbieders van werkelijke oplossingen voor klimaatverandering.

### Van koolstof naar groene waterstof

Mark Lewis, Chief Sustainability Strategist bij BNP Paribas Asset Management, besprak de impact van de energietransitie voor investeerders. Voor het identificeren van sommige cruciale ontwikkelingen heb je geen glazen bol nodig. De substantiële reductie van de CO<sub>2</sub>-uitstoot is daar een voorbeeld van. De EU wil naar netto nul uitstoot in 2050 toe en al ver voor die deadline gaan we dat merken, zegt Lewis. Bijvoorbeeld in de beprijzing van CO<sub>2</sub>, die door bijvoorbeeld de conventionele transportbedrijven al vóór 2030 gevoeld zal worden. Lewis benadrukt dat verduurzaming van gebruikte energie niet alleen wenselijk is, maar dat de fossiele brandstoffen door de snelle energietransitie ook economisch de concurrentiestrijd roemloos zullen verliezen. Hernieuwbare energie is bovendien intrinsiek deflatoir, stelt hij, omdat het een economy of scale is. Hoe meer ervan wordt uitgerold, hoe goedkoper de opgewekte energie. Doordat de kostprijs van duurzame energie daalt en die van fossiele brandstoffen snel stijgt, zal het prijsverschil daartussen navenant groeien. Bovendien hebben beleggingsportefeuilles exposure naar het almaar stijgende risico van stranded assets. Lewis vraagt zich af of conventionele energiemaatschappijen, maar ook investeerders, de onvermijdelijkheid én het tempo van deze ontwikkelingen wel inzien.

De toekomst van het wegvervoer lijkt aan waterstof te zijn. De EU wil inzetten op een groeiend gebruik van deze groene energiebron om haar ambitieuze duurzame doelstellingen voor 2050 überhaupt haalbaar te maken. De komende decennia zullen zodoende in het teken komen te staan van een rigoureuze reductie van de CO<sub>2</sub>-uitstoot. Daaruit volgt voor beleggers de interessante vraag: welke bedrijven worden bij die ontwikkeling de winnaars en welke de verliezers? Lewis wijst als winnaars onder meer producenten van zonnepanelen en windturbines aan, aangezien de vraag naar deze bronnen van hernieuwbare energie sterk zal blijven groeien. Ook bedrijven voor energieopslag verdienen een plekje in de

winnende beleggingsportefeuille, alsmede automotive-bedrijven die snel kunnen overstappen op de productie van elektrische voertuigen. De verliezers zullen over het algemeen bedrijven zijn die voor hun productie en operationele processen traditionele brandstof blijven gebruiken. Hij noemde als specifiek voorbeeld tot slot nog chemische producenten die laks zijn met de overstap naar groene waterstof en automotive bedrijven die vastzitten in de productie van voertuigen op gas en diesel.

### ESG rendeert

Van der Put rondde het inhoudelijke programma af met een gesprek met Marcel Jeucken, oprichter en Managing Director van SustFin. Jeucken onderschrijft de treffende beeldspraak van de dagvoorzitter. Ook hij ziet dat flinke golven over onze kusten dreigen te slaan en dat daarvan het klimaatrisico het grootste en meest veelomvattende risico vormt. Om een forse klimaatcrisis te voorkomen, dienen we portfolio's in lijn te brengen met de duurzaamheidsdoelstellingen van de EU en de VN en deze veerkrachtig te maken voor externe schokken. Het is simpelweg een plicht voor de financiële sector om zo deel van de oplossing te worden. De sector was immers ook deel van het probleem, vindt Jeucken. 'Daarbij leidt corona tot een versnelling van de vergroening als overheden aan hun steunpakketten duurzame voorwaarden verbinden en die zo als hefboom voor vergroening gebruiken.' Verder doen bedrijfsleven en investeerders er verstandig aan om niet langer in de achteruitkijkspiegel te kijken, maar door de voorruit. Er staan grote transitie voor de deur. Goede voorbereiding daarop, zegt Jeucken, rendeert namelijk. De gedachte dat verantwoord beleggen vooral geld kost, is echt achterhaald.

Jeucken benadrukt verder dat het zowel hoopgevend als cruciaal is dat we naar een kantelpunt van inzicht gaan. 'Investeerders zien steeds meer in dat elke belegging feitelijke impact heeft in de wereld. Houd je daar dus mee bezig en minimaliseer de negatieve impact in je portefeuille.'



Daarnaast zijn SDGs volgens hem een wenkend perspectief voor positieve impact. 'Een portefeuille kan positieve en negatieve impact hebben. Zodra we dat goed begrijpen, kunnen we daar ook op sturen.' En pas dán doet onze beleggingsportefeuille iets voor de wereld. Als Van der Put aan Jeucken vraagt wat er tijdens het seminar voor hem vooral naar voren is gekomen, antwoordt hij: 'Ik hoorde zeggen dat we ondernemers tijd moeten geven om zich aan te passen, maar dat lijkt mij een luxe die we ons niet kunnen permitteren. Om die tik in je portefeuille voor te zijn, moet het echt sneller. We hebben niet eens meer tien jaar om forse stappen naar verduurzaming te zetten.'

### **Benchmark Duurzaam Beleggen**

De middag werd feestelijk uitgeluid door Angélique Laskewitz, Algemeen Directeur van de VBDO (Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling). Zij presenteerde de resultaten van de VBDO Benchmark Duurzaam Beleggen door Pensioenfondsen 2020. Jaarlijks onderzoekt de VBDO de prestaties van het verantwoord beleggingsbeleid van Nederlandse pensioenfondsen, met steun van de FNV. De benchmark beoordeelt de 50 grootste pensioenfondsen van Nederland, samen goed voor 92% van het beheerd vermogen, met een totale waarde van meer dan €1.435 miljard. Uit het uitvoerig onderzoek komen ook de prestaties van de sector als geheel naar voren. Hieruit blijkt onder andere dat er op het gebied van beleid al flinke stappen zijn gemaakt de afgelopen jaren, maar dat er nog te winnen valt in de vertaling naar de praktijk.

### **Race naar de top**

ABP bleek voor het derde jaar op rij het duurzaamste Nederlandse pensioenfonds. Geraldine Leegwater, bestuurslid bij ABP, vertelt dat ABP zich in het duurzaam en verantwoord beleggingsbeleid richt op belangrijke actuele transitie: klimaatbeleid, grondstoffschaarste en digitalisering. Leegwater: 'In samenwerking met wetenschap, overheid en andere pensioenfondsen en geïnspireerd door de VBDO

**Een portefeuille kan positieve en negatieve impact hebben. Zodra we dat goed begrijpen, kunnen we daar ook op sturen.**

Benchmark zijn we hard bezig onze bijdrage te leveren aan een duurzame samenleving.' De nummer één wordt op de voet gevolgd door BPF Bouw en PME. Opvallende stijgers waren er ook. De grootste stap omhoog maakte het Pensioenfonds Huisartsen, dat plek 46 op de duurzaamheidsranglijst verruilde voor plek 22.

Voor de totstandkoming van de benchmark kreeg elk fonds een gedetailleerde lijst met in totaal 50 vragen verdeeld over 4 categorieën: bestuur, beleid, implementatie en verantwoording. Over de afgelopen jaren is er over het algemeen een langzame maar zekere stijging zichtbaar in de gemiddelde totaalscore van de benchmark, maar dit jaar is die gedaald van 2,7 in 2019 naar 2,1 dit jaar. Dit komt met name doordat de vragen dit jaar grondig zijn herzien en daarmee de lat een stuk hoger is gelegd voor de fondsen. Hoewel gevierd kan worden dat qua duurzaam en verantwoord beleggen al veel goed gaat, blijft er ook duidelijk ruimte voor verdere verbetering. Een belangrijke bevinding was volgens Laskewitz dat, hoewel 55% van de pensioenfondsbesturen werkt aan hun kennis van duurzaam beleggen, ze dit vaak nog onvoldoende kunnen aantonen. Een positieve ontwikkeling die Laskewitz voor het tweede achtereenvolgende jaar signaleert, is dat een toenemend aantal pensioenfondsen langetermijndoelen stelt. Een fractie, 2% van de fondsen, stelt niet alleen deze meetbare doelstellingen voor de samenstelling van de beleggingsportefeuille, maar neemt daarin tevens de werkelijke impact mee op mens en milieu. Een zeer goede ontwikkeling, die echter nog sterk aan omvang kan en moet winnen.

Hetzelfde geldt voor het klimaatbeleid. De meerderheid van de fondsen heeft zo'n beleid, maar slechts een aantal onder hen beschrijft de mitigatie- en adaptatiemaatregelen. Daarnaast signaleert Laskewitz een toename in het meten van het effect van opwarmingsscenario's in de beleggingsportefeuille. Ook ziet zij dat 90% van de fondsen aantoont dat ze engagement voeren en daarbinnen stemmen voor doelstellingen die bedrijven binden aan het Parijs Akkoord. Dat benchmarks een belangrijk middel zijn om de transitie naar een duurzamere wereld rugwind te geven, lijdt geen twijfel volgens Laskewitz. Want benchmarks, zegt ze, zijn een effectief instrument voor het stimuleren van duurzaamheidsverbeteringen doordat je de concurrentiekracht van de markt benut. Je creëert zo een race naar de top door vergelijkend inzicht te bieden en koplopers te identificeren. 'Ik verwacht ook dat ze daardoor sectorbreed steeds meer goede praktijken gaan delen met elkaar. Want in die beweging van theorie naar praktijk moeten we echt nog forse stappen zetten.' «







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

# COLUMN

## Investerings woningmarkt ter discussie door stapeling maatregelen

**Investerings in de woningmarkt komen ter discussie te staan door de stapeling van maatregelen en regulering die volkomen averechts uitpakt. Dit raakt professionele langetermijninvesteerdere veel te hard in hun huidige én toekomstige exploitatiemogelijkheden.**

Dit was de teneur van een persbericht dat we recent uitbrachten. Het is onbegrijpelijk en zeer teleurstellend dat de politiek meent dat regulering bijdraagt aan méér nieuwe middenhuurwoningen. IVBN-leden realiseren gemiddeld 9.000 nieuwe huurwoningen en willen graag veel meer middenhuurwoningen bouwen, maar de politiek blijft ervoor kiezen dat te ontmoedigen. Veel langetermijninvesteerdere zullen hun investeringen uitstellen of zelfs afstellen in dit uitermate grillige en door een aantal politieke partijen in de hand gewerkte vijandige investeringsklimaat. De stapeling van maatregelen en regels werkt volkomen averechts. Het doen van constructieve voorstellen, zoals we de afgelopen jaren hebben gedaan, juist bedoeld voor extra investeringen in nieuwbouw en bestaande huurwoningen, helpt langetermijninvesteerdere blijkbaar niet in dit politieke klimaat.

In een poging een noodknop op basis van de WOZ te voorkomen, deed de IVBN vorig jaar het constructieve voorstel de huurverhoging in de vrije sector voor zittende huurders te beperken tot inflatie plus 1,5%. De minister stelde in mei van dit jaar voor dat voor drie jaar te gaan doen met inflatie plus 2,5%, omdat datzelfde percentage in de gereguleerde sector gebruikelijk is. De minister kiest nu echter onder druk van de oppositie voor inflatie plus slechts 1% voor zowel de vrije als de gereguleerde sector. Zo'n verlaging in beide sectoren maakt investeren in die bestaande huurwoningen heel erg moeilijk. De vrije sector is sterk gekoppeld aan de koopmarkt, waar alleen al dit jaar meer dan 8% prijsstijging is geweest.

Ook de verhoging van de overdrachtsbelasting van 2 naar 8% heeft grote negatieve effecten op investeringen door langetermijnbeleggers. Het rondrekenen van middenhuurprojecten wordt nóg veel moeilijker door de daling van de exitwaarde van die projecten én de algemene waardedaling

van woningportefeuilles. Ook transformaties van kantoren en winkelruimte naar woningen wordt moeilijker, evenals het aankopen, renoveren en verduurzamen van complexen met verouderde huurwoningen. En dat terwijl er enorme behoefte is aan nieuwe of gerenoveerde en kwalitatief goede woningen.

Minister Kajsa Ollongren kondigde tevens aan vast te houden aan de beperking van de WOZ-factor in het WWS voor uitsluitend de te liberaliseren huurwoningen in zeer gespannen woningmarkten als Amsterdam, Utrecht, Den Haag en Rotterdam. Door de ingreep in het WWS moeten verhuurders vrezen voor forse directe huurverlagingen, indirecte huurverlagingen (na mutatie van de huurder) en ook voor het terugvallen van reeds geliberaliseerde huurwoningen tot onder de liberalisatiegrens, waardoor de verhuurderheffing verschuldigd wordt. Invoering van deze WOZ-cap in het WWS zal juist leiden tot minder betaalbare huurwoningen. Huurwoningen die fors geraakt gaan worden, zullen immers worden verkocht in plaats van dat ze verder worden geëxploiteerd.

Lokaal hebben professionele woningbeleggers ook te maken met diverse vormen van regulering, via huisvestings- en grondverordeningen en/of een verhuurvergunning, waarin allerlei lokale politieke wensen zijn of worden opgenomen (puur inflatievolgend huurbeleid voor de nieuwbouw, koppeling van oppervlaktes aan bepaalde maximale huurprijzen, voorrang voor doelgroepen en doorstromers en recent zelfs verlaging van de inkomensnormen).

Een voorbeeld van het negatieve politieke sentiment is de landelijke politieke discussie om vanwege de coronacrisis de jaarlijkse huurverhoging niet door te laten gaan, terwijl de IVBN en andere verhuurdersorganisaties juist maatwerk leveren om getroffen huurders door die crisis heen te helpen.«

# RENDEMENT MET EEN VROUW AAN HET ROER

Door Han Dieperink

**Er zijn maar weinig bedrijven met vrouwen aan de top, terwijl die wel een beter rendement behalen. Via private equity kan in deze bedrijven worden belegd.**

Duurzaam denken en doen is gebaseerd op het besef van de eindigheid van de aardse hulpbronnen. Er is geen tweede aarde. Door de coronacrisis zijn we ons bovendien bewust geworden van onze eigen eindigheid. Daarnaast willen we de schonere lucht en de positieve milieueffecten als gevolg van de coronamaatregelen graag behouden. Klimaatverandering en de energietransitie krijgen door de coronacrisis terecht veel aandacht. Maar door de economische gevolgen van de coronacrisis is er ook meer aandacht voor de sociale component van duurzaamheid. In dat kader is het nog altijd vreemd dat we 50 procent van de menselijke capaciteit onvoldoende benutten. Vrouwelijk talent wordt volstrekt onvoldoende benut. Wat als we 100% van de aanwezige talenten zouden kunnen gebruiken? Dat zou een positief effect hebben op de economische groei, op de maatschappij en op het beleggingsrendement.

## TALENTEN WORDEN ONDERBENUT

Uit een onderzoek van Credit Suisse blijkt dat het beter is om te beleggen in bedrijven met vrouwen in het bestuur dan in bedrijven met een bestuur dat alleen uit mannen bestaat. Bedrijven met vrouwen behalen een hoger rendement op het eigen vermogen, hebben lagere schulden, groeien harder en beschikken over een hogere waardering. Volgens een onderzoek van Illuminate Ventures uit 2014 ligt de gemiddelde omzet van jonge bedrijven met een vrouw aan het roer 12% hoger. Uit een onderzoek van de Universiteit van British Columbia blijkt dat van alle fusies en overnames de combinaties met vrouwen in de top beter slaagden dan de uitsluitend mannelijke tegenhangers. Niet dat al die bedrijven bewust gekozen hebben voor vrouwen in de top. Meestal is het een gevolg van een goed HR-beleid dat actief op zoek gaat naar talenten binnen en buiten het bedrijf. Dan is het natuurlijk niet zo vreemd dat die talenten gelijk zijn verdeeld over mannen en vrouwen. Toch

worden de talenten van vrouwen onvoldoende benut. Dat is natuurlijk zonde.

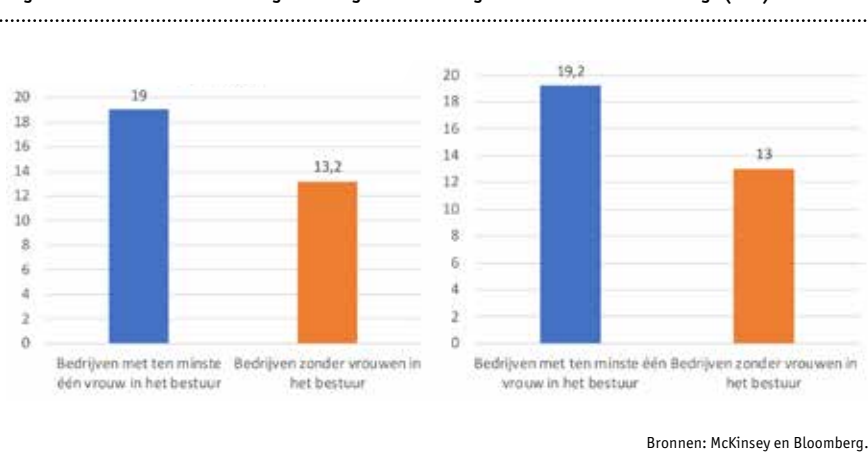
Een paardenmiddel is om bedrijven te dwingen meer vrouwen in het bestuur op te nemen. Noorwegen introduceerde als eerste land ter wereld een vrouwenquotum voor directies: beursgenoteerde bedrijven moeten ten minste 40 procent van hun bestuurszetels voor vrouwen reserveren. Het quotum heeft een stevige stok achter de deur. Bedrijven die niet voldoen, worden opgeheven. In Nederland moet 30 procent van het bestuur uit vrouwen bestaan, maar is de sanctie een stuk milder. Elke benoeming van een man onder die 30% kan worden teruggedraaid. Nadeel van een verplicht aantal vrouwen is dat die vrouwen al snel het etiket opgeplakt krijgen dat ze daar alleen maar zitten omdat ze vrouw zijn. Ondanks deze maatregelen blijken maar weinig van die vrouwen algemeen directeur of financieel directeur te worden. Ook blijven de beursrendementen van bedrijven met vrouwenquota achter. Maar dat gaat de komende jaren veranderen.

## MONOCULTUREN ZIJN ALTIJD KWETSBAAR

Het is goed om nog eens te kijken naar bedrijven die zonder een verplicht quotum toch veel vrouwen in het bestuur hebben. De verklaring is vrijwel altijd een uitstekend HR-beleid, een beleid dat bewust streeft naar diversiteit. De vergelijking met een natuurlijk ecosysteem doemt op. Een monocultuur is gevoelig voor ziektes en plagen en inherent kwetsbaar. Diversiteit zorgt voor veerkracht en een optimaal aanpassingsvermogen. Te veel managers

Figuur 1: Gemiddeld rendement eigen vermogen

Figuur 2: Gemiddelde winstmarge (Ebit)



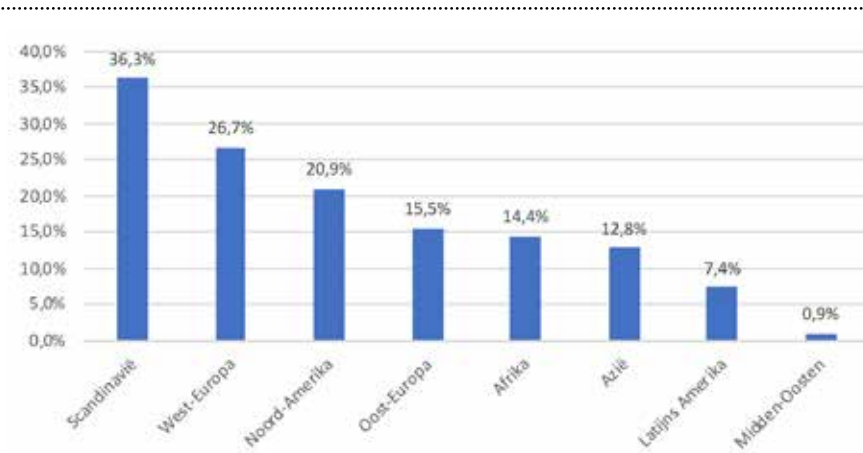
zoeken naar kopieën van zichzelf. Het is aan de HR adviseurs om daartegen in te gaan. Het is geen toeval dat ook de loonkloof is terug te voeren op een falend HR-beleid. Het signaal van een goed HR-beleid is dat er relatief veel vrouwen in het bestuur zitten en daarvan is aangetoond dat die bedrijven een beter rendement realiseren.

Ook in de beleggingswereld is de diversiteit nog volstrekt onvoldoende. Juist in een omgeving met veel complexiteit is er behoefte aan een multidisciplinair team. De laatste decennia zijn psychologie, sociologie en economie gecombineerd tot het vakgebied van de behavioural finance. Recent kwam professor Robert Shiller met het boek 'Narrative Economics', waarin hij ook kijkt naar de vakgebieden van de journalistiek, marketing en reclame. Dat zijn vakgebieden waarin veel vrouwen actief zijn, vrouwen die alleen al om die reden een waardevolle aanvulling zijn op het gemiddelde beleggingsteam. Beleggen gaat over de toekomst, dus dat betekent dat er meestal buiten de gebaande paden moet worden gedacht. Het team moet zich aanpassen. Dat vereist creativiteit en innovatie. Streef daarom naar optimale diversiteit.

### GOED VOOR DE BELEGGINGSPORTEFEUILLE

Diversiteit zorgt ook voor een betere spreiding in een beleggingsportefeuille. Toch zijn er helaas nog maar weinig bedrijven met een vrouwelijke CEO. Er zijn wel private equity funds die doelbewust investeren in vrouwelijke ondernemers. Naast het hogere rendement hebben beleggers daarmee ook een positieve sociale impact. Een mooi voorbeeld is het Borski Fund, een innovatief venture capital fund dat een voorbeeld neemt aan Johanna Borski. Borski was een vrouwelijke investeerder en rolmodel voor veel vrouwelijke ondernemers. Ze verdiende een fortuin door vroeg te investeren in aandelen van De Nederlandsche Bank in 1814. Uiteraard staan bij het Borski Fund vrouwen aan het roer, met een uitgebreide en brede ervaring op het gebied van venture capital. Ze investeren alleen in start-ups die de eerste stappen hebben

Figuur 3: Regionale vergelijking vrouwen in het bestuur



Bron: Corporate Women Director International 2018.

gezet en ook omzet genereren, maar nog wel wat extra hulp kunnen gebruiken. Het Borski Fund investeert in bedrijven met divers samengestelde teams. Diversiteit, gendergelijkheid, superieure innovatie en technologie staan centraal. Gelukkig is er een groeiende groep ambitieuze vrouwelijke ondernemers. Talent dat benut kan worden, waardoor ook de innovatie vanuit vrouwelijke ondernemers wordt gestimuleerd. De meest recente investering van het Borski Fund is in IME Medical Electrospinning, een Nederlands medisch deep-techbedrijf met een management dat bestaat uit twee vrouwen en twee mannen.

### ER VALT NIET AAN TE ONTKOMEN

Van duurzaam beleggen bestond lang het beeld dat dit ten koste zou gaan van het rendement. Maar mede dankzij het marketingsucces van de SDGs van de Verenigde Naties gaat duurzaamheid mainstream. Duurzame beleggers van het eerste uur profiteren in de vorm van een hoger rendement. De komende jaren zullen sociale criteria een grotere rol gaan spelen. Dat betekent waarschijnlijk dat er wet- en regelgeving komt die ervoor zal zorgen dat ook de sociale ontwikkelingsdoelen worden gehaald. Binnenkort gaat de belasting op CO<sub>2</sub> omhoog, maar wellicht wordt daarna een belasting ingevoerd op bedrijven die uitsluitend mannen in de directie hebben. Ook kan het gebeuren dat bedrijven met uitsluitend mannen in het bestuur niet meer opgenomen worden in indices. Volgend jaar krijgt iedere Europese

belegger te maken met door de overheid opgelegde duurzaamheidseisen. Ook daardoor gaan steeds meer beleggers actief kijken naar bedrijven die voldoen aan duurzaamheidsvoorwaarden, waaronder sociale criteria. De toenemende vraag zal leiden tot een hogere waardering en daarmee tot een hoger rendement. «

- Duurzaam beleggen krijgt meer aandacht voor sociale criteria.
- Bedrijven met vrouwen in het bestuur behalen meer rendement.
- De sleutel ligt niet in een quotum, maar in een goed HR-beleid.
- Divers samengestelde beleggingsteams zijn beter voorbereid op de toekomst.
- Bedrijven met vrouwen aan het roer zorgen voor diversificatie in de portefeuille.
- Private equity funds met een focus op vrouwen bieden een oplossing.

Dit artikel werd geschreven door Han Dieperink, Chief Commercial Officer bij Auréus.

# CRITICAL MONTHS AHEAD FOR MSMEs

By Jurgen Vermeulen en Taco Lens

**COVID-19 has hit small firms in developing countries hard. Most must find ways to return to profitability in the coming months as revenue losses due to lockdowns have drained reserves.**

## THE IMPORTANCE OF MSMEs

Micro, Small and Medium sized Enterprises (MSMEs) matter greatly across the world, but particularly so in developing countries. The World Bank estimates they provide employment for seven out of ten workers in developing countries. They also contribute large shares of total economic activity in those countries (<50%). They have however structurally faced difficulties obtaining access to finance. Development finance institutions (DFIs), like the Dutch development bank (FMO), have therefore traditionally targeted financial support towards MSMEs.

MSMEs in developing countries have taken a beating due to COVID-19. Unlike in much of the developed world, there is limited effective support there from governments for these companies. To better understand how MSMEs are adjusting to COVID-19 and what support would be appropriate in a next round of support, we launched a rapid impact assessment among MSMEs in six countries: Georgia, Jordan, Kenya, Tanzania, Zambia and Ghana. Conversations with about 900 MSME business owners and sector experts were held to gather on-the-ground insights.

## WHAT IS THE PROBLEM?

The problem became acutely clear: MSMEs are in financial distress. Some 50-75% of MSMEs found it (very) challenging to meet operating expenses (including wages for their workers) and loan commitments in the first half of 2020 across the six countries. Government response measures

(including lockdowns) induced by COVID-19 are largely to blame for this. They created two problems:

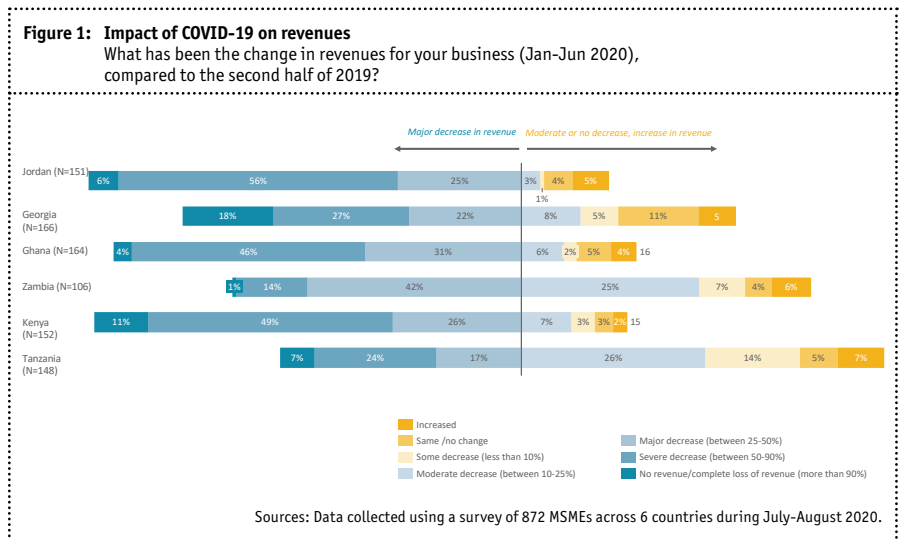
- Drastically reducing demand for the goods and services sold by MSMEs.
- Causing difficulties to operate their businesses.

The first element has been the major cause of the problem. Some 81-87% of MSMEs have witnessed major decline in sales (>25% in HY1 2020 compared to HY1 of 2019) in Jordan, Georgia, Ghana and Kenya. The impact was relatively lower in Tanzania and Zambia due to lighter restrictions (see Figure 1). The World Bank found in their global Enterprise Surveys that MSMEs were indeed hit harder by the drop in demand than large firms: they faced a 10-percentage point greater fall in sales than larger firms. Tourism,

transport, construction and select manufacturing sectors faced the biggest drop.

Lockdowns also caused a disruption of operations for businesses, notably the inability to operate during lockdowns and the inability to procure the needed inputs for production. Across countries, approximately 50% of MSMEs faced these operational struggles.

To some extent, it is 'normal' to see a share of MSMEs struggling. But only half of the interviewed MSMEs mentioned they had significant business challenges pre-COVID-19, particularly in relation to obtaining affordable access to finance and procuring intermediate inputs. Currently, 50-75% of MSMEs are in financial distress. The two problems drivers (a significant



drop in demand and an inability to operate) have thus exacerbated their struggles.

### WHAT HAVE THEY TRIED TO DO THUS FAR?

Faced with their financial distress, MSMEs look for ways to improve their situation by:

- Trying to increase sales (to increase revenues).
- Adjusting operations (to lower costs).
- Refinancing their businesses.

Some 10-25% of MSMEs across the six countries acted on all three fronts, but the majority was less rigorous. Half of the MSMEs in Georgia, for example, did not take any action. Most only took workforce related action to lower costs by temporarily laying off staff or reducing their working hours.

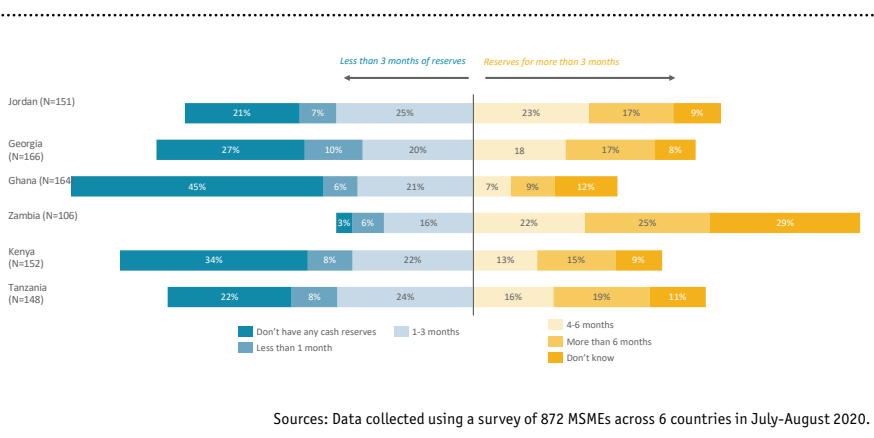
More rigorous operational adjustments were not taken yet. Many MSMEs simply cannot adopt remote working easily: only up to 20% of MSMEs across the six countries reported to work remotely. Less than 10% invested in digitization or other long-term improvements.

The World Bank finds that this is common for MSMEs historically: most stay the same in size and business orientation. Indeed, the fraction of MSMEs that actively tried to recover sales (about 1 in 5) mostly focused on reaching new customers or reducing prices of existing products. Only MSMEs in the manufacturing sector tried to develop new products more actively, for example by capitalizing on the surge in demand for hygiene products.

### WHAT IS THE OUTLOOK?

Since the main driver for the dire situation of MSMEs in emerging economies is the strong drop in demand due to social distancing measures, many MSMEs perhaps regard rigorous adjustments as unnecessary. They may assume that when measures relax, demand for their products could return quickly. That would also explain why less than 10% of MSMEs permanently laid off workers in order to allow them to scale up services fast as soon as demand returns.

**Figure 2: Durability of cash reserves**  
How long can your cash reserves sustain your business if the current situation continues?



In line with this view, most MSMEs express a desire for short-term financial support, such as working capital loans to tie over the crisis, and express fairly limited interest in non-financial support, such as support from consultants (on average 1 in 3 MSMEs did). If they did, they hope that third parties can help them expand their customer base to recover their income with their existing business models.

The main question is whether and when demand will return to pre-COVID-19 levels. In July and August, approximately half of the interviewed MSMEs either believed that demand recovery would take more than a year, or they were completely uncertain about recovery. Because even though most measures may be lifted currently in emerging markets, demand will not fully recover swiftly if the rest of the world is still faced with government measures. This is confirmed by recently adjusted economic outlooks. Yet, MSMEs do not have the reserves to wait for a year or longer for demand to recover. Half of them have 3 months of reserves or less and two-thirds for 6 months or less (see Figure 2).

### CONCLUSION

The coming months will therefore be critical for MSMEs in emerging markets. Without adjustments, demand will have to return fast for them to recover. Yet, COVID-19 still has the world in its grip and will likely do so for the foreseeable future, leaving demand depressed.

Thus, significant financial support would be needed for MSMEs to help them bridge the gap. However, many governments do not have the ability to do so and MSMEs have been facing challenges with access to finance for decades. Now more than ever, (international) financial institutions should continue their efforts to improve access to finance.

To keep their fate in their own hands, MSMEs should in the coming time be proactive and significantly change their operations (for example increase operational efficiency) to survive in a lower demand environment or adjust the business model to find new revenue sources. «

- COVID-19 hits small firms in developing countries hard.
- How and if they recover, depends to a large extent on themselves.
- Supply of substantial financial support can be a defining factor.

This article was written by Jurgen Vermeulen, Evaluation Officer, FMO, and Taco Lens, Senior Strategy Advisor, FMO.

# Zijn disruptors de volgende generatie defensieve aandelen?

DOOR MARTYN HOLE, EQUITY INVESTMENT DIRECTOR, CAPITAL GROUP

Tot nog toe hebben beleggingen in defensieve aandelen en sectoren, ondanks economische turbulentie, altijd hun waarde weten te behouden. Dit jaar hebben deze beleggingen het echter zwaar gehad, waardoor waarde- en dividendaandelen niet langer als veilige haven kunnen worden gezien. Tegelijkertijd zien we snelgroeiende bedrijven met defensieve kwaliteiten opkomen nu beleggers zich richten op de digitale economie en seculiere groeikansen in de uitdagende omstandigheden die zijn ontstaan als gevolg van COVID-19.

Deze verandering in het beleggingsklimaat heeft een nieuw debat op gang gebracht over de vraag wat een defensief aandeel kenmerkt. In dit artikel schetsen we de problematiek van traditioneel defensieve sectoren zoals consumptiegoederen en nutsvoorzieningen en belichten we de veerkrachtige beleggingsthema's die opkomen in tijden van digitale disruptie.

## Wat zijn defensieve aandelen?

Terugkijkend op eerdere marktdalingen hebben sommige sectoren, zoals nutsbedrijven en consumentengoederen, het over het algemeen beter gedaan dan de markt. Toch is het zoeken naar defensieve karakteristieken door

simpelweg in dergelijke sectoren te beleggen waarschijnlijk niet zo'n verstandige strategie. Ten eerste is elke marktdaling anders en als gevolg daarvan zullen bepaalde sectoren meer dan andere worden beïnvloed door de specifieke omstandigheden. Zo werden technologieaandelen bijvoorbeeld hard getroffen tijdens de dotcombubbel, maar bleken ze eerder dit jaar het meest veerkrachtig in de door COVID-19 getriggerde marktdaling. Ten tweede kan volatiliteit op sectorniveau aanzienlijke rendementsverschillen genereren binnen een bepaalde sector op industrie- of zelfs bedrijfsniveau. Een dergelijke spreiding benadrukt het belang van research om zo nauwkeuriger

beleggingsmogelijkheden te kunnen identificeren.

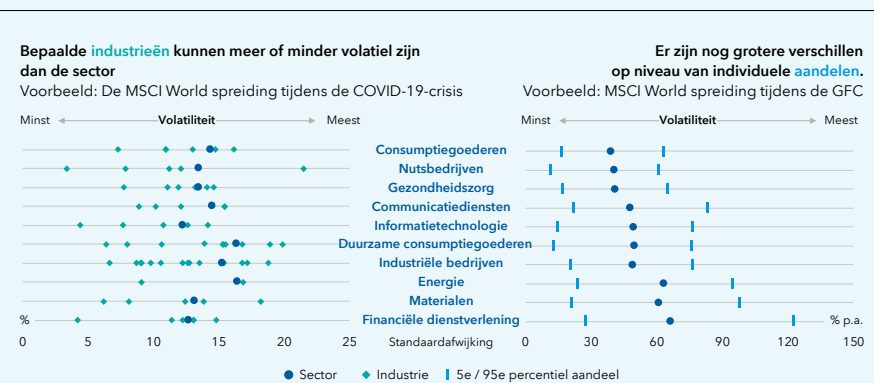
Waar moeten we op letten bij het identificeren van een defensieve belegging nu de traditionele aanpak van defensief beleggen minder effectief blijkt te zijn? Defensieve kenmerken kunnen zijn: minder economische gevoeligheid, aanhoudende vraag, stabiele en voorspelbare inkomsten en prijskracht. Daarnaast kan het nodig zijn om op een andere manier naar waarderingen te kijken.

De snelle technologische disruptie heeft een klimaat gecreëerd waarin bepaalde soorten bedrijven niet alleen voor een



MARTYN HOLE

**Figuur 1: Beleggen in traditioneel defensieve sectoren kan belangrijke onderliggende rendementsverschillen genereren, met name bij een dalende markt.**



De MSCI World Index (met herbelegde nettodividenden) in US\$, gedurende de COVID-19-crisis, in de periode van 19 februari 2020 tot 23 maart 2020. De grafiek toont de standaardafwijking van het totale rendement van de aandelen binnen elke sector en binnen elke bedrijfstak over die periode. Getoond wordt ook de invloed van de Global Financial Crisis (GFC) op de MSCI World Index (met herbelegde nettodividenden) in US\$ van 6 november 2007 tot 9 maart 2009. De grafiek laat de gemiddelde standaardafwijking op jaarbasis van de dagelijkse rendementen van aandelen binnen elke sector zien, evenals de 5e en 95e percentielen, over die tijdsperiode. Bronnen: MSCI, en FactSet. Resultaten uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst. Alleen ter illustratie. Beleggers kunnen niet rechtstreeks in een index beleggen.

aantrekkelijke groei hebben gezorgd, maar tegelijkertijd de hierboven genoemde eigenschappen hebben laten zien.

Waar kunnen beleggers dan nieuwe defensieve beleggingen vinden? Wij hebben twee algemene thema's vastgesteld die een nieuw soort defensieve bedrijven genereren:

- Nieuwe technologie, die seculiere groei stimuleert.
- Nieuwe bedrijfsmodellen, die een lagere cyclische winst bevorderen.

### De nieuwe defensieve aanpak: de volgende generatie nutsbedrijven

Als het vertrouwen op bepaalde sectoren vanwege hun defensieve eigenschappen niet ideaal blijkt te zijn, welke thema's kunnen dan wel voor defensieve beleggers van belang zijn? Een mogelijkheid is nieuwe technologie, met het potentieel om grote markten te betreden en seculiere groei te stimuleren.

Opkomende thema's binnen nieuwe technologie zijn onder meer de mogelijke volgende generatie van nutsbedrijven: digitale media- en entertainment-bedrijven die door de nieuwere generaties steeds meer als een essentiële dienst worden gebruikt. Millennials bekijken hun telefoon bijvoorbeeld 150 keer per dag en brengen elke week 53 uur van hun tijd online door (bron: Ipsos Affluent Survey USA, september 2016). Dit komt deels doordat digitaal entertainment, zoals videostreaming, sociale netwerken en videogames, een hoge mate van interactie met de gebruiker biedt tegen lage kosten. Daardoor zou de vraag naar deze diensten uiteindelijk dezelfde kenmerken kunnen vertonen als nutsbedrijven, naarmate de adoptie door gebruikers toeneemt.

### Hoe nieuwe bedrijfsmodellen een nieuw soort van defensieve bedrijven stimuleren

Een ander thema dat een nieuw soort defensieve bedrijven de wind in de zeilen geeft, is de opkomst van nieuwe bedrijfsmodellen. Bedrijven met

**Figuur 2: Thema's die een nieuw soort defensieve bedrijven zouden kunnen voortbrengen**



Alleen ter illustratie. 'De nieuwe defensieve aanpak' is door Capital Group geïdentificeerd als potentiële thema's die kunnen bijdragen aan een lagere volatiliteit van toekomstige winsten en aandelenkoersen van bedrijven die zich met dergelijke thema's bezighouden. De lijst is niet beperkend en er wordt niet beweerd dat dergelijke thema's in het verleden defensief zijn geweest. Source: Capital Group.

innovatieve strategieën kunnen vaak helpen de veerkracht te vergroten en stabielere inkomsten te genereren.

Softwarebedrijven zijn daar een voorbeeld van. Software speelt een belangrijke rol bij de combinatie van innovatie en noodzaak. Door de vooruitgang in cloudtechnologie hebben veel softwarebedrijven, zoals Microsoft, op abonnementen gebaseerde bedrijfsmodellen ingevoerd, die voor het bedrijf cruciale producten opleveren. Hiervan profiteren zowel leveranciers als consumenten vanwege de heldere kosten en stabielere inkomsten.

Deze grotere toegankelijkheid van software, tegen aantrekkelijker prijsmodellen, helpt dergelijke producten en diensten een belangrijk hulpmiddel te worden voor bedrijven die er gebruik van maken. Duurzame vraag en veerkrachtige bedrijfsmodellen kunnen daarom bepaalde softwarebedrijven helpen de toekomstige volatiliteit te weerstaan.

### Waarom beleggen in defensieve aandelen?

Veel beleggers gebruiken aandelen voor het genereren van sterke opbrengsten. Wanneer beleggingssucces op de lange termijn het doel is, is het echter belangrijk om rekening te houden met onvermijdelijke marktdalingen. Met dit in het achterhoofd is het beleggen in

traditioneel defensieve aandelen en sectoren misschien niet langer de beste strategie.

Beleggers zouden daarom hun focus kunnen verschuiven en zich kunnen richten op het identificeren van bedrijven die niet alleen voor een aantrekkelijke groei kunnen zorgen, maar ook de nodige defensieve eigenschappen hebben. Kortom, bedrijven met verminderde economische gevoeligheid die tegemoetkomen aan een aanhoudende vraag, stabiele en voorspelbare inkomsten genereren, prijscracht tonen en aantrekkelijke waarderingen hebben. «

#### Disclaimer

**Deze informatie wordt uitsluitend voor informatieve doeleinden verstrekt en is geen aanbieding, noch een uitnodiging om een aanbieding te doen, noch een aanbeveling om enig aandeel of instrument dat in dit document wordt genoemd aan te kopen of te verkopen.**

Dit materiaal, dat is uitgegeven door Capital International Management Company Sàrl ("CIMC"), 37A avenue J.F.Kennedy, L-1855 Luxemburg, wordt alleen voor informatiedoeleinden gedistribueerd. CIMC staat onder toezicht van de Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF") - Financiële toezichthouder van Luxemburg) en is een dochteronderneming van de Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Hoewel Capital Group redelijke inspanningen levert om informatie te betrekken van externe bronnen waarvan zij meent dat zij betrouwbaar zijn, staat Capital Group niet in voor de nauwkeurigheid, betrouwbaarheid of volledigheid van de informatie. Deze documentatie pretendeert niet volledig te zijn en behelst geen beleggings-, fiscaal of ander advies.

**Voor Nederland:** Deze documentatie is uitgegeven door CIMC waarvan het Nederlandse filiaal onder toezicht staat van de Autoriteit Financiële Markten (AFM).

© 2020 Capital Group. Alle rechten voorbehouden.

# De rol van convertibles in een gespreide portefeuille

DOOR DANIEL UNG, HOOFD QUANTITATIVE RESEARCH & ANALYSIS, SPDR ETF MODEL PORTFOLIO SOLUTIONS, STATE STREET GLOBAL ADVISORS

Het opnemen van converteerbare obligaties in de strategische (kern)allocatie van een beleggingsportefeuille biedt de mogelijkheid om zowel de risico-rendementsefficiëntie als de risicodragende kapitaalefficiëntie te verhogen, met name voor verzekeraars.

Converteerbare obligaties verlagen niet alleen het risico op een waardevermindering van een gemengde portefeuille, maar profiteren door hun asymmetrische risicoprofiel ook meer van de upside van de aandelen dan van de downside in een conventionele obligatieportefeuille. Het opnemen van converteerbare obligaties in een beleggingsportefeuille kan de risico-rendementsefficiëntie verhogen, de waardevermindering dempen en de kapitaalefficiëntie voor verzekeraars verbeteren.

## De mogelijkheid om de risico-rendementsefficiëntie te verhogen

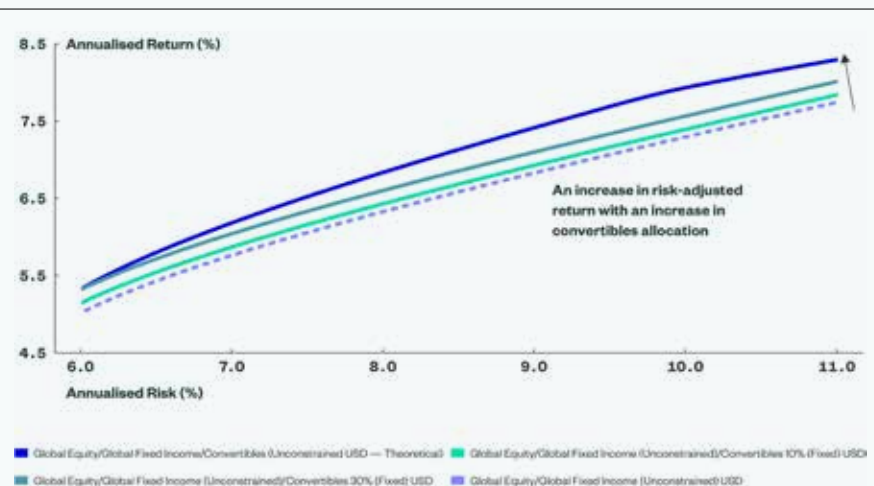
Ons doel is om te bekijken of het toevoegen van converteerbare obligaties historisch gezien daadwerkelijk het risico-rendementsprofiel van beleggingsportefeuilles heeft verbeterd. Om dit te doen, hebben we een wisselend percentage aan converteerbare obligaties toegevoegd aan een typische portefeuille van 60% wereldwijde aandelen en 40% wereldwijde obligaties en het resultaat bekeken over de periode 2003 - 2020. Om er zeker van te zijn dat we een robuuste analyse uitvoeren, hebben we het resultaat van de portefeuille zowel over de gehele periode als over twee deelperiodes bekeken. In Figuur 1 zien we dat voor de gehele periode geldt dat hoe groter het aandeel converteerbare obligaties is in de gemengde portefeuille, hoe hoger het risicogewogen rendement en hoe

meer de efficient frontier opschuift naar de linkerbovenhoek. Ook wanneer we naar de deelperiodes kijken, zien we dat het resultaat van de gemengde portefeuille goed stand houdt met de toevoeging van de converteerbare obligaties. Voor portefeuilles met alleen obligaties is de verbetering van het risicogewogen rendement nog overtuigender en laat de efficient frontier een significante verschuiving naar boven zien. Een van de redenen hiervoor is de lagere correlatie tussen converteerbare obligaties en conventionele obligaties, waarmee de converteerbare obligaties voor een betere diversificatie in de obligatieportefeuille zorgen.

Ongeacht of de portefeuille gericht is op één beleggingscategorie of dat het een gemengde portefeuille betreft, lijkt de analyse erop te duiden dat een hogere allocatie naar deze hybride beleggingscategorie het rendement van de portefeuille ten goede komt, vooral wanneer we in ogenschouw nemen dat institutionele beleggers doorgaans niet meer dan 3% van hun portefeuilles aan converteerbare obligaties alloceren.

Voordat we echter overgaan naar de beslissing welk type converteerbare obligaties we moeten opnemen, is het belangrijk om op te merken dat niet alle converteerbare obligaties gelijk zijn. Het

**Figuur 1: Efficient Frontier Analysis of Investment Portfolios with Convertible Bonds**  
Multi-Asset Portfolios



Bron: Bloomberg, State Street Global Advisors, as of 30 August 2020. Monthly data between May 2003 to August 2020. "Equity" is represented by MSCI ACWI Net Total Return USD Index, "Fixed Income" is represented by Bloomberg Barclays Global-Aggregate Total Return Index Value Unhedged USD, "Convertibles" is represented by Refinitiv Global Qualified Index (USD), "US Aggregate Bond" is represented by Bloomberg US Agg Total Return Value Unhedged USD Index, and "Europe Aggregate Bond" is represented by Bloomberg Barclays Euro Aggregate Total Return Index Value Unhedged USD.



opnemen van de Global Qualified Convertible Bond Index blijkt historisch gezien te leiden tot een verbetering van de risico-rendementsefficiëntie. Als we echter gebruikmaken van de Global Focus Convertible Index, de meest gebruikte index door actieve beleggers, dan zien we juist een daling van de risico-rendementsefficiëntie. Dit komt onder andere doordat de Focus Index bepaalde converteerbare obligaties uitsluit op basis van vastgestelde criteria (zoals de prijs en de geïmpli-ceerde optiepremie), om hiermee de kenmerken van een uitgebalanceerde aandelen-obligatieportefeuille na te bootsen.

De Qualified Index, die we in dit onderzoek hebben gebruikt, heeft geen last van dergelijke vereisten en beslaat een breder spectrum aan converteerbare effecten. Deze bredere insteek heeft de Qualified Index al vaak een voorsprong gegeven ten opzichte van de Focus-equivalent, omdat in de Qualified Index ook obligaties zijn opgenomen met eigenschappen van sterke in-the-money en out-of-money-opties.

### Steun voor de waarde van beleggingsportefeuilles

Converteerbare obligaties kunnen ook als steun dienen voor de waarde van een beleggingsportefeuille, dankzij de hybride aandelenachtige kenmerken die ze bezitten en de dynamische aard waarmee de eigenschappen zich aanpassen naar gelang de markt-omstandigheden. Als de aandelenmarkten stijgen, gedragen deze obligaties zich meer als hun onderliggende aandeel. In periodes waarin de aandelenmarkt het zwaar heeft, lijken ze echter weer meer op traditionele obligaties, met een regelmatige uitbetaling van de coupon. De aandelenoptionaliteit verliest op dat moment zijn waarde.

Vanuit een risicomanagement-perspectief bekeken worden beleggers gedeeltelijk beschermd, omdat de waarde van de converteerbare obligatie ondersteund wordt door de

waarde van de traditionele obligatie, ook wel bekend als de bond floor. Vanuit risico-oogpunt wordt vaak gedacht dat converteerbare obligaties risicovoller zijn dan high yield-bedrijfsobligaties, omdat een groot gedeelte van de converteerbare obligaties (ongeveer 60% van de Refinitiv Global Qualified Convertible Index) geen rating heeft van een van de internationale ratingsbureaus. Op basis van nationale en internationale ratingbureaus is onze inschatting dat 54,5% van de converteerbare obligaties binnen de Refinitiv Global Qualified Convertible Index investment grade-obligaties betreft en 43,9% high yield is. Van deze laatste groep is 19,01% speculatief (BB+ tot BB-), 18,19% zeer speculatief (B+ tot B-) en 6,62% extreem speculatief (CCC tot C). Slechts 1,6% is niet voorzien van een rating.

Deze waarneming is echter misleidend, aangezien de gemiddelde creditspread (gecorrigeerd voor ingebouwde opties) voor converteerbare obligaties tussen augustus 2006 en september 2020, 296 basispunten bedroeg en daarmee goed afsteekt tegen wereldwijde BBB-bedrijfsobligaties en wereldwijde high yield-obligaties met spreads van respectievelijk 210 en 583 basispunten. Een soortgelijk verhaal zien we bij de gemiddelde 12-maandelijke default-percentages. Bij de wereldwijde converteerbare obligaties zagen we een defaultpercentage van 2,41%, tegen 4,21% bij de Amerikaanse high yields.

Naast de voordelen vanuit een risicomanagementperspectief bieden de converteerbare obligaties beleggers ook nog de mogelijkheid tot extra rendement, doordat zij profiteren van de upside van de aandelenmarkt. Beleggers ontvangen in ruil voor een lagere couponrente dan die van normale bedrijfsobligaties de mogelijkheid om converteerbare obligaties met een vaste looptijd om te ruilen in een vooraf vastgesteld aantal aandelen. Deze optie is des te aantrekkelijker als de onderliggende

aandelen een goed resultaat laten zien. Dit maakt dat converteerbare obligaties een kostenefficiënte manier zijn om toegang te krijgen tot aandelen.

### Kapitaalefficiëntie voor verzekeraars

Converteerbare obligaties bieden verzekeraars toegang tot rendementen die passen bij aandelen, maar met een lager risico en lagere Solvency II-kapitaalvereisten (SCR). Omdat toekomstige kasstromen van converteerbare obligaties moeilijker te voorspellen zijn door de ingebouwde aandeleneigenschappen, zijn deze obligaties lastiger in te zetten als een belegging om toekomstige verplichtingen af te dekken, dus vanuit een duration management-perspectief. Converteerbare obligaties zijn beter geschikt voor het gedeelte van de portefeuille dat gericht is op het genereren van rendement, omdat zij wel kunnen zorgen voor extra rendement in een bredere beleggingsportefeuille. De kapitaal-kosten voor converteerbare obligaties zijn gebaseerd op de rente, obligatie-spreads en het verwachte rendement op het eigen vermogen. Als we ervan uitgaan dat de duration- en valuta-risico's goed zijn afgedekt, komt de markt-SCR van twee bronnen: het risico van het eigen vermogen en dat van het vreemd vermogen. «

---

**U kunt het volledige rapport met meer informatie lezen op: <https://www.ssga.com/nl/nl/institutional-etfs/insights/convertible-bonds-a-strategic-allocation>**

#### Disclaimer

Investing involves risk including the risk of loss of principal.

The whole or any part of this work may not be reproduced, copied or transmitted or any of its contents disclosed to third parties without SSGA's express written consent.

All information is from SSGA unless otherwise noted and has been obtained from sources believed to be reliable, but its accuracy is not guaranteed. There is no representation or warranty as to the current accuracy, reliability or completeness of, nor liability for, decisions based on such information and it should not be relied on as such.

© 2020 State Street Corporation - All Rights Reserved  
Tracking Number 3329547.1.1.EMEA.INST



# PRIVATE ASSETS: ARBEIDSINTENSIEF MAAR UITEINDELIJK LONEND

Door Baart Koster

Waar vind je in de huidige laagrentende omgeving nog rendement? Die vraag houdt de institutionele markt al jaren in de greep en stond centraal gedurende de Live Uitzending van Financial Investigator over ‘Where to find yield in (Alternative) Fixed Income?’ Tijdens de paneldiscussie sprak dagvoorzitter Mary Pieterse-Bloem met drie CIO’s over mogelijkheden om met Alternative Fixed Income het portefeullerendement op te krikken.



Niet alleen besprak Pieterse-Bloem de verschillende asset classes en strategieën, zij nam ook de geografische factor van markten onder de loep. 'Aangezien veel partijen nu pas de eerste dip in de private debt cyclus meemaken, kunnen we veel leren van de wijze waarop de Amerikanen daar eerder mee omgingen.' De zoektocht naar rendement noopt tot het onderzoeken van alle hoeken van het wijde beleggingsuniversum. Het is een gegeven waar ook specialisten op het gebied van Fixed Income, zoals Pieterse-Bloem, Global Head Fixed Income bij ABN AMRO Private Banking, dagelijks mee te maken hebben.

Hoe, zo startte ze het gesprek, gaan haar gesprekspartners daarmee om? Volgens Bob Homan, CIO bij ING Investment Office, is het momenteel, ook in fixed income, harder werken om rendementen te genereren dan vroeger. Maar, nuanceert hij, het is een relatief spel. 'Ik denk niet dat je naar absolute rendementen moet kijken, want die zijn inderdaad laag. Maar om het in perspectief te plaatsen: datzelfde geldt waarschijnlijk ook voor toekomstige rendementen op eigen vermogen. Tot nu toe is het rendement in fixed income, zelfs met rentes onder nul, nog steeds positief en ligt het boven het rendement op eigen vermogen.'

Uiteraard neem je dus al snel iets meer risico met High Yield en EMD. En dat kan ook niet anders, want je wilt geen negatieve rendementen, vervolgt Homan. Hij denkt overigens dat er nog ruimte is voor staatsobligaties. 'Ik denk dat ze rond de nul of misschien 0,1% rente opleveren, maar dat is in ieder geval beter dan de minus 0,5% die je betaalt als je in cash zit.'

Wouter Weijand, CIO bij Providence Capital, dat belegt voor vermogende particulieren, families en charitatieve instellingen, stelt dat een voorspelling voor de duur van de aanhoudend lage

rente koffiedik kijken is. 'Dat kan nog één, maar net zo goed nog vijf jaar duren. En je wilt je klanten gedurende de komende jaren niet met nul of bijna nul procent rente afschepen. Voor ons is private debt daarom het alternatief. Wij ontwikkelden de afgelopen 3 tot 4 jaar private debt pools voor een groeiende groep vermogende klanten. We keken voor hen naar coupons in eurogebieden van 5 tot 7% bruto en zijn geleidelijk overgegaan van senior secured naar iets meer subordinated en distressed debt, afhankelijk van waar we in de cyclus zitten. Voor ons is private debt een serieuze vervanging voor traditionele fixed income-categorieën.'

### China: een aantrekkelijk alternatief?

Kees Verbaas, CIO bij Altis Investment Management, speelt als fiduciair manager een ander spel. Hij selecteert externe asset managers en neemt zelf geen asset allocatie-beslissingen. Maar het ligt voor de hand dat je bij het najagen van hogere rendementen eerst switcht van staatsobligaties naar Nederlandse woning-hypotheek, vindt hij. 'En de laatste tijd zien we dat klanten tevens kiezen voor een aantrekkelijke beleggingscategorie als export-financiering. In de returnportefeuille zitten daarnaast nog de traditionele asset classes Bedrijfsobligaties, High Yield en EMD.'

Gevraagd naar de afweging tussen high yield-obligaties en EMD, antwoordt Homan dat zijn strategische allocatie voor de obligatieportefeuille neerkomt op zo'n 15% EMD en een, wat hij noemt, normale positie voor high yield van 4%. Maar de relatieve risico-rendementskarakteristieken zien er wat hem betreft nu ongeveer hetzelfde uit. 'Overigens denk ik dat de manager misschien nog wel belangrijker is dan de allocatie als zodanig, want de verschillen tussen managers zijn dermate groot dat je een fiduciaire manager goed kunt gebruiken voor je managerselectie.'

Vervolgens verlegde Pieterse-Bloem haar focus van asset classes naar China. Dat wordt als aantrekkelijk beleggingsalternatief voor fixed income genoemd, maar hoe zien de deelnemers dat? Weijand zegt nog niet belegd te zijn in Chinese schuldinstrumenten en dus geen valutarisico in renminbi te lopen. 'We kiezen meer voor allocatie naar de euro of naar dollars voor onze meer internationaal georiënteerde klanten, hoewel we sinds augustus een onderweging hebben in de dollar.'

Homan zegt via EMD wel gealloceerd te zijn naar China. Opkomende markten zijn als regio belangrijk voor aandelen en op obligatiegebied gaat het dezelfde kant op met EMD, aldus Homan. 'In de komende jaren zal China, net als Japan nu, een afgezonderde beleggings-categorie worden, zowel voor aandelen als voor fixed income. Ik denk dat China wat dat betreft een belangrijker onderdeel zal worden van benchmarks en zo een belangrijkere beleggingsregio gaat worden.' Verbaas bevestigt dat toenemende belang. De meeste managers nemen China op als onderdeel in hun EMD-universum en het gewicht in de benchmark neemt ook toe. Volgens Verbaas zal dat naar verwachting tegen het einde van dit jaar zo'n 10% bedragen.

De keuze tussen reguliere en alternatieve vormen van fixed income gaat ook grotendeels over liquiditeit. Maar tijdens de crisis zagen we nogal wat scherpe liquiditeitsverschillen, zelfs tussen de segmenten binnen de reguliere markt. Pieterse-Bloem: 'Is dat een eyeopener? Of weten jullie dat eigenlijk al?' Weijand vond het niet echt verrassend. Immers, in elke crisis worden de meeste instrumenten illiquide, zelfs staatsobligaties en obligatie-ETFs. 'Maar meestal is dat een indicatie dat er interessante mogelijkheden liggen. We hebben in januari en februari gekeken naar zeer dure creditmarkten, waar zelfs de PIMCO's van deze wereld klaagden dat ze geen serieus geld meer konden verdienen. Toen alles fors onderuit was gegaan, kozen wij ervoor om, los van onze illiquide private debt programma's, high yield en investment grade bond funds tegen heel lage prijzen te kopen. En nu zitten we misschien wel weer 100 basispunten boven het niveau van begin dit jaar en liggen dit soort koopkansen alweer enkele maanden achter ons. Dus qua liquiditeit en stress in de markt kan het verkeren. Leek het aanvankelijk nog alsof niemand meer durfde te investeren, dat veranderde toen de Fed beloofde

investerings te zullen ondersteunen met diverse opkoopprogramma's. Toen zag je de investeringen direct weer op gang komen en dat is doorgaans niet iets om angstig voor te zijn. Het is juist een kans.'

### Centrale banken: vloek voor de liquiditeit?

Er was al veel aandacht voor illiquide obligatiemarkten, zegt Homan. Dus ook hij was niet verbaasd. 'Meestal is het andersom: als je Europese staatsobligaties en Europese investment grade-obligaties koopt, is de liquiditeit erg slecht en als je verkoopt, is er ruime liquiditeit omdat de centrale banken met je mee kopen. In sommige stressperiodes is het juist andersom en daar liggen inderdaad de echte kansen. Heb je bijvoorbeeld eind maart high yield gekocht, dan kun je nu achteroverleunen.' Absoluut, vindt ook Pieterse-Bloem. Zij constateert echter dat de centrale banken in veel opzichten weliswaar een zegen voor de obligatiemarkten waren, maar dat ze misschien ook wel een vloek waren voor de liquiditeit. Kijk je namelijk naar de activiteiten van centrale banken, dan zou je kunnen verwachten dat daardoor de liquiditeit opdroogt. 'Nou', reageert Weijand, 'eigenlijk hebben centrale banken niet veel gedaan. De Fed had iets van tien opkoopprogramma's lopen, maar los nog van alle complianceregelings waarmee die waren omgeven, hebben ze maar 3% tot 5% van het geld gebruikt dat ze beschikbaar hadden. Dat geld was feitelijk ook nauwelijks nodig. Ze hoefden alleen maar te zeggen: we zullen er zijn, zoals Mario Draghi te kennen gaf alles te zullen doen om de euro te redden.'

Op dit moment is de liquiditeit inderdaad erg zwak, stelt Homan, vooral in investment grade-obligaties. 'Als je zelfs maar een miljoen wilt kopen, dan kan dat je al een paar werkdagen kosten.' Waaraan hij toevoegt dat liquiditeit de laatste tijd nogal verschilt. 'De ene week is er handel, de volgende week is er helemaal geen aanbod.' Dat is voor fund managers een probleem. Voor Verbaas die vanuit zijn fiduciaire rol onder meer met Homan samenwerkt, ligt dat weer anders. 'Pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen', zegt Verbaas, 'hebben zeer strategische portefeuilles voor de lange termijn en ze veranderen hun asset allocaties daarom niet zo vaak. Wat ze wél deden, was herbalanceren, en precies in de periode van lagere liquiditeit. Dat kost dus wat meer tijd, maar deze investeerders profiteren wel van dislocaties in de prijszetting en komen er zodoende vaak goed uit.'



Kun je, kijkend naar de hele private debt-markt, zeggen dat die zich, behalve voor institutionele beleggers, óók opent voor particuliere vermogensklanten? Weijand belegt voor deze groep en typeert zijn klantbasis als ‘een beetje institutionele particuliere klanten’, want gemiddeld is elke klant goed voor tussen de vijftien en twintig miljoen euro belegbaar vermogen met een horizon van vaak tien jaar of meer. ‘Individueel zouden ze uiteraard te klein zijn om toegang tot die markt te krijgen. Daarom hebben we ze samengevoegd in pools van circa 25 klanten, samen goed voor een pool van bijvoorbeeld 50 miljoen, en dat levert ons een institutionele behandeling op. We beleggen het vermogen bij, zeg, vijf managers en krijgen zo de laagste kosten en dezelfde toegang als pensioenfondsen.’

Verbaas constateert eveneens dat de actieve managers waarmee hij samenwerkt zich in het private debt-universum begeven. Maar dat doen ze wel met verschillende teams. ‘Het is nu eenmaal een ander specialisme waarbij je tevens veel juridische analyse en documentatie-analyse doet. Er komt dus meer bij kijken dan alleen het analyseren van kredieten.’ Het universum zal door de laagrentende omgeving ook verder groeien, verwacht Verbaas. ‘Het is een interessante categorie voor asset managers, maar zeker ook voor private banken en institutionele investeerders die naar yield zoeken.’

### Arbeidsintensief maar lonend

Homan deelt zijn zorg over het gevaar dat liquiditeit bij slechtere marktomstandigheden door massaal vluchtende klanten helemaal tot stilstand komt. Dan moeten bijvoorbeeld Mutual Funds, die juist zijn opgetuigd om meer liquiditeit binnen beleggingsproducten te creëren, wellicht geblokkeerd worden en transacties worden uitgesteld, of zullen de prijzen erg slecht zijn, vreest hij.

Verbaas brengt in die context handelsfinanciering als interessante asset class naar voren. ‘Die kent meestal een korte looptijd, van drie tot twaalf maanden. Je praat daarbij concreet over de financiering van bijvoorbeeld een vrachtschip dat cacao bonen van Ivoorkust naar Rotterdam vaart.’

Pieterse-Bloem neemt vervolgens de portefeuilleopbouw vanuit een overkoepelend perspectief onder de loep. Waar let je vooral op bij de asset selectie? Weijand wijst diversificatie aan als het belangrijkste element van aandacht. Beperk je niet tot slechts één private debt fund waar bij nadere inspectie slechts twintig leningen in blijken te zitten, waarschuwt hij. ‘Zorg er daarentegen voor dat je een fors bereik hebt met behulp van platforms met meerdere beheerders, zodat je veel verschillende leningen in portefeuille hebt.’ ‘Tactisch gezien wil je dat je geld vrij snel en zeer goed gediversifieerd tegen redelijke kosten gemanaged wordt’, vervolgt Weijand. ‘Je moet je van dat kostenplaatje bewust zijn, dus van de prestatievergoeding en de wijze waarop die in rekening wordt gebracht, van hurdle rates en van de catch up rules et cetera. Dus werken met private assets is arbeidsintensiever, maar betaalt zich op langere termijn wel uit.’

Als we ten slotte een geografische vergelijking maken, van welke markt kunnen we dan meer leren, van de Verenigde Staten of van het Verenigd Koninkrijk? Verbaas antwoordt dat de Amerikaanse private debt-markt veel ontwikkelder is, omdat daar veel minder krediet wordt verleend via banken. De kleinere Europese markt is overigens wel aan het groeien, zegt hij, maar de VS blijft vooralsnog een meer ontwikkelde markt waarvan we veel kunnen opsteken. Weijand beaamt dat en wijst erop dat menig Amerikaans private debt fund al verschillende kredietcycli doorlopen heeft. Ontwikkelingen die in Europa nog gaande zijn, zoals het zich terugtrekken van banken uit private credit, heeft de VS al meegemaakt. Dit heeft tot een markt geleid van veel lokale spelers die alle soorten faillissementsprocedures reeds hebben doorlopen en precies weten wanneer het interessant wordt om te verschuiven van senior naar achtergesteld en mezzanine leningen en uiteindelijk naar distressed debt. Aangezien veel partijen nu pas de eerste dip in de private debt cyclus meemaken, kunnen we veel leren van hoe Amerikanen daarmee omgingen, denkt Weijand. Als Pieterse-Bloem tot slot vraagt of er nog een slotopmerking in de deelnemers zit, reageert Homan. ‘We zien dat equity en private debt tot op zekere hoogte banken vervangen. Wanneer je geen toegang tot deze markten hebt, kun je overwegen om aandelen in banken te kopen. Waarschijnlijk heb je daarmee een vergelijkbaar risico-rendementsprofiel.’ «



# Impact op de reële economie via SME Alternative Financing

DOOR JAN JAAP OMVLEE

In Europa kijken MKB-bedrijven steeds vaker naar alternatieve geldverstrekkers voor langetermijnkredieten om hun groei te financieren. 'Dat biedt mogelijkheden voor institutionele beleggers', zegt Jim van den Bergh, Senior Credit Officer bij BNP Paribas Asset Management.

Alternatieve financiering van MKB-bedrijven is sterk in opkomst. MKB-bedrijven bieden beleggers immers een voorspelbare en stabiele cashflow op de lange termijn en zijn vaak dicht bij huis te vinden, als toegankelijke belegging in de reële economie. 'Toch is dit fenomeen nog betrekkelijk onbekend in de wereld van institutionele beleggers, omdat deze discipline voorheen altijd door banken werd uitgevoerd.'

Aan het woord is Jim van den Bergh, die de veranderingen in het Europese kredietlandschap schetst. Hij is als Senior Credit Officer verantwoordelijk voor het kredietrisico op de leningen die worden voorgesteld door de partners Fundion en Caple voor het SME Alternative Financing Platform. Zijn team is onderdeel van de Private Debt & Real Assets Group van BNP Paribas Asset Management. 'Nog steeds zijn bankleningen de grootste financieringsvorm voor het MKB in Europa. Wel nemen alternatieve financieringsvormen in omvang toe. Strengere regelgeving heeft ertoe geleid dat banken met name terughoudend zijn bij het verstrekken van leningen met lange looptijden. Daarnaast eisen banken garanties die MKB-bedrijven niet altijd kunnen geven.'

## Kansen in de MKB-markt

BNP Paribas AM zag al vroeg kansen in dit segment en ontwikkelde het MKB Alternatieve Financieringsplatform, waar technologie, kennis en mensen samenkomen en waar de financiële informatie van MKB-bedrijven binnenkomt en op een gestructureerde manier wordt beoordeeld. 'Deze groep bieden we financiering aan met bedragen tussen de 5 ton en de 5 miljoen euro. Dit zijn bedragen die te groot zijn voor partijen in de crowdfundingmarkt of microkredietverstrekking, maar te klein voor banken of private debt funds. Daar zijn wij op ingesprongen door financieringen aan te bieden die een aanvulling vormen op bankfinanciering.'

**Voor ons is ESG een integraal onderdeel van ons denken en handelen.**

Om die reden vragen wij geen zekerheden – die zijn immers al door de bank in onderpand genomen – maar werken wij met financiële convenanten en een strakke monitoringsdiscipline om het kredietrisico te beheersen.'

Het betreft hier een segment bedrijven in Europa dat een omzet noteert van tussen de 1 en 50 miljoen euro. Jim van den Bergh stelt dat er weinig partijen zijn die dat segment bedienen. 'Wij denken dat we hierdoor waarde kunnen creëren. Er is schaalgrootte nodig om deze beleggingscategorie succesvol in de markt te kunnen zetten. Daar richten we ons op met het platform, dat financieringen biedt die sneller en flexibeler zijn dan de traditionelere kredietvormen en door een gestandaardiseerde aanpak toch efficiënt verwerkt kunnen worden, zonder concessies aan de kredietkwaliteit. We verstrekken leningen met een looptijd van 5 tot 8 jaar, waarmee we ons onderscheiden van andere alternatieve financieringsaanbieders.'

## Waarom gebruiken jullie de slogan 'Investing in sustainable growth'?

'Wij zoeken naar bedrijven die duurzame groei laten zien. Die duurzame groei onderstreept dat we rekening houden met de verschillende stakeholders en met de omgeving waarin we opereren. Wij hebben ook daadwerkelijk een interactie met de MKB-bedrijven waarmee we een relatie aangaan op ESG-onderwerpen.'

Bij BNP Paribas AM worden ESG-criteria opgenomen in het kredietacceptatieproces, waardoor beleggers kunnen voldoen aan de duurzaamheidsprincipes. Daarnaast heeft de UN PRI de kredietverlening aan het MKB ook aangewezen als een vorm van Impact Investing, waarbij de economische en maatschappelijke voordelen ervan worden erkend. Empirisch onderzoek heeft aangetoond dat ESG-beleggingen vaak beter presteren dan traditionele portefeuilles. Het is daarom financieel gezien zinvol om na te gaan hoe deze factoren op de langere termijn de winstgevendheid en het toekomstige rendement kunnen beïnvloeden.

## **Je onderscheidt je door voorspelbaar te zijn. Door vooraf duidelijk te maken welke informatiebehoefte je hebt en aan welke criteria voldaan moet worden met betrekking tot onder andere winstgevendheid en leverage.**

Als onderdeel van onze fundamentele kredietanalyse kijken we naar de benadering van ESG door een bedrijf. Dat doen we proactief aan de hand van een ESG-questionnaire. Voor de meer sensitieve sectoren – denk aan agri, olie, chemie en de toeleveringsbedrijven in deze sectoren – hebben we aanvullende vereisten en vragen gesteld, waarbij we gebruik kunnen maken van de ESG-expertise van ons team in Parijs en van de kennis en knowhow die we ontwikkeld hebben binnen het blue-chip domein. Binnen ons platform is het proces zo veel mogelijk geautomatiseerd en gestandaardiseerd. Bovendien werken wij samen met lokale partners in de landen waar we actief zijn.'

### **Waarom is de ESG-component voor jullie zo belangrijk?**

'We omarmen de uitdagingen die voortvloeien uit het Klimaatakkoord van Parijs. We willen en kunnen daaraan als asset manager een bijdrage leveren en impact hebben op de planeet. Het MKB-bedrijf kan impact creëren en wij maken dat mogelijk. We gaan daarover in gesprek met de ondernemer en leggen dat vast in een Q&A en in de kredietovereenkomst. Gedurende de looptijd van de financiering blijven wij daarover in contact met het MKB-bedrijf in kwestie. Over de afgelopen 10 jaar is het ESG-aspect verder geëvolueerd en veel serieuzer en vergaander toegepast in de beslissingen die we nemen. Voor ons is ESG een integraal onderdeel van ons denken en handelen. Een mooi voorbeeld binnen het platform is de financiering van een MKB-bedrijf dat een restproduct van kokosnoten gebruikt dat tot voor kort als afval werd weggegooid en nu verwerkt wordt tot compost.'

### **Wat gebeurt er als een producent van bijvoorbeeld single use plastics zich meldt?**

'Als een bedrijf niet duurzaam genoeg is, gaan we daar niet mee in zee. Dat zegt niets over de winstgevendheid van het bedrijf in kwestie of over de klanten dat het bedient. Zo'n bedrijf is dan niet duurzaam genoeg. Daardoor missen wij soms investeringen op de korte termijn, maar wij zitten erin voor de lange termijn. Op deze manier werken we in de landen waar we actief zijn, in het Verenigd Koninkrijk, Nederland en Duitsland.'

### **Zijn er verschillen tussen deze drie markten?**

'Laat ik beginnen met zeggen dat er veel overeenkomsten zijn tussen deze landen. Voor circa 80% zijn deze MKB-markten vergelijkbaar. Deze bedrijven worden veelal gerund door een directeur-eigenaar met trouwe werknemers die vaak lang in dienst zijn, met een laag ziekteverzuim. De Nederlandse MKB-markt kenmerkt zich door een goede vertegenwoordiging van handel, transport en logistiek, terwijl MKB-ers in het Verenigd Koninkrijk sterker kunnen leunen op de binnenlandse vraag. Dat zie je ook terug in de sectoren waarin ze actief zijn. Zij hebben bovendien het voordeel dat zij gemakkelijker met Engelstalige landen zaken kunnen doen, waaronder de Verenigde Staten. Het grootste verschil zit 'm er dus in dat in Nederland meer aanvragen verband houden met Nederland als handelsnatie en doorvoerhaven en met Nederlandse toeleveranciers naar de Duitse maakindustrie. Dat zien we minder terug in het Verenigd Koninkrijk, waar het accent meer ligt op de binnenlandse industrieën, zoals de auto-industrie, en op de eerdergenoemde binnenlandse vraag.'

### **Wat maakt deze asset class anders vanuit financieringsperspectief?**

'Omdat we financieren voor een periode van 5 tot 8 jaar, moeten we begrijpen hoe de lifecycle van MKB-bedrijven eruitziet. Je moet de resultaten van een bedrijf kunnen doorgronden en een inschatting kunnen maken van het



Photos: Archive BNP Paribas AM

## **CV**

**Jim van den Bergh is Senior Credit Officer voor het SME Alternative Financing Team, onderdeel van de Private Debt & Real Assets Group van BNP Paribas Asset Management.**

### Over het platform

Het SME Alternative Financing Platform werd in 2017 opgericht binnen BNP Paribas Asset Management in Londen. Het platform combineert kwantitatieve en kwalitatieve assessments om een hoge kredietkwaliteit te garanderen, waarbij gekeken wordt naar winstgevendheid, omzet en ESG-factoren. De technologie automatiseert de kredietverlening – van origination tot credit-monitoring – waardoor grote volumes aan leningen kunnen worden behandeld. In 2019 is het team gestart in Nederland en begin 2020 volgden de eerste stappen op de Duitse markt. Het team staat onder leiding van Stéphane Blanchoz, Head of SME Alternative Financing, die sinds 1997 bij BNP Paribas werkt. Website: <https://smealternativefinancing.bnpparibas-am.com/>



STÉPHANE BLANCHOZ

groeipotentieel en van de vooruitzichten, zeker in de huidige COVID-19-situatie. Want we zijn gericht op groei. We doen geen herfinancieringen of tijdelijke overbruggings-financiering. Door ons puur te richten op groei, kunnen we ook financieringen verstrekken die een langere looptijd hebben en waardoor je meer yield op je investering krijgt.'

### Hoe ziet de tot nu toe behaalde yield op de portefeuilles eruit?

'We hebben nu 55 leningen verstrekt, verdeeld over het Verenigd Koninkrijk en Nederland, van in totaal 100 miljoen euro, met in het Verenigd Koninkrijk een gemiddelde gross yield van 9% en in Nederland van gemiddeld 7,3%.'

### Deze SME-markt in Europa is een hele grote markt. Hoe onderscheidt u zich daarin als aanbieder?

'Je onderscheidt je in dit segment door voorspelbaar te zijn. Door vooraf duidelijk te maken welke informatiebehoefte je hebt en aan welke criteria voldaan moet worden met betrekking tot onder andere winstgevendheid en leverage, ben je in staat steeds een geïnformeerde beslissing te nemen, met een voor institutionele beleggers duidelijke waardepropositie: dit zijn de risico's, dit zijn de kansen, dit zijn de mogelijkheden en dit is de mogelijke yield. Vasthouden aan die waardepropositie is belangrijker dan ooit in het huidige COVID-19-tijdperk.'

### Welke impact heeft COVID-19 op jullie werkzaamheden?

'In het algemeen zie je minder investeringen en minder kredietaanvragen vanuit het MKB. Desondanks laten we een gezonde groei zien in 2020. Je moet nu nog nauwkeuriger beoordelen welke bedrijven duurzaam uit de crisis zullen komen, een crisis waarvan het einde nog niet in zicht is. Verder zien we dat de trend dat traditionele, dus

bancaire, en alternatieve financiering elkaar aanvullen, geaccelereerd wordt door de crisis.'

### Wat zijn de voordelen van SME Alternative Financing voor institutionele beleggers?

'Beleggers hebben behoefte aan diversificatie zonder dat dit ten koste gaat van yield. Daarin past beleggen in SME Alternative Financing. It ticks all the boxes. Daarnaast kunnen institutionele beleggers via ons platform impact hebben op de reële economie. Je merkt dat institutionele beleggers deze aanpak waarderen. We zijn niet ingericht als een beleggingsteam, maar als een business unit binnen asset management. We overzien de origination channel, we monitoren de lening en we hebben een creditapparaat en eigen advocaten en juristen. Omdat heel veel Nederlandse institutionele beleggers nog geen allocatie naar deze asset class hebben, leggen we de focus op het feit dat we aan impact investing doen door de echte economie te financieren. Institutionele beleggers waarderen dat.' «

Via het MKB Alternatieve Financieringsplatform kunnen institutionele beleggers impact hebben op de reële economie.

De leningen in de portefeuille hebben looptijden van vijf tot acht jaar. Dit is onderscheidend, zowel voor beleggers als voor de MKB-ondernemingen in kwestie.

De portefeuille biedt voorspelbare cashflows. De lening wordt tijdens de looptijd in vaste perioden en in gelijke bedragen afbetaald. Borgstellingen en zekerheden zijn er niet, maar er wordt wel gewerkt met convenanten.





DOOR ANDY LANGENKAMP, SENIOR POLITICAL ANALYST BIJ ECR RESEARCH

# COLUMN

## Biden gaat Amerika en de wereld niet redden

De nieuwe Amerikaanse president mag dan een sterke verbetering zijn voor de Verenigde Staten en de wereld, maar de onderliggende problemen zijn daarmee niet verdwenen.

Een groot deel van de wereld slaakte begin november een zucht van verlichting na de verkiezingsoverwinning van Joe Biden. Toch zijn we er niet gerust op wat voor beleid vanaf eind januari wordt uitgestippeld in Washington. Politieke trends wijzen niet in de richting van een coherente, daadkrachtige, weloverwogen en eensgezinde koers.

Niet voor niets schreven tachtig wetenschappers in een brandbrief voor de verkiezingen: 'Regardless of the outcome of the United States' election, democracy as we know it is already imperiled. Whether Donald Trump is a fascist, a post-fascist populist, an autocrat or just a bumbling opportunist, the danger to democracy did not arrive with his presidency and goes well beyond 3 November 2020.'

Het first-past-the-post tweepartijstelsel met kiesmannen en andere onderdelen van het politieke systeem zijn steeds minder geschikt voor een Amerika dat verdeeld is langs regionale, etnische en andere lijnen. Polarisering, verlamming en kwetsbaarheid voor extremisme nemen toe.

In het verleden is het systeem vaak aangepast om het beter te laten functioneren. Pas vanaf de jaren zestig sloeg de opvatting breed aan dat het heiligschennis is om veranderingen door te voeren die het systeem representatiever en evenwichtiger kunnen maken. Hiermee werd de basis gelegd voor almaar oplopende spanningen en verdeeldheid, omdat bestaande grieven zijn blijven etteren en het meer loont om extreme standpunten te verkondigen.

Bovenstaande problemen moeten we zien in de historische context van omslagen in de economie en daarmee gepaard gaande ingrijpende politieke veranderingen. Zo viel de eerste industriële revolutie in de achttiende en negentiende eeuw samen met het ontstaan van politieke partijen.

Eind negentiende, begin twintigste eeuw vond de tweede revolutie plaats, met onder meer de aanleg van spoor-

wegen, riolering en elektra. Dit ging gepaard met de opkomst van massademocratie of volksdemocratie, waarin iedereen een stem kreeg.

Halverwege de twintigste eeuw vond de derde industriële revolutie plaats, met kernenergie, automatisering, computers en telecommunicatie. Deze periode werd de tijd van Big Government, waarin overheden steeds meer vat hebben gekregen op de economie.

Nu zitten we middenin de vierde industriële revolutie, gedreven door onder andere digitalisering, robotisering, kunstmatige intelligentie en biotechnologie. Ook dit gaat hand in hand met politieke veranderingen. Ten eerste is sprake van marginalisering van de gevestigde, grote politieke partijen. Single-issue-partijen en -bewegingen zijn sterker geworden. Verder maken de sociale media het voor individuen gemakkelijker om een podium te pakken zonder steun van een partij of organisatie. Daarbovenop nemen partijen en politici extremere standpunten in, doordat mensen via de Facebookfuik steeds meer naar extremen worden getrokken.

Dit alles leidt tot steeds minder coherent beleid. Bovendien zorgt polarisering ervoor dat bij wisseling van de wacht beleidsveranderingen veel ingrijpender kunnen zijn dan voorheen.

Markten hadden altijd al een gecompliceerde relatie met de politiek. Politici zijn vaak onvoorspelbaar en markten hebben een enorme hekel aan onvoorspelbaarheid. Markten hebben ook beperkte belangen (zoveel mogelijk winst en dus lage belastingen en weinig regulering), terwijl de politiek veel meer issues moet meewegen.

Nu politici bijkans nog onvoorspelbaarder zijn geworden, wordt het voor beleggers en investeerders belangrijker om de politiek nauwlettend te volgen. Het is echter moeilijker om een inschatting te maken van de gevolgen van verkiezingen en acties van politici. «



# ESGP investing in Emerging Market Debt

BY JOLANDA DE GROOT

ESG is a useful tool for investing in EMD, but Craig MacDonald, Global Head of Fixed Income at Aberdeen Standard Investments (ASI), goes one step further: 'When used as part of a wider investment process, an ESGP framework may help to explain differences in sovereign credit spreads.' Financial Investigator spoke with him.

## **Why do you think an ESG approach is well suited for investing in sovereign debt of emerging markets?**

'As we all know, a country's creditworthiness is fundamentally dependent on its competitiveness and its ability to sustain economic growth over the long term. To assess this, investors traditionally look at a range of macroeconomic variables, including public debt, inflation, fiscal deficits and current account balances.

Again, as we know, the ability to sustain economic growth depends on socio-economic factors. These include the level of inequalities, education, health systems, the quality of infrastructure and the environment, as well as resource constraints.

Institutional weaknesses and social issues can amplify macroeconomic fragilities. This is why we believe that Environmental, Social, Governance and Political (ESGP) factors are useful in assessing sovereign creditworthiness in a more holistic manner. At our organisation, we've developed our proprietary ESGP framework for EMD.'

## **Can you explain this in more detail?**

'We developed this framework because we believe ESGP factors could act as either catalysts or socio-economic factors. They are also often intertwined and mutually reinforcing. Poor education and health systems can increase inequality and hamper economic growth, which in time can threaten political stability. Unwillingness or difficulty in addressing environmental and social challenges can be a major impediment to long-term growth. This could hurt competitiveness and affect a country's ability to repay debt. By contrast, countries with good ESGP performance should be more resilient to shocks, such as natural disasters, financial crises or geopolitical instability.'

## **How does that look in practice?**

'Our ESGP framework covers 91 countries from the EM universe. The first consideration is indicator selection, which we have tailored specifically to emerging markets. For instance, we look for indicators of institutional stability and governance that have traditionally proven necessary for sustainable development. In total, we use 20 indicators, from which we derive an ESGP score for each country!'

## **The political dimension is an interesting aspect. What kind of factors do you measure?**

'I agree. So, for us, political indicators assess government institutions in a dynamic way, looking at the factors that could pose a threat to national security and democracy. Here, we look at the prevalence of corruption in the public sector as it is perceived by citizens and factors that promote the outbreak of violence and conflicts.

Photo: Archive Aberdeen Standard Investments



CRAIG MACDONALD

**Figure 1: ESGP factor weightings and key indicators**

Pillar	Weight	Proposed Indicators	Source
Environmental	15%	PM2.5 Air pollution	World Bank
		Carbon emissions	EDGAR - Emissions Database for Global Atmospheric Research
		Access to safe water (% population)	World Bank
Social	35%	Access to electricity (% population)	World Bank
		Life Expectancy	World Bank
		Quality of infrastructure	Global Competitiveness Index (World Economic Forum)
		Gender inequality index	Human Development Report (UN Development Program)
		GINI Coefficient	CIA World Factbook/World Bank
Governance	25%	Mean years of schooling	Human Development Report (UN Development program)
		Infant mortality	World Bank
		Ease of doing business	World Bank
		Voice and Accountability	Worldwide Governance Indicators (World Bank)
Political	25%	Government Effectiveness	Worldwide Governance Indicators (World Bank)
		Regulatory Quality	Worldwide Governance Indicators (World Bank)
		Rule of law	Worldwide Governance Indicators (World Bank)
		Open Budget Index	International Budget Partnership
		Corruption perception	Transparency International
		Political Stability	Worldwide Governance Indicators (World Bank)
		State fragility	Fund for Peace
Press freedom	Reporters without Borders		

Source: Aberdeen Standard Investments, November 2020.

Politics is a key aspect for investors as it drives economic policy and growth in emerging markets much more significantly than in developed economies. Along with transparent policymaking and sustainable growth comes a greater likelihood of debt repayment.’

**In what way do you use that information?**

‘For each indicator, we calculate Z-scores, which signal where each country lies relative to the average of that particular indicator.

The Z-scores are then averaged within each of the four dimensions, resulting in a score for each pillar. Finally, our overall ESGP score is calculated as a weighted average of each pillar’s score, with weights as follows: environmental 15%, social 35%, governance 25% and political 25%. Combined, the political and governance pillars account for 50% of the overall ESGP score. We believe that these two factors have the greatest impact on a country’s ability to sustain its growth and repay its debt.

Additionally, political and governance factors can be key catalysts for or impediments to the improvement of socioeconomic and environmental factors. We have given a bigger weight to the social pillar (35%), given the number of sub-themes taken into account (inclusive growth, infrastructure, health and education) and the increased importance of these factors for long-term growth in EM countries, compared to their developed market counterparts.

We then normalise the ESGP scores on a scale from 0 to 100, with the worst-performing country receiving a score of 0 and the best-performing country scoring 100, while preserving the distribution of deviations from the mean.’

**What does all this mean?**

‘The primary objective of the ESGP framework is to invest in sovereign bonds with attractive credit fundamentals, good

**Figure 2: ESGP final output selected country example**

COUNTRY	ENVIRON- MENTAL SCORE	SOCIAL SCORE	GOVERNANCE SCORE	POLITICAL SCORE	ESGP SCORE	ESGP SCORE
South Korea	60	100	99	86	100	NEUTRAL
Uruguay	100	74	83	100	92	NEUTRAL
Poland	70	92	86	80	91	NEUTRAL
UAE	49	92	88	82	91	NEGATIVE
Chile	79	77	96	84	90	NEUTRAL
Georgia	69	76	91	59	80	POSITIVE
Mexico	78	66	69	37	63	NEUTRAL
Ukraine	38	81	60	33	60	POSITIVE
Turkey	60	71	65	29	59	NEGATIVE
South Africa	21	44	79	58	57	NEUTRAL
Angola	29	18	30	36	24	POSITIVE
Cameroon	0	21	30	18	17	NEGATIVE

The figure above provides an extract from the ESGP framework, displaying the output of the analysis.

Source: Aberdeen Standard Investments.

growth prospects and, crucially, attractive pricing relative to the risks. The key benefit of this approach in this context is its potential to give a more complete and refined picture of the risk side.

As active investors, our aim is to find instances where credit fundamentals and risks may be mispriced. As shown in Figure 2, we place great emphasis on the ‘direction of travel’ of ESG factors and scores, as such dynamics are more likely to be mispriced by the market. Another key advantage of a forward-looking emphasis is the reduced risk of excessively penalising (and therefore under-allocating) to less developed countries. Their static (backward-looking) ESG scores might be low, but their direction of travel may be clearly positive. Conversely, the reverse risk of over-allocating to developed countries with high scores but unfavourable dynamics might also be lessened.’

**Any final thoughts?**

‘We believe an ESGP approach is well suited to EM sovereign debt investing. As we’ve hopefully shown, our in-house proprietary framework helps us integrate ESGP factors in our research process in a systematic manner. By doing so, we believe we complement our existing research and gain a more complete picture of long-term EM credit risk. Ultimately, we believe this supports better and more sustainable investment outcomes.’ «

1 Measurement problems can affect the reliability of aggregated indicators of institutional quality and should be taken into account when assessing institutional differences across countries. For an in-depth discussion of those issues, please refer to: “Measuring Governance”, OECD Policy Brief No. 39 by Charles P. Oman and Christiane Arndt (OECD 2010). Therefore, inferences about small changes and differences in indicators across countries should be taken with caution.



# FINDING YIELD IN A LOW RATE WORLD

By Ashish Shah

**In a low yield world, market inefficiencies can create attractive pockets of value in the high yield corporate bond market. As with any investment, the question when investing in high yield is whether investors are compensated for the risk.**

In our view, moving down the credit spectrum from investment grade into the upper end of the high yield market provides attractive compensation potential while still maintaining a reasonable level of credit quality.

One reason is that the investment grade market is relatively expensive. The ECB

is purchasing investment grade corporate bonds, but not high yield, while the US Federal Reserve is also purchasing investment grade bonds and certain high yield bonds that were rated investment grade prior to the 22<sup>nd</sup> of March.

With central banks' support contributing to significant outperformance in investment grade bonds over the last several months, investors may be able to pick up a significant yield increase by moving from the lowest tier of the investment grade market (BBB-rated bonds) to bonds in the upper tier of the high yield market (BB-rated bonds). In both Europe and the US, the yield on BB-rated bonds is more than 2% higher than BBB-rated bond yields (Figure 1). This yield pick-up is well above average and near the high end of the range over the last five years.

### A QUESTION OF QUALITY

In our view, high yield does provide adequate compensation for sacrificing some quality, particularly at the upper end of the high yield rating spectrum.

The overall credit quality of the high yield market has increased due to a combination of Fallen Angels (investment grade companies downgraded to high yield) and defaults by weaker high yield companies. As of the end of the third quarter of this year, the volume of Fallen Angels has spiked to \$217 billion in the US. In Europe the volume surged to



about €77 billion, with the highest-rated BB tier now more than 70% of the total European high yield market and more than half the total US market. Credit quality can vary significantly at the individual issuer level, and we expect defaults to remain elevated relative to the last few years.

Despite weaker fundamentals, corporate balance sheets were in good



Ashish Shah

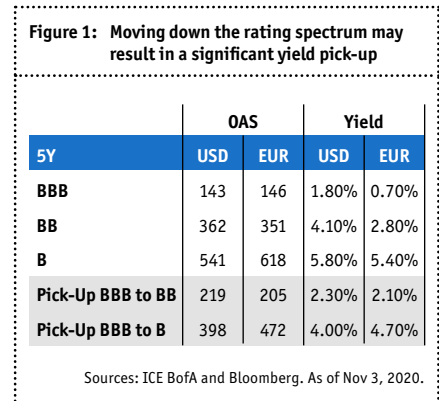
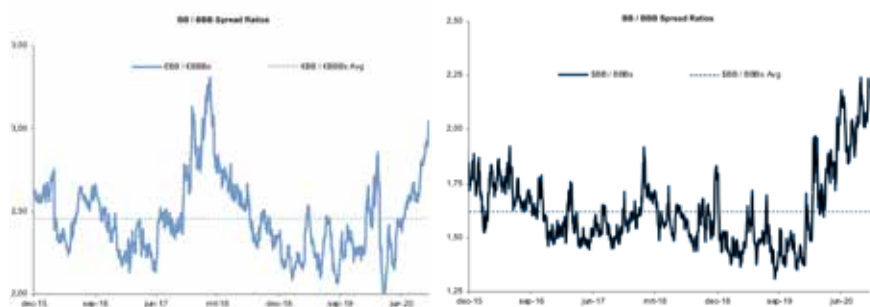


Figure 2: BB-rated bonds offer spreads 2-3 times higher than BBB-rated bonds



Source: ICE BofA. As of Oct. 31, 2020.

*High yield market valuations generally overcompensate investors for default risk relative to the actual risk of default.*

- High yield corporate credit valuations are attractive and provide an attractive yield premium.
- The overall quality of the high yield market has increased due to a combination of Fallen Angels and defaults by high yield companies.
- Analysis of ESG factors may enable investors to identify high yield companies that can outperform.

shape pre-COVID-19 and issuers have done a good job increasing their cash on balance sheets and managing costs. Leverage has increased, but from a reasonable pre-crisis base. We think high yield market valuations generally overcompensate investors for default risk relative to the actual risk of default. For example, in Europe, we expect a default rate of 3.5% over the next 12 months and estimate a European high yield market default rate of about 5.6%. We see particular opportunity for security selection in market sectors where valuations are depressed and yields are elevated due to how the market is pricing exposure to COVID-19.

After dissecting the global credit markets to examine sensitivity to COVID-19 we found that the market is pricing a yield premium into bonds issued by companies in sectors that are deemed to be severely negatively exposed to COVID-19. However, our analysis also suggests that the market is distinguishing COVID-19 exposure at the sector level, not at the individual company level. In our view, this creates an opportunity to position for growth in companies that may be in a sector which is exposed to COVID-19, but have business models that we expect will allow them to outperform, at attractive valuations.

Analysis of ESG factors provides another lens through which investors may be

able to identify high yield companies that could outperform. We have constructed a proprietary rating system for ESG factors, which we apply to companies to assess ESG performance relative to peers and to gauge the forward-looking momentum of a company's ESG-related trend.

We believe this approach could be particularly helpful in the high yield market, where ESG risks are potentially higher and yet ESG rating coverage by providers is lower compared to the investment grade market. With our proprietary ratings, we currently cover about 90% of our high yield issuer universe, whereas leading ESG rating providers tend to cover only about half of that universe. As active managers, we view this as a market inefficiency that our high yield investors can exploit. Through fundamental research and engagement, we can identify investment opportunities in companies that have a well-articulated ESG strategy and exhibit solid governance practices.

#### ACCESSING THE HIGH YIELD MARKET OPPORTUNITY

We are actively positioning for opportunities in high yield and the BB segment of the market across many of the investment portfolios we manage. We pair this exposure with exposure to interest rates, which could provide income as well as a potential hedge against adverse credit scenarios. «

**This article was written by Ashish Shah, Co-Chief Investment Officer, Global Fixed Income and Liquidity Solutions Business, Goldman Sachs Asset Management (GSAM).**

#### Disclaimer:

Views and opinions expressed are for informational purposes only and do not constitute a recommendation by GSAM to buy, sell, or hold any security, they should not be construed as investment advice.

This information discusses general market activity, industry or sector trends, or other broad-based economic, market or political conditions and should not be construed as research. Investors are urged to consult with their financial advisors before buying or selling any securities. This information may not be current and GSAM has no obligation to provide any updates or changes.

Although certain information has been obtained from sources believed to be reliable, we do not guarantee its accuracy, completeness or fairness. We have relied upon and assumed without independent verification, the accuracy and completeness of all information available from public sources. Economic and market forecasts presented herein reflect a series of assumptions and judgments as of the date of this presentation and are subject to change without notice. These forecasts do not take into account the specific investment objectives, restrictions, tax and financial situation or other needs of any specific client and they are subject to high levels of uncertainty that may affect actual performance. Accordingly, these forecasts should be viewed as merely representative of a broad range of possible outcomes.

United Kingdom and European Economic Area (EEA): In the United Kingdom, this material is a financial promotion and has been approved by Goldman Sachs Asset Management International, which is authorized and regulated in the United Kingdom by the Financial Conduct Authority.

© 2020 Goldman Sachs. All rights reserved. 221560-OTU-1299792

# Door de lage yields eisen steeds meer creditbeleggers alpha

DOOR HARRY GEELS

Steeds meer beleggers in credits willen extra rendement bovenop de huidige lage yield, zonder het risico sterk te verhogen en zonder de liquiditeit in de portefeuille op te geven. Met een gestructureerde manier van beleggen in credits, op basis van een kwantitatieve aanpak aangevuld met fundamentele inzichten en een fijnmazig risicomanagement-systeem, en toegesneden op de wensen van de klant, moet dat volgens Sriram Reddy, Investment Director European & Global Credit bij Schroders, mogelijk zijn.



Foto: Archief Schroders

## CV

Sriram Reddy is Investment Director, gericht op Europese en Global creditstrategieën. Hij trad in 2018 in dienst bij Schroders en is gevestigd in Londen. Reddy was van 2005 tot 2018 Fixed Income Product Strategist bij BlackRock. Daarnaast werkte hij als Beleggingsstrateeg binnen het BlackRock Investment Institute. Reddy publiceerde in 'Brain and Development' en in 'Journal of Child Neurology' voor onderzoek gericht op Rett's syndroom. Reddy heeft een BA in Economie van Johns Hopkins University.

## Waarom en wanneer hebben jullie de kwantitatieve strategie voor credits ontwikkeld?

'Door de lage yields op credits en de vraag van klanten naar maatwerk vonden we het nodig om op een systematische manier alpha te kunnen toevoegen aan de portefeuille. Een gestructureerde manier van werken is nodig, omdat het bij credits lastig is om zowel fundamentele als kwantitatieve inzichten te combineren. Er zijn diverse vermogensbeheerders die het een of het ander goed kunnen, maar het is lastig zowel fundamentele als kwantitatieve analyses toe te passen. Bij Schroders zijn we zeer gefocust op eigen kredietonderzoek bij het identificeren van emittenten die ten opzichte van de fundamentals onjuist worden gewaardeerd. We hebben zo'n twintig verschillende fundamentele strategieën voor credits om in uiteenlopende klantbehoeften te kunnen voorzien. Overigens gaat het niet om geheel verschillende beleggingsmethodieken, maar is het vaak de regionale focus die verschilt, bijvoorbeeld wereldwijd, op Europa, op de VS et cetera. De gemene deler is verder de bottom-up research, het dna van ons bedrijf. Drie jaar geleden besloten we echter een nieuwe strategie te ontwikkelen die beter aansluit bij de behoefte van diverse institutionele klanten. Dit werd de SmartAlpha<sup>1</sup>-strategie, waarbij de focus ligt op het gestructureerd, systematisch en efficiënt implementeren van onze fundamentele inzichten.'

**We beleggen niet alleen volgens de richtlijnen van de klanten, maar ook alleen in die beleggingsinstrumenten en die kwaliteit die ze verwachten in hun mandaat voor credits.**

## Bij ons blijft de nadruk liggen op de bekende fundamentele analyse, maar dan gekwantificeerd. Er is immers niets mis met traditionele kredietanalyse!

### In welk opzicht is de SmartAlpha creditstrategie anders dan de traditionele beleggingsstrategieën voor credits?

'Filosofisch gezien doen we eigenlijk twee dingen. Ten eerste kijken we in ons universum naar obligaties die goedkoop zijn in termen van intrinsieke waarde. Daarna optimaliseren we de obligatieportefeuille om risico's ten opzichte van de benchmark te minimaliseren, waarbij we rekening houden met de richtlijnen van de klant. In Figuur 1 is te zien dat de meeste beleggingsproducten voor credits structureel 'long beta' zitten en een allocatie hebben die 'off-benchmark' is. Vaak worden zelfs kredietderivaten en valuta's ingezet. Ook kan er bij veel beleggingsproducten voor credits belegd worden in high yield, soms tot wel 20%. In SmartAlpha beleggen we alleen in instrumenten die in de benchmark zitten. Onze klanten kunnen er zeker van zijn dat we niet alleen volgens hun richtlijnen beleggen, maar ook echt alleen in die beleggingsinstrumenten en in die kwaliteit die ze verwachten in hun mandaat voor credits. Dat is een belangrijk punt. Wij horen vaak dat beleggers in tijden van stress nog weleens overvallen worden door resultaten die ver van de benchmarks afwijken, mede door de eerder genoemde off-benchmark beleggingen.'

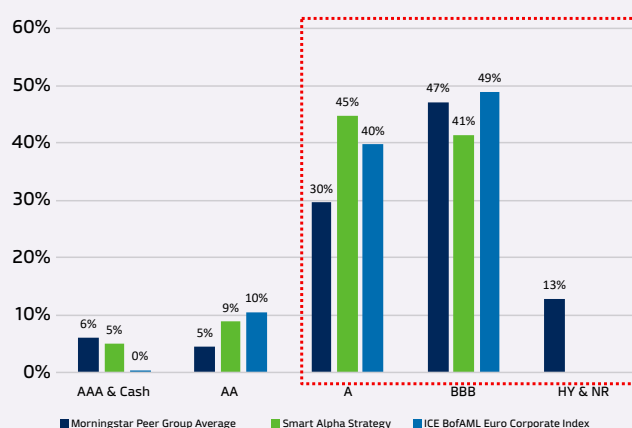
### Hoe sporen jullie ondergewaardeerde credits op?

'We maken onderscheid tussen fundamentele en systematische factoren. Voor het fundamentele blok hebben we uitgebreid gesproken met onze fundamentele analisten. We vroegen hen wat de belangrijkste factoren zijn om het toekomstige traject van creditspreads te voorspellen. Vervolgens hebben we een hele lijst met potentiële voorspellende fundamentele factoren bekeken en geanalyseerd op significantie. Dat was nog best lastig, maar uiteindelijk hebben we ze gevonden. We gebruiken nu verschillende factoren voor de drie subsegmenten van de markt voor credits: die voor de verzekeraars, de banken en niet-financiële bedrijven. Zo gebruiken we voor verzekeraars bijvoorbeeld de Solvency-2 ratio en de geschreven bruto-premies. Voor banken blijken onder andere de netto rentemarge of de TIER 1-kapitaalratio meer voorspellende kracht te hebben. Bij niet-financiële instellingen werken onder meer de 'adjusted net leverage' of de 'interest coverage' weer beter.'

### En hoe zit het met het systematische factorblok?

'Het tweede blok systematische factoren bestaat uit factoren zoals Carry-, Liquiditeit-, Volatiliteit- en Regio/

**Figuur 1: Beheerders zitten normaal gesproken 'long beta', met een 'off-benchmark' allocatie**



Bron: Presentatie SmartAlpha, Fundamental credit insights in a systematically constructed portfolio, oktober 2020.

Sector. In het Carryblok zit bijvoorbeeld de actuele spread als factor. In het volatiliteitsblok gebruiken we onder meer de impliciete volatiliteit van de aandelen van het bedrijf om de gevolgen voor de creditspread te analyseren.

We passen regressieanalyses toe om de optimale wegingen van alle factoren, fundamenteel en systematisch, te bepalen. Als we vervolgens de actuele data gebruiken, krijgen we rankings van credits, van het meest ondergewaardeerd tot het meest overgewaardeerd. Uit deze analyse kunnen we een beter beeld krijgen van de reële waarde van de emittenten in ons universum, wat de eerste stap is in ons proces. Onze benadering onderscheidt zich van de meer traditionele factorbenaderingen zoals die tegenwoordig ook steeds vaker voor credits worden toegepast en die factoren gebruiken die lijken op de bekende aandelenpremies als Value, Low Volatility of Momentum. Bij ons blijft de nadruk liggen op de bekende fundamentele analyse, maar dan gekwantificeerd. Er is immers niets mis met traditionele kredietanalyse! Onze strategie heeft het sinds begin 2018 ook zeer goed gedaan. We behaalden een duidelijk hoger rendement, zo'n twee procentpunt meer dan de benchmark, de ICE BofAML Corporate Credit Index, tegen een slechts beperkte hogere volatiliteit dan de benchmark. Daardoor komen we uit op een Informatie Ratio van ruim 3,5, een uitkomst waarmee we in de top van de peer group zitten. Zeker, het track-record is kort, maar het is wel een bijzonder interessante periode geweest, onder andere vanwege de coronacrisis. Via onze attributieanalyse kunnen we aantonen dat de outperformance ook grotendeels wordt bepaald door sector- en aandelenselectiebeslissingen in plaats van door de duration van de FX-beslissingen.'

### Hoe wordt risicomanagement uitgevoerd bij de SmartAlpha-strategie?

'Risicomanagement vormt een belangrijk onderdeel van ons beleggingsproces, waarbij we proberen het risico van onze portefeuille ten opzichte van de benchmark te minimaliseren. Risicomanagement bestaat vervolgens uit zes onderdelen die verweven zijn in het hele beleggingsproces. Zo wordt het totale risico van de portefeuille berekend met een eigen covariantiematrix, wat ons inzicht geeft in de door de tijd heen bewegende correlaties tussen de verschillende beleggingen. Daarnaast wordt duration strak gemanaged, waarbij de portefeuille maximale afwijkingen in termen van duration mag hebben, een en ander afhankelijk van de wensen van de klant. Ten derde wordt aandacht besteed aan staartrisiko. Analisten geven expliciet een actieve kijk op potentiële neerwaartse risico's die niet door fundamentele ratio's worden gevat. Credit met een hoog tail-risico wordt niet aangekocht binnen de portefeuille. Vervolgens kijken we naar de 'credit beta'. Er worden maximale limieten gezet op de DTS, ofwel de Duration Times Spread, en de credit rating. Aansluitend worden er maxima gesteld aan bepaalde concentraties en liquiditeit. De posities in een emittent zijn bijvoorbeeld maximaal 2% groot.

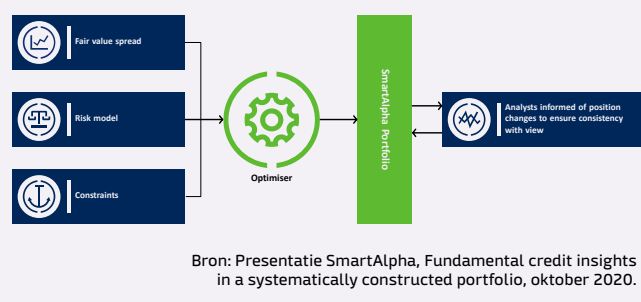
Het risicomanagement is ten slotte een onderdeel van het maatwerk dat we leveren. Dat is het beste te zien in figuur 2, waarin de 'fair value spreads', risicomanagement en de maximale limieten van de klant allemaal 'input' zijn die in onze Optimiser terechtkomen, waaruit dan de SmartAlpha-maatwerkportefeuille ontstaat. Het is overigens opvallend dat een gemiddelde portefeuille uit zo'n tachtig namen bestaat, hoewel we misschien een meer gediversifieerde portefeuille hebben voor klanten die op zoek zijn naar een lagere alpha target. Terzijde, hoe meer divergentie of spreiding in de prestaties van credits, zoals we die nu bijvoorbeeld zien door de coronacrisis, hoe meer alpha-mogelijkheden er ontstaan.'

### Wat is er meer in het algemeen -los van de specifieke beleggingsmethodiek- nodig om succesvol te kunnen beleggen in credits?

'Globaal gebruiken wij vier 'building blocks': het begrijpen van de behoeften van de klant, aansluiting realiseren op de ervaring en beleving van de klant, goede research en wereldwijde expertise. We hebben nu zo'n twintig

## Hoe meer divergentie of spreiding in de prestaties van de credits, zoals we die nu zien door de coronacrisis, hoe meer alpha-mogelijkheden er ontstaan.

Figuur 2: Geïntegreerd maatwerk in de geoptimaliseerde portefeuille



creditstrategieën, zodat we op uiteenlopende behoeften van klanten kunnen inspelen. Innovatie is belangrijk om de klant de juiste beleving te kunnen bieden. Daarbij gaat het niet alleen om innovatie in beleggingsmethodieken, maar ook in technologie, zeg maar het ontwerp en de actuele, transparante en overzichtelijke, interactieve weergave van de belegging. Tot slot is research natuurlijk belangrijk. Bij ons staat dat gelijk aan 'high conviction' door middel van diepgaande, vooruitkijkende research. Grotendeels zelf uitgevoerd, want met eigen research kan veel meer een voorsprong worden gebouwd dan met ingekochte standaardresearch. Het voorspellen van macro-events, zoals de invloed van de Amerikaanse verkiezingen, zit niet in ons proces verweven. Deze zijn vaak moeilijk te voorspellen en als ze goed voorspeld worden, is de reactie van de markt vaak ook nog lastig in te schatten. Wij concentreren ons liever op het selecteren van de juiste, lees ondergewaardeerde beleggingen, gebaseerd op ons eigen onderzoek. Uiteindelijk moet een beheerder in onze ogen wereldwijd kunnen opereren en gebruik kunnen maken van lokale expertises.'

### Wat zijn de vooruitzichten voor credits? Wat zijn de rendementsverwachtingen?

'Er zit, zoals gezegd, momenteel veel spreiding in de resultaten van credits. Dat biedt mogelijkheden tot extra rendement en dat is ook wat klanten, gezien de lage yields, van ons vragen.

Wij denken dat het toekomstige rendement voor passieve beleggers uitdagender kan zijn, gezien het lagere uitgangspunt voor yields. Daarom wordt steeds meer de vraag gesteld of we consistente alpha kunnen leveren tegen een gematigd risico ten opzichte van de benchmark. We geloven dat dit mogelijk is. Sinds de start hebben we, zoals gezegd, twee procentpunt extra rendement gegenereerd, met een relatief lage ex post tracking error ten opzichte van de benchmark, wat kan helpen om de lagere rendementen van een zuivere passieve allocatie aan credit te compenseren.' «

1 SmartAlpha is een trademark van Schroders





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

# COLUMN

## Wettelijke kwaliteitsrekening: praktisch alternatief voor een stichting derdengelden?

Op 6 november 2020 is de Consultatie Wijzigingswet Financiële Markten 2022 van start gegaan. Het concept-wetsvoorstel omvat een regeling voor een wettelijke kwaliteitsrekening voor bepaalde financiële ondernemingen. Of deze regeling toegevoegde waarde heeft, is echter de vraag. De consultatie sluit op 18 december 2020.

Het concept-wetsvoorstel maakt het voor afwikkel-ondernemingen, betaalinstanties, elektronisch-geldinstellingen en beleggingsondernemingen mogelijk om op een nieuwe manier te voldoen aan de voor hen geldende verplichting tot afscheiding van voor derden gehouden geldmiddelen. Hoe? Door deze geldmiddelen aan te houden in een kwaliteitsrekening. Deze kwaliteitsrekening moet worden geopend bij een bank in Nederland. Uit de tenaamstelling moet blijken dat de rekening door de financiële onderneming wordt aangehouden in eigen naam ten behoeve van één of meer derden, met vermelding van de hoedanigheid van de rekeninghouder. De geldmiddelen op deze rekening vormen een afgescheiden vermogen dat uitsluitend dient tot voldoening van vorderingen van (i) derden voor wie geldmiddelen op de rekening zijn bijgeschreven en (ii) de bank waarbij de rekening wordt aangehouden, voor zover het gaat om vorderingen die verband houden met het beheer van de rekening. Deze kwaliteitsrekening onderscheidt zich van een notariële kwaliteitsrekening. Bij een notariële kwaliteitsrekening behoort het saldo toe aan de gezamenlijke belanghebbenden. Bij de onderhavige kwaliteitsrekening behoort het saldo toe aan de rekeninghouder, maar kunnen alleen bepaalde crediteuren zich erop verhalen.

Momenteel voldoen de meeste financiële ondernemingen aan hun verplichting tot afscheiding van voor derden gehouden geldmiddelen door middel van een separate bewaarinstelling: een stichting derdengelden. Een dergelijke constructie stuit in het buitenland regelmatig op onbegrip. Buitenlandse partijen weigeren soms om aan een stichting derdengelden te betalen. Dit onbegrip is voor de wetgever een belangrijke reden om de figuur van de kwaliteitsrekening met afgescheiden vermogen te introduceren. Verder past deze figuur goed in het stelsel

van de Wet Financieel Toezicht en sluit zij aan bij andere in deze wet geregelde gevallen. De bestaande wijzen van vermogensscheiding blijven beschikbaar. Partijen kunnen er dus ook voor kiezen om van de figuur van een stichting derdengelden gebruik te (blijven) maken. Nu in de advocatuur al een eeuwigheid gebruik wordt gemaakt van een stichting derdengelden en deze constructie zonder problemen functioneert, lijkt dat een verstandige beslissing.

Het is mijns inziens niet zo dat de derde met een kwaliteitsrekening geen risico meer loopt met betrekking tot de voor hem gehouden geldmiddelen. Weliswaar dienen deze geldmiddelen uitsluitend tot voldoening van de vorderingen van degenen voor wie de geldmiddelen op de rekening zijn gestort en van de bank waarbij de rekening wordt aangehouden, maar dat wil niet zeggen dat deze geldmiddelen altijd toereikend zullen zijn om deze vorderingen te voldoen. Denkbaar is dat de financiële onderneming in weerwil van haar wettelijke en contractuele verplichtingen over de geldmiddelen heeft beschikt of dat geldmiddelen ten onrechte niet op de kwaliteitsrekening zijn bijgeschreven. Niet voor niets bepaalt het wetsvoorstel dat de financiële onderneming een tekort terstond moet aanzuiveren en dat er tot dat moment slechts pro rata mag worden uitbetaald. Bij faillissement van de financiële onderneming zullen de belanghebbenden ter zake van dit tekort slechts een concurrente vordering hebben.

Zo bekeken, lijkt de voorgestelde regeling mij niet veiliger dan de huidige wijzen van vermogensscheiding. De toegevoegde waarde van het wetsvoorstel is volgens mij dan ook vooral hierin gelegen dat het een praktisch alternatief biedt voor de thans gebruikelijke wijzen van vermogensscheiding. «



# INVESTING IN FALLEN ANGELS DURING COVID-19

By Philip Messow

**The pandemic has caused market turbulence on an unprecedented scale. Yet there are strategies which have been able to generate added value for investors, such as investing in Fallen Angels.**

The term Fallen Angels refers to bonds of issuers whose creditworthiness has deteriorated and whose credit rating has thus been downgraded from investment grade to high yield. Downgrades can trigger massive overreactions by investors, especially in times of significant market tension and stress. As a consequence, such bonds may temporarily trade below their fundamental value. This overreaction can be systematically exploited within the framework of high yield products.

### SALES PRESSURE DUE TO DOWNGRADES

The downgrade of a bond to the high yield universe often leads to forced selling: institutional investors that are

obliged to comply with regulatory requirements with regard to credit ratings, as well as ETFs tracking an investment grade index, are forced to sell such bonds. However, the high yield market, with a market capitalisation of €1.7 trillion as of 31 March 2020, is significantly smaller than the investment grade universe, with a market capitalisation of €10.2 trillion. Hence, sales pressure may drive the market price of a bond below its fundamental value.

Downgrades to high yield ratings occur more frequently during an economic downturn. For instance, our analysis

*The temporary undervaluation has turned Fallen Angels into an important segment of the high yield universe for systematic strategies.*

shows that there were on average only nine Fallen Angels per month during the period from January 2010 to February 2020, compared to 106 downgrades in March 2020 alone. This demonstrates that Fallen Angels are predominantly influenced by systematic risk factors. Idiosyncratic risks play a lesser role here. Yet during times of crisis, it's especially difficult to find new buyers in the stressed high yield market. This is due to the fact that many investors' capacity to assume risk is reduced significantly when they are faced with strong market turbulence. It's fair to expect the extent of temporary undervaluation of Fallen Angels to be much larger during a crisis.

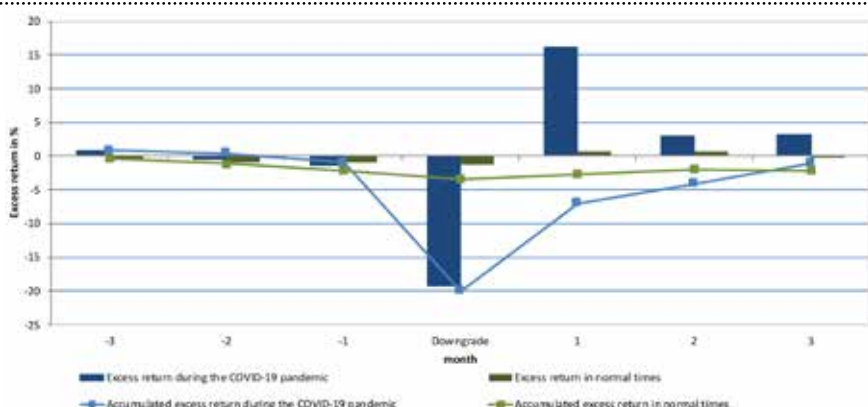
### FOCUS ON ENERGY AND MANUFACTURING SECTOR

The present analysis looks at the performance of USD-denominated Fallen Angels for a period preceding the COVID-19 crisis (January 2020 to February 2020) and during the first



Dr. Philip Messow

**Figure 1: Relative and accumulated performance of fallen angels**



Comparison to a reference sample based on similar credit rating, duration and sector for the period from December 2019 to June 2020 (COVID-19) and for the period from January 2010 to February 2020 (normal market). Sources: Intercontinental Exchange, Bloomberg and Quoniam.

- Investing in Fallen Angels can be a beneficial strategy in times of market disruption.
- The downgrade of a bond from investment grade to high yield often leads to forced selling.
- Downgrades occur more frequently during an economic downturn: 106 downgrades in March 2020 alone.
- Energy sector and manufacturers have been hard hit by downgrades during the COVID-19 pandemic so far.
- Many Fallen Angels experienced a significant counter-movement after the downgrade and were able to largely recoup the initial loss.
- Data indicate an overreaction that occurs in the event of a downgrade, leading to a temporary undervaluation when a bond is downgraded.
- Fallen Angels have experienced particularly strong divergence from their fundamental value, due to the COVID-19 pandemic.

month of that crisis (March 2020). For this purpose, we have focused on corporate bonds which were downgraded from the ICE BofA Global Corporate Index to the ICE BofA Global High Yield Index. We analysed a total of 1,133 Fallen Angels, with 106 downgrades which occurred in March 2020.

As a consequence of the COVID-19 pandemic, the energy sector and manufacturers of cyclical consumer goods have been particularly hard hit by downgrades. Together, these two sectors account for almost 90% of all Fallen Angels during the period under analysis.

We have calculated the average excess return<sup>1</sup> of Fallen Angels for a seven-month period, covering the three months prior to the downgrade, the month during which the downgrade occurred, and the subsequent three months. In addition, we have analysed performance differences between Fallen Angels which were downgraded during March 2020 – at the initial peak of the COVID-19 pandemic – with those downgraded during the period prior to the pandemic (Jan 2010-Feb 2020). We have looked at the relative return of Fallen Angels versus comparable bonds. The reference group consists of bonds with a similar credit rating, duration and sector.

### TEMPORARY UNDERVALUATION CAN BE SIGNIFICANT

Figure 1 illustrates the results of this analysis: it shows that holding Fallen Angels during the month of the downgrade resulted in an average negative relative return of 1.3% in normal times and 19% during the COVID-19 pandemic. In both observation periods, Fallen Angels experienced a significant counter-movement after the downgrade and were able to largely recoup the initial loss over the observation period. This is an indication for an overreaction that occurs in the event of a downgrade, leading to a temporary undervaluation when a bond is downgraded from the investment grade universe to the high yield universe. During the COVID-19 pandemic, both the average negative return of comparable corporate bonds and the counter-movement were much larger in size. This indicates that in the course of the March market collapse, there were hardly any investors prepared to work against the tide.

Fallen Angels have experienced particularly strong divergence from their fundamental value due to the COVID-19 pandemic. The temporary undervaluation has turned Fallen Angels into an important segment of the high yield universe for systematic strategies. One way to make these bonds accessible for investors is to integrate Fallen Angels into high yield products. «

<sup>1</sup> We have calculated excess return over government bonds with the same duration.

**This article was written by Dr. Philip Messow, Associate Director Research Forecasts, Quoniam Asset Management.**



# THE DEVIL IS IN THE CREDIT DETAILS

‘European credit markets still remain attractive, offering long-term value while taking into account default risk and potential losses.’ Marc Rovers, Head of Euro Credit at Legal & General Investment Management, answers a number of questions related to European credit markets.

## WHAT HAVE BEEN THE MAIN PERFORMANCE DRIVERS THIS YEAR?

‘Identifying a single performance driver is difficult since our portfolio has changed many times over the past couple of years, mainly driven by economic and monetary conditions. The year 2020 has obviously been a real roller-coaster for the credit markets with the COVID-19 pandemic. We’ve navigated the storm through employing a dynamic combination of top-down and bottom-up research.

Being defensively overweight in utilities has helped this year as the strong market conditions in January, which weakened through February, were followed by the sell-off in March as the pandemic hit

Europe. Since the second quarter, we have become more positive on the back of low valuations and historic levels of monetary and fiscal support. Furthermore, companies have been issuing large amounts of debt to ensure sufficient liquidity and their survival. We used this opportunity to add risk, including companies that may have been impacted by the pandemic but which we believe will come out the other side, at the same time hopefully avoiding names that may not survive the crisis.

Looking further back, 2018 started out positively, but as the year progressed we became increasingly concerned about valuations. The opposite was true of 2019, with the year starting weak and

*With all the turmoil, we believe that a focus on quality is imperative.*

then turning bullish. As a result we increased beta and ran long on hybrids, which contributed to our performance, but not everything worked out and being overweight in utilities detracted from returns last year.’

## WHICH POSITIONS HAVE PROVED BENEFICIAL?

‘Higher conviction investment ideas in certain sectors, or names, often work well. For example, we’ve successfully navigated the automotive sector on the back of good analyst coverage, trying to identify the winners and losers and adding those that we believe will remain investment grade.

Within financials, some of our long term holdings are select Italian banks which we believe have stronger fundamentals as compared to their Italian peers and banks in other markets across Europe. With all the turmoil, we believe that a focus on quality is imperative.’



Marc Rovers

Photo: Archive LGIM

*The European credit market still looks relatively attractive and offers long-term value, taking account of default risk and potential losses.*

### COULD YOU OUTLINE YOUR CURRENT INVESTMENT THEMES?

‘Electricity is the fuel of the future, so we have a long-term view on sectors and companies that are focused on electrical power. Within the auto sector, for example, sales of electric cars are rising while combustion engine vehicle sales decline. That is going to be a very powerful trend driving our investment choices.

This theme also plays a part in our positive view on utilities, especially those whose revenues come from regulated network exposure, which reinforces this group’s defensive characteristics. This means that we maintain a general exposure to the sector.

We have been long-time proponents of select real estate sub-sectors, preferring regulated residential, logistics and data centre names, where COVID-19 has magnified performance differences.

We have also moved in and out of the energy sector, adding companies such as Shell, Total and BP when the oil price was low and because we felt values were compelling. Some of those valuations have now compressed as the oil price has normalised and we have become more critical given the uncertain longer-term outlook for the sector.’

### WHAT IS YOUR OUTLOOK FOR THE NEARBY FUTURE?

‘The European credit market still looks relatively attractive and offers long-

term value, taking account of default risk and potential losses. We have a neutral view for the rest of the year, given how far valuations have come and the near term uncertainty.

We have already seen a strong beginning to the economic recovery, but there remains a great deal of uncertainty around its shape. Governments across the world are still grappling with how to respond to virus case loads as the scientific community works on a vaccine. The challenge is to identify how holdings will perform under different scenarios. Important questions are how the various factors will affect the balance sheets of these companies and what could be done by them to improve their prospects.

We believe it’s all about stress testing. These are the issues we discuss with our credit analysts and is why we continue to be underweight in names that we feel are structurally challenged. When the vaccine is generally distributed within the next twelve months, this will benefit companies in some of the hardest hit sectors like travel and leisure, so we see opportunities for the better names here.

At the same time, we mustn’t lose sight of geopolitical risks. The US election has just taken place and the Brexit looms on the immediate horizon. Issues such as US-China relations will remain very fragile despite the arrival of the new administration of Joe Biden in the new year. With trade globalisation threatening to go into retreat and monetary policy being deployed at, or close to, the maximum, with burgeoning government fiscal deficits, it’s very hard to be positive on world growth. We have to bear this in mind when analysing companies.’

### WHAT ARE THE KEYS TO YOUR INVESTMENT POLICY?

‘Market conditions are evolving dynamically, so it’s important not to become complacent. We have to be nimble when it comes to managing the portfolio. Due to the current

uncertainty, we want to make sure that we have enough flexibility in our fund, which is why it’s important to also have relatively liquid holdings, including cash and German Bunds.

The last few months have been particularly challenging because things have been moving so quickly and you have to keep your eye on everything. It’s important to have a strong team with extensive analyst support. It is essential to capture market turns while continuing to be disciplined in scaling risk and assessing valuations.

We obviously couldn’t predict the extent of the pandemic, but at the start of the year we felt that markets were not properly pricing the defensive characteristics of some sectors (like utilities), as compared with more cyclical names. In the future, making these calls while realising positions as valuations become stretched either way, will be key.’ «

- The year 2020 has been a roller-coaster for credit markets.
- Higher conviction investment ideas look the most promising under the current circumstances.
- Our investment policy currently focuses on electrical power and select real estate sub-sectors.
- The path to post-COVID-19 recovery is unclear, but the European credit markets still look relatively attractive.
- Market conditions remain volatile, so vigilance is warranted.

Important Information: Past performance is no guarantee of future results. The value of an investment and any income taken from it is not guaranteed and can go down as well as up, you may not get back the amount you originally invested.

# Threats will continue to outweigh opportunities

BY JOLANDA DE GROOT

The COVID-19 pandemic has amplified and accelerated important disruptors that could produce upside or downside surprises. Joachim Fels, Managing Director and Global Economic Advisor at Pimco, believes that being well prepared is vital to investment success over the next three to five years. We asked him which factors should be taken into account.



## CV

Joachim Fels is Managing Director and Global Economic Advisor of Pimco since 2015. He is a member of the Investment Committee and leads the Quarterly Cyclical as well as the Secular Forum process. Previously, he was Global Chief Economist at Morgan Stanley in London. Before that, he was an International Economist at Goldman Sachs and a Research Associate at the Kiel Institute for the World Economy. He has 33 years of macro research experience.

### **What are the biggest threats and opportunities for investors in 2021 and the years after?**

'Given the elevated valuations of almost all asset classes and the potential for major disruption over the next several years, there are unfortunately more threats than opportunities for investors. This calls for careful, balanced portfolio construction and broad diversification across asset classes and regions. The accelerating digitalization as a consequence of the pandemic, as well as the ongoing transition to a greener economy, will bring forth winners and losers. This calls for active management with careful, bottom up selection of corporate and sovereign issuers.

There are also select opportunities in sectors that are hit the hardest by the pandemic, such as travel and leisure, which stand to benefit from vaccine roll-outs over the coming year and pent-up demand. Also, we see select opportunities in Emerging Markets, where valuations are often less demanding than in developed markets. Moreover, private credit strategies, including in distressed debt, can be attractive for investors who have a longer time horizon and less need for high liquidity.

Major threats include the potential for more geopolitical tensions due to China's rise to becoming the major power in the world and thus challenging the dominance of the US, as well as a further rise of populism due to the economic and psychological impact of the pandemic, which could lead to more extreme policy choices in the future. In order to exploit for the volatility emanating from such disruptions, investors will have to keep some dry powder in the form of very liquid and safe assets.'

### **What do you see as the four most important themes for the economy at this moment?**

'The first theme is 'From hurting to healing'. Despite the current double-dip in economic activity due to the second COVID-19 wave, the economy will likely transition from hurting to healing over the course of 2021 once the

## We are likely to see a repeat of the political gridlock in the US.

lockdown measures are being lifted and one or several vaccines become widely available. This will unleash pent-up demand and should fuel a strong rebound in cyclical growth over the next 6 to 12 months.

The second theme is 'Economic scarring'. Despite the cyclical healing, some economic scars will remain. These will weigh on longer-term potential output growth and thus on longer-term corporate earnings growth. One reason is the erosion of workers' skills and thus their productivity due to elevated unemployment. Another reason is more subdued business investment in response to still high levels of uncertainty and higher debt levels. Last but not least, the zombification of the corporate sector due to government support programs will keep many less productive and less profitable companies artificially afloat.

The third theme is 'Fiscal is the new monetary'. Monetary policy tools are pretty much exhausted as the room for further interest rate cuts is very small. In addition, pushing bond yields and credit spreads lower through asset purchases becomes ever more difficult given how low these already are. Therefore, all eyes are on fiscal policy as the main tool of demand management. However, fiscal policy depends on the political process and is therefore not as flexible as monetary policy and cannot be taken for granted. This makes the economic outlook more uncertain.

The fourth theme is that both inflation and deflation risks have risen. Inflation could result if fiscal policy stays

expansionary, even when the economy has normalized and monetary policy doesn't push back, because central banks actually want higher inflation to compensate for past shortfalls. On the other hand, deflation could result if fiscal policy returns to austerity too early, or if asset prices, having been pumped up by excess liquidity so far, collapse.'

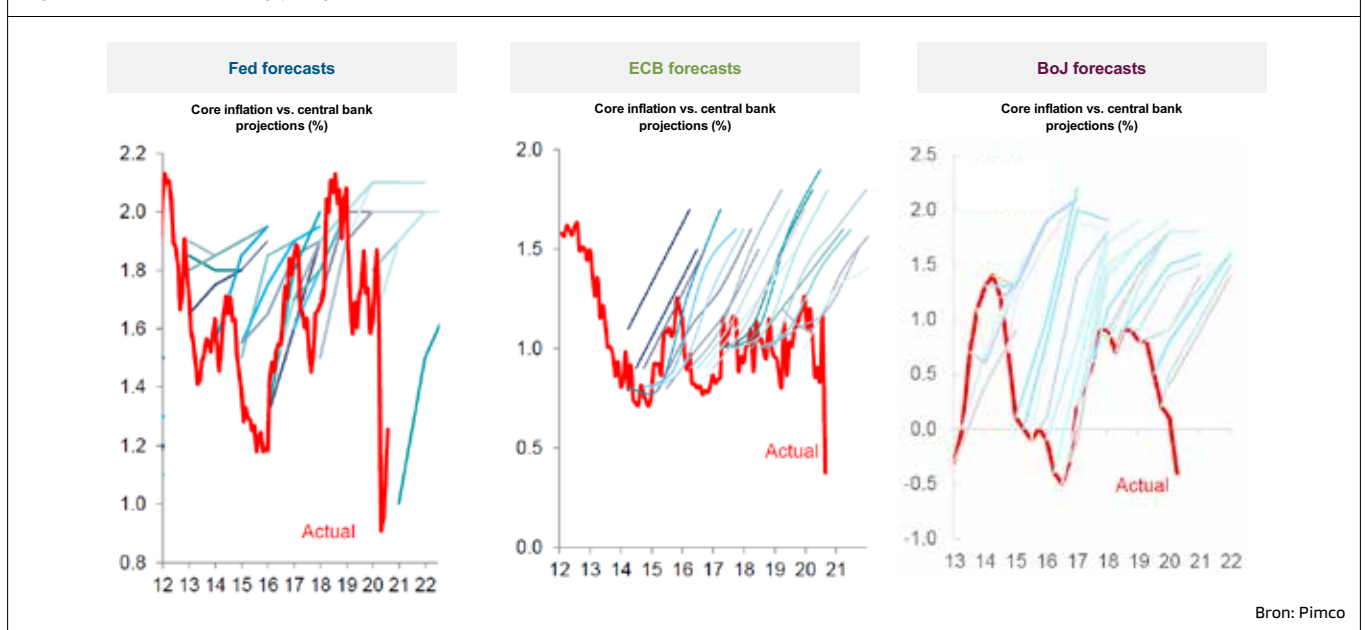
### How important is the outcome of the US elections for the US economy?

'As things stand now, the most likely outcome is a Biden administration facing a Republican majority in the US Senate. This is important because it will likely lead to much less fiscal stimulus or even a restrictive fiscal policy. The reason is that a Republican senate majority will have little appetite for large spending programs that could help the Democrats gain more seats in Congress in the 2022 mid-term elections. Thus, we are likely to see a repeat of the political 'gridlock' in Washington that characterized the last several years of the Obama administration. Gridlock also means that progressive Democratic tax policies that aim at raising personal and corporate income tax rates are unlikely to be legislated. Income and wealth inequality is therefore unlikely to be reduced significantly and may even grow further in the next few years, lending additional support for more populist movements and candidates in future elections.'

### The US economy is shrinking, the Chinese economy is growing. When will China's economy become the largest economy in the world?

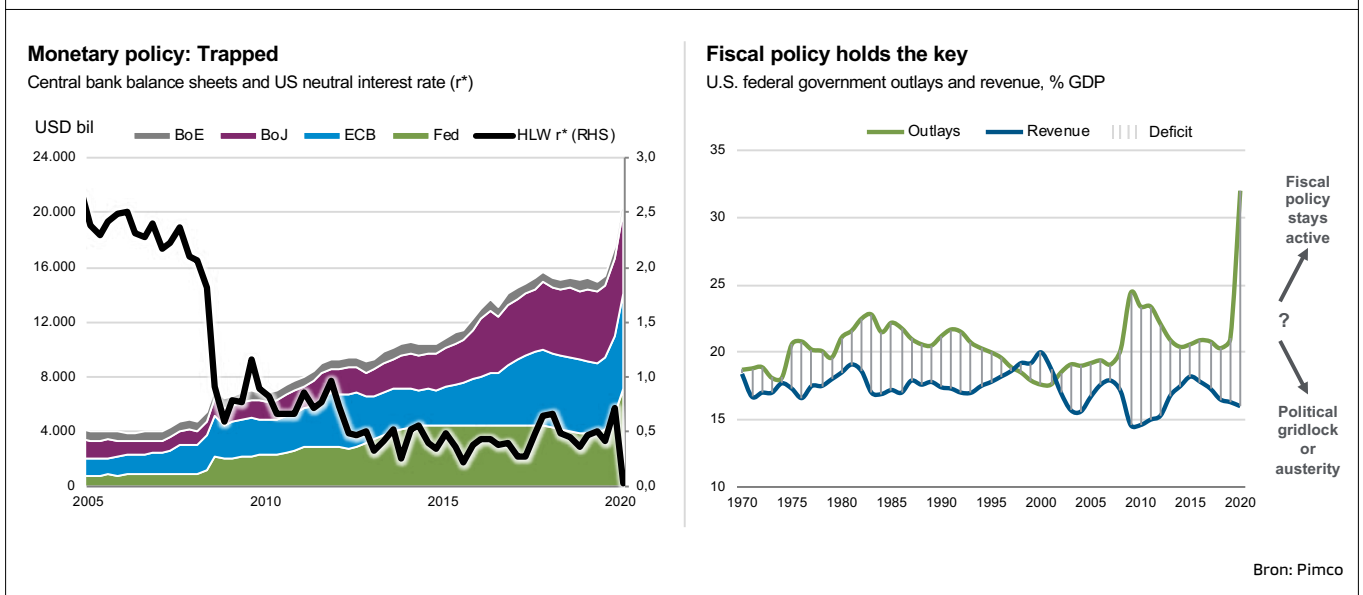
'China is already the country with the highest GDP in the world when measured by purchasing power adjusted exchange rates (PPP). At current observed exchange rates, China will likely overtake US some time in the 2030s, given its higher projected growth rates.'

Figure 1: Inflation: Monetary policy alone cannot lift it



Bron: Pimco

Figure 2: Inflation is always and everywhere a monetary fiscal phenomenon



**Will China get an allocation in the portfolio of investors that is comparable to the US at the end?**

‘This is unlikely to happen for a very long time, even after China overtakes the US in economic size. There are several reasons for this. First, China’s capital account isn’t fully liberalized yet and that process will take time. Investors want to be sure they can not only get their money into China, but also that they can take it out again when they need it.

Besides that, investors want to be sure that the rule of law applies to their investments and that they get a fair and equal treatment in Chinese courts in the case of disputes. In addition to this, US stock market capitalization is much higher than in China, because most of China’s largest corporations are still state-owned. Furthermore, the dollar will likely remain the world’s reserve currency for a long time, unless the Federal Reserve, which has accumulated a high degree of credibility, mismanages the currency.’

**How do you think the enormous debt pile can be reduced in the future? By inflation?**

‘Your question seems to imply that debt levels have to be reduced in the future. This is not a foregone conclusion. Some countries – most notably Japan – have had much higher public sector levels than other major economies for a very long time and nothing bad has happened.

**Monetary policy tools are pretty much exhausted as the room for further interest rate cuts is very small.**

More generally, for various reasons, for example demographics, the world is experiencing a global saving glut with high demand for safe assets such as government debt. Many people and institutions want to or have to hold safe assets, which may make higher debt levels more sustainable. Also, low interest rates – due to the saving glut and central bank purchases to bonds – help to sustain higher debt levels.

However, if interest rates were to rise in the future, and if this rise is not at least matched by an increase in economic growth to service the debt, then inflation – a kind of soft default – or a hard default cannot be excluded. A hard default of a major industrialized country would create havoc with the financial system and therefore looks very unlikely. This leaves inflation as a less disruptive ‘solution’. However, as the last 20 years have shown, it is very hard to create inflation even if central banks want to.’

**What important question is no one asking?**

‘Many people are asking why savers are being ‘punished’ by zero or even negative interest rates. However, nobody is asking why anybody should deserve a positive interest rate on a safe asset like a government bond or a (government-guaranteed) bank deposit. No risk, no return. One could even go further to argue that it is quite normal that people who receive a service – keeping their money safe – should pay a modest fee for that service.

Also, in the case of government bonds, which can still go up in price in a recession or during a sharp sell-off in risk assets even if the yield is already negative, investors receive a kind of portfolio insurance for holding them. The negative bond yield is the premium to pay for portfolio insurance.’ «





DOOR THIJS JOCHEMS, ADVISEUR EN PRIVATE INVESTOR

# COLUMN

## Onze Toekomst: gereguleerde rendementen vragen om andere risico-analyses

De integratie van China in de wereldeconomie, de voortzettende digitalisering van de wereld, de wereldhandel, de Great Financial Crisis (GFC) en de klimaatrisico's worden tot de grootste schokken van de 21ste eeuw gerekend. Daar is nu de coronacrisis bij gekomen. Die heeft in vrijwel alle landen, ongeacht het soort regime, de rol van de overheid vergroot. Wat zijn de gevolgen van die stijgende overheidsinvloed voor beleggers?

COVID-19 heeft gezorgd voor een versnelling in een aantal structurele ontwikkelingen. Kijk naar de horeca, recreatie en toerisme: sectoren waar ook nog eens de meeste laagbetaalde banen te vinden zijn. De sterk gestegen werkloosheid in deze sectoren heeft de trend van groeiende ongelijkheid in inkomens- en vermogensverdeling – zeker in de westerse landen – alleen maar verscherpt. De huidige inkomenstransfers als gevolg van COVID-19 zullen deels blijvend van aard zijn. Dat zal voor een verdere stijging van de overheidsschulden zorgen.

Wordt dit schuldenprobleem straks opgelost met extra belastingen en regelgeving? Wie gaat daarvoor opdraaien? Een stijging van de vermogensbelasting is waarschijnlijk, maar zal onvoldoende zijn. Voor institutionele beleggers is het van groter belang om een inschatting te maken van de lastenverzwaringen waarmee bedrijven door regulering en/of directe belastingen te maken krijgen. We zien al jaren een toenemende dispersie van de resultaten tussen sectoren en individuele bedrijven. De neiging bestaat om te kijken welke sectoren nog redelijk voorspelbare resultaten geven. Maar wat nu als het teruggrijpen op die 'veilige groeiers' door regelgeving gaat worden getorpedeerd?

Neem de farma-industrie. Novartis heeft een medicijn voor leukemie ontwikkeld – Kymriah – en rekende voor een behandeling een slordige €320.000 per patiënt per jaar. De fundamentele research voor dit medicijn werd echter door universiteiten gedaan, met zo'n negenenzeventig miljoen aan funding afkomstig van overheden. Volgens wetenschappers is de prijs van Kymriah maar liefst vijf keer hoger dan nodig is voor een winstgevende propositie voor het bedrijf.

Volgens waarnemers is dit de trend van de laatste jaren. Farmabedrijven steken nauwelijks nog geld in fundamentele research. Die vindt feitelijk alleen plaats in de academische wereld, gefinancierd met overheidsgelden. De vraag die opdoemt, is of farmabedrijven met hun sterke lobby deze zeer winstgevende positie mogen blijven behouden. Tenslotte is het de politiek die bepaalt of de patentbescherming wel bedoeld was om farmabedrijven zo winstgevend te maken en te houden.

De vraag welke verandering regulering gaat brengen, speelt voor vele sectoren. De banken in Europa hebben door de aangepaste solvabiliteitseisen na de Grote Financiële Crisis hun rendement op het eigen vermogen zien halveren. Ook de telecomsector, de nutsbedrijven, de grote technologiebedrijven en milieuvervuilende bedrijven zijn vatbaar voor aangepaste regulering. Die kan gunstig of ongunstig uitpakken. Betreft dit alleen beleggingen in bedrijven? Zeer waarschijnlijk niet. Denk aan de aangepaste regulering voor de CO<sub>2</sub>-uitstoot. De Duitse auto-industrie kan hierdoor in de komende tien jaar haar vooraanstaande positie in de Duitse economie zomaar kwijt zijn. Wat betekent dit dan voor de Triple-A rating van een vergrijzend land dat zijn pensioenlasten de komende jaren ook nog eens sterk ziet oplopen?

Zaak is dat beleggers hier een visie op ontwikkelen die meegenomen wordt in hun risico-analyses. De groeiende rol van de overheid wordt een steeds belangrijker factor voor uw rendementen. Een politieke risico-analyse is voor elke institutionele beleggingsportefeuille te belangrijk geworden om nog langer over het hoofd te zien. «

# OUTLOOK 2021



Door Wim Groeneveld

**Net als in voorgaande jaren vroeg Financial Investigator verschillende asset managers naar hun visie op het komende jaar. Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2021? Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers? Welke asset classes zijn het meest interessant?**

Met het jaar 2020 in zicht was het merendeel van de door ons geraadpleegde experts het onderling behoorlijk eens. Het zou een jaar worden van bescheiden wereldwijde economische groei. Maar toen gooidde de COVID-19-pandemie roet in het eten.

De zorgen over de politieke onrust werden in aanloop naar 2020 breed gedeeld. De verwachting was echter wel dat de handelsoorlog tussen de Verenigde Staten en China zou ophouden. Desondanks werd gerekend op aanzienlijke schade als gevolg van dit conflict. Ook de Brexit had de volste aandacht. Hetzelfde gold voor de Amerikaanse verkiezingen die gepland stonden.

Voorzien werd dat centrale banken een belangrijke marktfactor zouden blijven, maar de meningen liepen wel sterk uiteen wat betreft hun beleid. Sommigen zetten hun kaarten op een stimulerend rentebeleid, terwijl anderen op een terugtrekkende beweging rekenden. Over het algemeen verwachtten de bevroegde beleggingspecialisten een aanhoudende lage inflatie en een lage rente.

Bij de jacht op rendement ging de voorkeur uit naar aandelen. Sectoren die bij een lage economische groei doorgaans goed presteren, werden geprefereerd. Vooral de technologiesector bleek geliefd. Mooie beleggingskansen werden ook gezien in Health en Energy. Daarnaast werden kansen voorspeld in alternatieve beleggingen, waaronder private credit, infrastructuur, hypotheek en Asset Backed Securities.

Opkomende markten, en dan met name op het vlak van EMD, waren bij een aanzienlijk deel van de experts favoriet. Ook de VS was behoorlijk in tel. Maar sommigen keken liever naar Europa, en daarbinnen zelfs naar Griekenland en Italië.

De vooruitzichten voor 2020 leken erop te wijzen dat dit jaar een uitdagend beleggingsklimaat zou opleveren, met als hoofdrolspelers de centrale banken, de VS en China. Uitdagend is het zeker geworden, maar dan vanwege de COVID-19-pandemie die de wereld volledig in haar greep kreeg.



Photo: Archive ABN AMRO

#### What is the economic outlook for 2021?

> The positive vaccine news supports our conviction in a strong and sustained acceleration in global economic growth in 2021. Still, the recovery will remain incomplete and uneven. Against this background, we expect central banks to keep monetary policy extremely accommodative. The ball is very much in the court of governments in 2021, to make their fiscal stimulus effective.

#### What are the biggest opportunities and threats for investors?

Interest rates are now at zero or have even turned negative in virtually all Western countries, and we expect this to persist in the years ahead. These low or negative interest rates have major repercussions for investors. First off, low interest rates weigh down expected returns, which will be lower than what we've been used to going forward. Returns will be realized mostly via equities. Low interest rates also impact the way investors diversify investments in their portfolios. In the fixed income space we favour corporate bonds and Emerging Market bonds. Investors should also increasingly look towards alternative fixed income categories.



Foto: Archief Achmea IM

#### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2021?

> De ontwikkeling van de COVID-19-pandemie bepaalt voor een groot gedeelte het verloop van de Europese economie in 2021. Na een sterk economisch herstel in het derde kwartaal is de economische groei in het vierde kwartaal weer teruggeslagen door het oploeiende COVID-19-virus. De economie kan in 2021 opleven als de tweede golf onder controle wordt gebracht. Voor een structureel economisch herstel is een vaccin of het bereiken van groepsimmunitet vereist. In de Verenigde Staten en vooral in China zijn de vooruitzichten beter. De inflatie blijft gematigd zolang de economische groei geremd wordt door de beheersingsmaatregelen. Overheden en centrale banken blijven de economie stimuleren. Zo zal onder meer het Europese herstellfonds in 2021 van start gaan.

#### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

Centrale banken zullen het monetaire gaspedaal vol blijven indrukken zolang de strijd tegen COVID-19 voortduurt. Deze stortvloed aan liquiditeit houdt de rente laag, ondanks de sterk oplopende begrotingstekorten van overheden. De monetaire impulsen werken ook positief uit op de risicovollere beleggingen. De search for yield zet door. De rendementsverwachtingen voor de middellange termijn zijn voor de meeste beleggingscategorieën gematigd. Beleggingen uit opkomende landen zijn relatief het aantrekkelijkst gewaardeerd. De grootste bedreiging op de korte termijn is een escalatie van de COVID-19-pandemie waarbij economieën langere tijd op slot gaan. Een andere bedreiging is het oplopen van de inflatie wanneer de economie sneller herstelt dan verwacht. Dit is echter een risico voor de middellange termijn.

**Jordy Hermans****Portfoliomanager Multi Asset Group bij Aegon Asset Management**

Foto: Archief Aegon AM

**Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2021?**

➤ Onze vooruitzichten voor 2021 kunnen het best omschreven worden als 'de lange weg terug'. We houden rekening met een economisch herstel, maar de vooruitzichten zijn onzeker en de veerkracht van de economie hangt samen met de ontwikkelingen van het COVID-19-virus en de beschikbaarheid van een vaccin. Ons basisscenario gaat er niet van uit dat de economie in 2021 volledig herstelt tot het niveau van vóór de pandemie. We verwachten zeer accommoderende monetaire en fiscale omstandigheden. Centrale banken zullen de rente laag houden en liquiditeit blijven verschaffen, en overheidstekorten zullen hoog blijven, waardoor het schuldniveau van overheden fors blijft stijgen.

**Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?**

Wij verwachten dat het beleid van centrale banken ervoor zorgt dat staatsrentes laag blijven. De opkoopprogramma's ondersteunen ook de bedrijfsobligatiemarkten. Hierdoor verwachten we dat kredietopslagen niet ver kunnen uitlopen, zodat met name investment grade-bedrijfsobligaties een interessant alternatief zijn voor staatsobligaties. Binnen vastrentende waarden blijven alternatieve beleggingen – zoals Nederlandse hypotheek – aantrekkelijk, door de hoge kredietopslag en het lage faillissementsrisico. Ook in een negatiever economisch scenario verwachten we een significant positief rendement ten opzichte van staatsobligaties. In ons basisscenario zal een gespreide vastrentende waardenportfolio echter een rendement behalen dat onder inflatieniveaus ligt. Beleggers op zoek naar rendement boven inflatie hebben weinig alternatieven. Aandelen hebben hoge waarderingen, maar zijn desalniettemin aantrekkelijk in vergelijking met staatsobligaties vanwege de zeer lage rente. Ook zijn aandelenmarkten in staat om op lange termijn inflatie in te prijzen, in tegenstelling tot vastrentende markten.

**Jasper Haak****Managing Partner van AF Advisors**

Foto: Archief AF Advisors

**Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2021?**

➤ De aandelenmarkten hebben het afgelopen decennium klappen van alle kanten overleefd. Onder meer geopolitieke instabiliteit en zelfs een wereldwijde pandemie hebben de huidige rally nog niet kunnen stoppen. De onderliggende economieën zullen echter flinke schade hebben opgelopen, zelfs in het geval van een scenario met een snel herstel als gevolg van een vaccin of medicijn voor COVID-19. Ook wordt er in toenemende mate geleefd met geleend geld. Een katalysator voor de lang verwachte recessie en aandelenmarktcorrectie is niet makkelijk te bedenken. Zeker gezien de op een verslaving lijkende steunprogramma's en bijbehorende lage rentes.

Een grote hoeveelheid liquiditeit is op zoek naar zowel rendement als veiligheid. Hoge aandelenwaarderingen en lage rentes maken traditionele beleggingscategorieën minder interessant. Het vinden van passende alternatieven is echter uitdagend: voor de hand liggende opties als hypotheek kennen reeds hoge Nederlandse institutionele allocaties en teruglopende spreads. Private equity en vastgoed hebben moeite om historische rendementen te evenaren.

**Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?**

In toenemende mate zal er in 'nieuwe' alternatieve beleggingscategorieën worden belegd. Infrastructuur is een interessante beleggingscategorie, zeker gezien de infrastructurele investeringen die overheden gaan uitvoeren om hun economieën te stimuleren. Ook private debt kan interessant zijn. Banken gaan een minder voorname rol spelen in de financiering van het bedrijfsleven en de consument. Hierdoor ontstaat ruimte voor institutionele investeerders. Overheden en institutionele investeerders zullen in toenemende mate samen gaan optrekken. Dit alles is niet zonder risico. Nieuwe beleggingscategorieën zijn moeilijker te doorgronden en kunnen gevoelig zijn voor bubbels. Een goed adagium blijft 'als het te mooi lijkt om waar te zijn, dan is het dat waarschijnlijk ook'.



Foto: Archive AllianzGI

### What is the economic outlook for 2021?

> With the COVID-19 pandemic continuing to weigh on the global outlook, economic activity might not return to its pre-COVID-19 trend path for several years. Much depends on the successful development and deployment of vaccines and drug therapies, and the degree to which virus-related uncertainty impacts private households' and companies' spending patterns. Recent news from several major pharmaceutical companies has raised hopes that an effective vaccine is imminent. There could still be longer-term consequences from severe disruptions to the labour market and supply chains. Nevertheless, investors can draw comfort from the unprecedented levels of fiscal and monetary stimulus that are helping to lift risk assets – although this support comes with potential side effects.

### What are the biggest opportunities and threats for investors?

Among the risks of the massive amount of stimulus from governments and central banks are high asset prices in some markets (particularly government bonds and US equities), high leverage (which could raise default risk) and rising inflation volatility. All these factors emphasise the importance of taking an active investment approach that centres around careful selection. With this in mind, investors may want to seek out new sources of return potential that could benefit from the evolving post-COVID-19 recovery story – in addition to sectors that have prospered through the crisis. Private markets have demonstrated resilience and could be an attractive option for many institutional investors. If the pandemic is contained (perhaps aided by an effective vaccine) and macroeconomic data improve, investors should also take a close look at European and Asian equities, value sectors and corporate bonds.



Foto: Archief BlackRock

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2021?

> De grote vraag voor 2021 is in hoeverre de crisis van 2020 tot blijvende schade leidt (scarring). Het antwoord op die vraag gaat regionaal heel sterk verschillen, waarbij een land als China zelfs sterker uit de strijd zal komen en de vooruitzichten voor Amerika en Europa sterk afhangen van het beleid dat de komende maanden gevoerd wordt (ondersteunen ze de economie, of niet?), terwijl een aanzienlijk deel van de zwakkere opkomende landen verder teruggeworpen wordt in de tijd. Een jaar van groei dus, maar of het voldoende is om de schade van 2020 goed te maken, valt te bezien.

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

De grootste bedreiging ligt waarschijnlijk in het feit dat beleggers rekening moeten houden met een verslechtering van hun risico-rendementsverhoudingen. Zeker voor beleggers met obligaties in portefeuilles hebben we een nieuw tijdperk bereikt: rendement is er nauwelijks meer te behalen, maar ook het risicodempende karakter van obligaties in de portefeuille is zo goed als verdwenen. Door de extreem lage kapitaalmarktrentes en het gevoerde beleid van de centrale banken is er weinig ruimte meer voor obligaties om in waarde te stijgen als er onrust op de aandelenmarkt ontstaat. Het verwachte groeiherstel zal uiteraard gunstig zijn voor aandelen, maar door de opgelopen waarderingen moet wel rekening worden gehouden met een lager rendement dan we de afgelopen tien jaar hebben gezien. Al met al zijn we gematigd optimistisch voor 2021.

Daniel Morris

Chief Market Strategist van BNP Paribas Asset Management



Foto: Archief BNP Paribas

**Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2021?**

➤ Wij geloven in een groeiherstel in 2021, ondanks een sterke wereldwijde krimp in 2020, een mogelijke hernieuwde dip in Europa in het vierde kwartaal en drie onderling verbonden crises op het gebied van gezondheid, economie en klimaat.

Hoewel de VS naar verwachting tegen het einde van 2021 terugkeert naar het niveau van vóór de pandemie, zien we pas eind 2022 een volledig herstel voor de eurozone. We denken dat China de komende jaren gaat streven naar een jaarlijkse groei van 5 tot 6% en dit groeipercentage waarschijnlijk kan realiseren. Dat gaat het herstel in opkomende markten ondersteunen.

**Wat zijn de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?**

Met ten opzichte van de ontwikkelde markten redelijke waarderingen verwachten we dat aandelen van opkomende markten een deel van hun ondermaatse prestaties van het afgelopen decennium zullen compenseren. Het vooruitzicht van aanhoudend lage yields pleit voor een structurele long durationpositie in vastrentende waarden. Wij geloven dat er kansen zijn voor creditbeleggers die onderscheid kunnen maken tussen permanent en tijdelijk door de lockdown-recessies getroffen bedrijfstakken.

Een aanhoudend wereldwijd cyclisch economisch herstel zou de grondstofprijzen moeten ondersteunen, ook al wordt de expansie van China minder grondstoffenintensief dan in het verleden.

Bij het beoordelen van de kansen worden strikte selectiecriteria op het gebied van milieu, maatschappij en governance (ESG) toegepast. Deze aanpak komt ook terug in onze keuze van investeringsthema's, zoals de energietransitie, ecologische duurzaamheid, gezondheidszorg en innovatie en disruptie, om 'the great instability' te beheersen zoals die naar verwachting heel 2021 voort zal duren.

Didier Saint-Georges

Managing Director and Member of the Strategic Investment Committee at Carmignac



Photo: Archive Carmignac

**What is the economic outlook for 2021?**

➤ In 2020 economists were counting on a mild recovery following the 2018-19 slowdown, but their hopes were suddenly dashed by the COVID-19 crisis. However, this did not prevent investors from enjoying very positive returns on both equities and bonds, except mostly in Europe, where the COVID-19 crisis was more severe, thanks to the support of both government and central banks.

One year later they are faced with a very different scenario: a path is about to become clearer for the production and the wide distribution of a COVID-19 vaccine, but at the same time the hopes of a very large additional stimulus package in the US have basically vanished following the elections results.

**What are the biggest opportunities and threats for investors?**

The central economic scenario for 2021 remains one of subdued economic growth globally, but with a marked improvement in specific sectors that were most affected by lockdowns, such as transportation, leisure and hospitality. This calls for a backbone of investments in high-visibility equity sectors, which include Technology but also Healthcare, notably in China, and also positions in these reopening sectors, some of which were really battered, both in the equity and credit space. The risk would be that this reopening either falters if vaccines lead to disappointing results, or to the opposite reignites excessive exuberance, pushing up interest rates, and ultimately driving equity markets down.



### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2020?

> Op economisch gebied belooft 2021 een goed jaar te worden. We verwachten dat in de eerste helft van 2021 een effectief vaccin tegen COVID-19 beschikbaar is. Dit zorgt voor een flinke stimulans van het economische sentiment. Daarbovenop verwachten we een extra stimulans als gevolg van een aanhoudend ruim monetair en fiscaal beleid, inhaalvraag op het gebied van investeringen en consumptie en neerwaartse druk op de reële rentes.

Met Joe Biden als president van de VS neemt de onzekerheid op het gebied van handelsbetrekkingen af. Hierdoor kan de internationale handel een impuls krijgen. Door dit alles kunnen de Amerikaanse en in iets mindere mate de Europese economie in de tweede helft van komend jaar helemaal herstellen. Dat wil zeggen: weer op het niveau van eind 2019 komen.

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

Op basis van de monetaire steunmaatregelen die in november werden getroffen, kan worden berekend dat de grote centrale banken en de centrale banken van Canada, Australië, Zweden en Nieuw Zeeland volgend jaar maandelijks voor circa 0,75% van de nominale economie aan extra liquiditeiten erbij creëren. Tegen een achtergrond van zeer lage nominale rentes en negatieve reële rentes betekent dit dat veel geld naar de markten voor aandelen, goud, grondstoffen en vastgoed blijft stromen. De vooruitzichten voor deze markten zijn daarom goed.

Staatsobligaties zullen minder in trek zijn als gevolg van positievere groeiverwachtingen, opwaartse druk op de inflatieverwachtingen en een verminderde vraag naar safe havens. Door een onveranderd rentebeleid zijn de vooruitzichten voor obligaties met een kortere looptijd en TIPS relatief beter. Bij de valuta's verwachten we een stijging van de Chinese yuan en veel Aziatische valuta's vanwege relatief goede economische fundamentals, aantrekkelijkere reële rentes en minder geldcreatie door centrale banken.



### What is the economic outlook for 2021?

> COVID-19 will remain a strong influence on the global economy in 2021 and may lead investors to reconsider their allocation to equity markets. Whatever happens with the economy next year, investors should be aware that stock prices quickly incorporate new information and expectations about the economy, often well in advance of official economic data.

Take the US – the biggest market in the world, where we have almost a century of stock data to analyse. Since the 1930s, there have been 15 recessions. In 11 of those instances, stock returns were positive two years after the recession began, and the average annualised return two years after the onset of these 15 recessions was 7.8%. A \$10,000 investment at the peak of the business cycle would, on average after two years, have grown to \$11,937.

### What are the biggest opportunities and threats for investors?

These data help illustrate the forward-looking nature of markets. Market prices incorporate expectations about myriad factors, including economic conditions and their impact on company cash flows. In fact, research shows that stock prices generally fall in value before a recession even begins.

Therefore, the greatest risk for investors in 2021 is the potential to miss out on what remains the biggest opportunity – the potential market gains enjoyed by disciplined, long-term investors.

Bob Homan

Hoofd van het ING Investment Office



Foto: Archief ING

#### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2021?

> Na de ongekenne dip van 2020 verwachten wij in 2021 een flink herstel. De groei van de wereldeconomie schatten we op een dikke 5%, waarmee de wereldeconomie eind 2021 weer is hersteld tot het niveau van begin 2020. De economie van de eurozone herstelt minder snel (+3,5%) na de diepe val van 2020 (-7,1%). De groei in China trekt naar verwachting aan naar 7%. We verwachten dat centrale banken de beleidsrentes op het huidige niveau houden en ook hun aankoopbeleid zullen voortzetten. Ze zullen de economische opleving niet willen verstoren. Dit betekent dat langere rentes bij het economisch herstel slechts licht zullen oplopen en zodanig laag blijven dat ze risicovollere beleggingscategorieën niet in de weg gaan lopen. Hetzelfde geldt voor overheden: zij zullen de economie, zeker in de eerste helft van het jaar, blijven stimuleren.

#### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

2021 staat in onze ogen in het teken van een tendens naar normalisatie post-COVID-19. Bewust schrijven we tendens, omdat een aantal zaken blijvend is veranderd. Denk daarbij aan meer thuiswerken dan in 2019, maar minder dan in 2020. We hebben gezien dat een dergelijke ontwikkeling invloed heeft op heel veel zaken, zoals het gebruik van horecagelegenheden, het aantal reiskilometers, een andere benutting van vastgoed et cetera. In 2020 heeft de markt deze veranderingen ingeprijsd, met als gevolg enorme verschillen in rendement tussen sectoren. Wij verwachten dat dergelijke verschillen in 2021, door de tendens naar normalisatie, kleiner zullen zijn. De markt wordt weer wat meer macro-gedreven. De herstellende economie, in combinatie met de nog steeds aantrekkelijke risicopremies op aandelen geeft ruimte aan verder stijgende aandelenkoersen.

Paul O'Connor

Head of Multi-Asset at Janus Henderson Investors



Photo: Archive Janus Henderson

#### What is the economic outlook for 2021?

> While 2021 looks to be a strong year for global growth, the economic reality will probably be less buoyant than this suggests. Many sectors and regions will remain scarred by the pandemic for years to come. Additional fiscal easing could alleviate some of these economic tensions, but major governments seem reluctant to move in this direction, meaning the global recovery is likely to remain uneven and incomplete.

The recovery of the European and US economies will undoubtedly be overshadowed by the continued battle against COVID-19 in the early months of the year. Progress on testing, therapeutics and vaccines should allow these regions to converge on Asia's and Australasia's return towards more normal levels of social mobility later in the year.

#### What are the biggest opportunities and threats for investors?

The prospects of a broad reopening of the global economy in the second half of the year suggests that the asset-class performance tables in 2021 may be a reversal of 2020. The best opportunities are likely to be found in cyclically sensitive assets, such as equities in emerging markets, Europe and Japan.

It will be a great surprise if investor sentiment regarding developments on the COVID-19 virus front does not oscillate significantly in the first half of the year. Market volatility related to these mood swings should present both challenges and opportunities for investors. Meaningful disappointment on the vaccine front, or a discovery that COVID-19 immunity will be temporary, are two potentially troubling tail risk scenarios.





Foto: Archief M&amp;G

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2021?

> Een terugkeer naar een 'normale' situatie door de komst van een COVID-19-vaccin komt de economische groei in zijn geheel ten goede. Maar hoe deze groei eruit gaat zien, is moeilijk te voorspellen, omdat niemand weet hoe het 'nieuwe normaal' eruitziet. Sommige veranderingen kunnen permanent worden en het gedrag van consumenten en daardoor de vraag naar goederen en diensten beïnvloeden. Op macro-gebied zijn er nog grotere vraagtekens. Zullen de beleidsmakers de monetaire hulp afbouwen en proberen de overheidsfinanciën te herstellen? Zal de schok van COVID-19 een bedreiging vormen voor mondiale toeleveringsketens en bedrijfsmodellen? Zal een nieuwe Amerikaanse regering een geopolitieke heroriëntatie inzetten? Voor investeerders heeft het weinig zin om te proberen in te spelen op het onbekende. De huidige waarderingen zijn een beter uitgangspunt dan een reeks prognoses.

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

Markten lopen het risico van 'dubbeltellen': tijdens de crisis herstellen met hulp van beleidsinterventies, die winsten vasthouden en vervolgens weer zien stijgen als het einde van de crisis in zicht komt. In de meer uitbundige markten is voorzichtigheid geboden. De spreads zijn door de ondersteuning van centrale banken veel kleiner geworden. In de telecom- en nutssector zijn de spreads bij sommige spelers net zo krap als in januari 2020 en het is zinvol om hier te kijken naar het afbouwen van risico. Een rotatie naar sectoren die achterlopen is een optie. Interessant zijn sectoren binnen vastgoed en bedrijven in de (sub-)financiële sector die goed gekapitaliseerd zijn.



Foto: Archief MFS

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2021?

> De impact van de Amerikaanse verkiezingen is groot. De uitslag was anders dan verwacht omdat de 'blauwe golf' niet is aangespoeld. Het ziet er wel naar uit dat Washington met een reddingspakket komt voor de economie, al zal dat kleiner zijn omdat het Congres verdeeld is. De Fed moet ingrijpen en zijn balans verder oprekken. De rente-instrumenten zijn echter uitgeput, omdat we denken dat de Amerikanen niet het negatieve rentegebied ingaan. De Fed en de ECB grijpen in als de marktturbulentie toeneemt. De crux zit hem echter in het feit dat centrale banken geld uitlenen en overheden het uitgeven. Uitlenen stimuleert de economie minder dan uitgeven. Het valt dus te bezien of de centrale banken de juiste instrumenten in handen hebben om de crisis te bezweren.

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

We bevinden ons nu in een laat-cyclische fase. De euforie is groot en de markten reageren steeds irrationeler. Beleggers dienen selectief te zijn. Cruciaal is om onderscheid te maken tussen bedrijven die profiteren van de pandemie en ondernemingen die eronder lijden. Volatiliteit is onvermijdelijk, maar uiteindelijk worden koersen bepaald door kasstromen, marges en winstniveaus.

De winstgroei was de afgelopen jaren weliswaar enorm, maar niet duurzaam en meestal niet gebaseerd op sterke economische groei. Marktkapitalisatie werd gecreëerd door beleggers, door offshoring van banen en lagere lonen. Met de huidige hoge schulden, lage lonen, lage belastingen en relatief weinig kapitaalinvesteringen is het lastig te zien waar de winstgroei vandaan moet komen.

Esty Dwek

Head of Global Market Strategy at Natixis Investment Managers Dynamic Solutions



#### What is the economic outlook for 2021?

> 2021 is set to be the year of the beginning of a return to normal. The first quarter is likely to remain weak given ongoing virus cases and confinement measures, but starting in the second quarter, as long as vaccine progress continues without a major hiccup, we should start to see a normalisation in activity as confidence grows that the pandemic is in the rear-view mirror. That said, it will not be without hiccups. Moreover, we expect to see diverging growth paths across regions, with Asia firmly in the lead thanks to the Chinese growth engine and a better handling of the health situation. The US will be next, with resilient consumer and a new fiscal impetus. And Europe will be lagging, because initial measures wane off and fiscal support and ongoing lockdown measures disperse at least for the first few months.

#### What are the biggest opportunities and threats for investors?

The question for next year will be how much of the recovery and the return to normal is priced in already and what surprises could throw us off course. We also keep an eye on inflation expectations and Treasury yields, which could spoil the party should they spike. Nonetheless, we remain constructive on equities and credit as we believe that the combination of an improving growth outlook, eternal central bank support, ongoing fiscal measures, better global trade relations and the prospective end of the pandemic should keep investor sentiment buoyant.

Ewout van Schaick

Head of Multi Asset bij NN Investment Partners



#### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2021?

> De economische vooruitzichten voor 2021 zullen sterk afhangen van de duur en de ernst van de COVID-19-pandemie, maar ook van de vraag wanneer vaccins wereldwijd beschikbaar zijn. Daarnaast gaat de wijze waarop een eventuele derde virusgolf wordt opgevangen door het financiële systeem en hoe beleidsmakers hierop reageren in belangrijke mate bepalen hoe snel de economie herstelt. Het is aannemelijk dat de economische schade van de tweede COVID-19-golf minder groot wordt dan die als gevolg van de eerste, omdat consumenten en bedrijven steeds beter hebben leren leven met het virus.

#### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

In 2021 worden markten gedomineerd door enerzijds de COVID-19-crisis en anderzijds de beleidsreacties. Op dit moment zitten we nog midden in een tweede golf van besmettingen en is een einde aan de pandemie nog onzeker, ondanks de aankondiging van BioNTech en Pfizer. Hoe langer de situatie van lockdowns voortduurt, hoe groter de kans dat de economie permanente schade oploopt en hoe moeizamer het herstel wordt als de virusontwikkelingen verbeteren.

Zolang de virusontwikkelingen en beleidsmaatregelen onzeker zijn, blijven de markten volatiel en met het nieuws meebewegen. Het minst onzeker zijn waarschijnlijk de rendementen op staatsobligaties. Doordat de ECB zijn beleid van een lagere rente en een ruim opkoopprogramma niet wijzigt, gaat de rente niet snel stijgen en lijken perifere staatsobligaties en bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit nog steeds een prima alternatief voor negatieve rendementen op cash of Nederlandse staatsobligaties.



Foto: Archive Nordea AM

### What is the economic outlook for 2021?

> Next year we should see a global economy led by China and a moderate recovery in Europe. The US will be an environment supportive for risk, though there are already some pockets of tight pricing in investment grade.

Growth in Europe will likely be defined by its dispersion with economies that have the means and are outperforming in managing the COVID-19 crisis. The US is likely facing a W-shaped recovery. After 20 January, Joe Biden will likely issue a COVID-19-related fiscal package and he will seek to stimulate the economy through infrastructure investments.

### What are the biggest opportunities and threats for investors?

We expect European equities to outperform, but with a lower weighting on growth stocks they are likely to underperform US equities. This should be compounded by a stronger rebound in the US while Europe suffers from a mild W-shaped recovery. Value will likely pay more in the US as it tends to be cyclical. With interest rates so low, we expect technology to continue to outperform, which will come down to stock selection. The likes of Amazon and Google have quasi-monopolies and will likely be under increased regulatory pressure, particularly in Europe. Second tier stocks typical in climate funds are likely to be more attractive.

The environment next year should be broadly supportive for risk, yet there are already signs of excessively tight pricing in investment grade. We expect bouts of volatility and lower growth expectations as a result. We suggest holding flexible solutions that can quickly adapt to new circumstances.



Foto: Archief OHV

### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2021?

> 2021 wordt het jaar van economisch herstel van de COVID-19-crisis van 2020. De groei komt aanmerkelijk boven de trendmatige groei uit, maar dat zien we niet als het begin van een tijdperk van zeer hoge groei. Het komt ons inziens vooral doordat de economie in 2020 ver teruggevallen is. De onzekerheden, zowel op economisch als op (geo)politiek gebied, blijven volgend jaar onverminderd dominant aanwezig, wat ervoor zorgt dat de economie pas na 2021 volledig zal herstellen van de COVID-19-recessie van dit jaar.

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

De grootste kansen in 2021 liggen op de aandelenmarkten. Die krijgen enerzijds te maken met een economisch herstel en anderzijds met een lagere kans op oplopende spanningen tussen de VS en Europa. Er zal sprake zijn van aanhoudend zeer ruim, en waarschijnlijk nog ruimer, monetair beleid en nieuw stimuleringsbeleid van de overheden. Wat de aandelenmarkten ook gaat helpen, is dat de langetermijnrentes zeer laag zullen blijven en, in reële termen, vrijwel overal in het westen negatief. We verwachten dat de volatiliteit hoog blijft. Een goede spreiding aanbrengen in de portefeuille, altijd de belangrijkste les voor beleggers, is in 2021 belangrijker dan ooit, gezien de onzekerheden.

Emile Cardon

Senior Macro Strategieeg bij PGGM



Foto: Archief PGGM

#### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2021?

> Het rappe economische herstel dat wij deze zomermaanden in de eurozone zagen, is door de tweede COVID-19-golf tot stilstand gekomen en hoogstwaarschijnlijk laat het vierde kwartaal van 2020 weer een krimp zien. Wij denken echter dat het herstel in het eerste kwartaal van 2021 weer hervat kan worden, daarbij geholpen door het geleidelijk uitrollen van vaccins en door het ruime beleid van overheden en de ECB. De opgelopen werkloosheid en verslechterde bedrijfsbalansen zullen desalniettemin een dempende werking hebben op het herstel, evenals het vooruitzicht dat mobiliteitsbeperkende maatregelen komende tijd zullen aanhouden. Een volledige terugkeer naar het oude 'normaal' is voorlopig dan ook niet aan de orde en de weg hiernaartoe wordt hobbelig.

#### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

Wij zien hernieuwde, grootschalige lockdowns als het grootste risico voor financiële markten. Hier staat tegenover dat er ook een kans bestaat dat het herstel vlotter verloopt dan verwacht, doordat bijvoorbeeld een effectief vaccin voortvarend en sneller dan verwacht kan worden uitgerold. Als langetermijnbelegger willen we blijven profiteren van de goede toegang tot private markten en het verder opengaan van de Chinese aandelen- en obligatiemarkten creëert nieuwe mogelijkheden tot diversificatie van de beleggingsportefeuille. Binnen liquide markten blijven aandelen relatief aantrekkelijk, gegeven de lage rentes en de enorme liquiditeitsverruimende maatregelen van centrale banken.

Keith Wade

Hoofdeconoom van Schroders



Foto: Archief Schroders

#### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2021?

> Het ruime budgettaire beleid van overheden en monetaire beleid van centrale banken moet ervoor zorgen dat de wereldwijde economische groei aantrekt naar 5,1% in 2021. De komst van een COVID-19-vaccin is hierbij van cruciaal belang, omdat daarmee de voorzichtigheid van het bedrijfsleven en de consument wordt weggenomen, die de bedrijfsinvesteringen en de consumptie afremt.

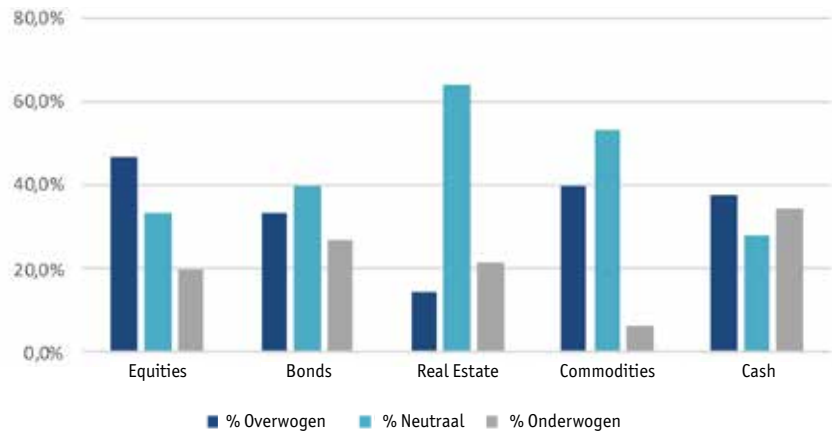
Gezien de economische opleving verwachten we een V-vormig herstel, gevolgd door een afvlakking van de activiteit, vergelijkbaar met een vierkantswortelteken. Dit scenario vereist wel de komst van een werkend vaccin dat in 2021 ook werkelijk ingezet kan worden. Als de distributie van een vaccin vertraging ondervindt tot eind 2021 en tegelijkertijd de vraag in de economie niet toeneemt, kan de wereldeconomie stagneren.

#### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

Voor wat betreft de inflatie zien we als gevolg van de sterkere olieprijsen een lichte opleving van onze wereldwijde prognose naar 2% voor 2021. Het herstel van de activiteit is nog niet sterk genoeg om de output gap te dichten. Daarom blijft de kerninflatie zwak met 0,8% in 2021, ruim onder het streefcijfer van 2% van de Fed. Het is daarom te verwachten dat de centrale banken het beleid soepel zullen kunnen houden.

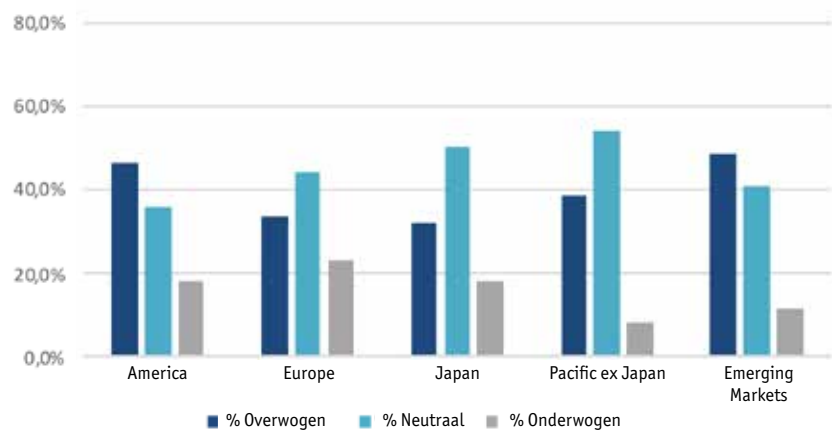
Met Joe Biden als president van de VS zouden de spanningen tussen de VS en China enigszins moeten afnemen, hoewel er van werkelijke ontspanning geen sprake zal zijn. Het handelsconflict tussen beide landen wordt waarschijnlijk in 2021 hervat.

Figuur 1: Relatieve aantrekkelijkheid asset classes per 30/11/2020



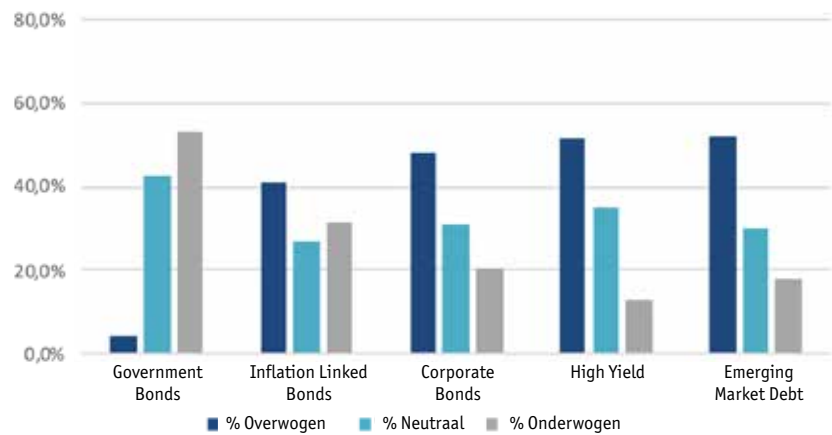
Bron: Alpha Research

Figuur 2: Relatieve aantrekkelijkheid aandelen per 30/11/2020



Bron: Alpha Research

Figuur 3: Relatieve aantrekkelijkheid obligaties per 30/11/2020



Bron: Alpha Research

Over dé hoofdrolspeler in het jaar 2021 zijn de door Financial Investigator benaderde specialisten het grondig eens: het COVID-19-virus blijft zijn stempel drukken op de economische groei en het beleggingsklimaat. Maar de ene expert is hoopvoller dan de andere. De optimisten denken dat de wereldeconomie in het komende jaar weer kan opleven en zelfs kan accelereren indien de tweede COVID-19-golf onder controle wordt gebracht wanneer vaccinatie daadwerkelijk mogelijk is.

Met het op de markt komen van één of meerdere vaccins zijn we er nog niet. De meer behoedzame experts vragen zich af in hoeverre de crisis van 2020 tot blijvende schade heeft geleid. Hoe snel zullen de littekens helen? Sommigen zeggen dat dit niet snel zal gebeuren. Misschien zelfs pas in 2022.

Tijdens de onzekere economische omstandigheden blijven centrale banken en overheden de spil vormen om economieën draaiende te houden en aan te jagen. Door de vloed aan liquiditeiten blijft de rente op een laag peil staan, waarbij de sterk oplopende begrotingstekorten van overheden op de koop toe worden genomen. Naar verwachting zal een groei van de inflatie in toom worden gehouden.

Mondiaal bekeken, lijkt China koploper te worden als een herstel van de economische groei optreedt. Dat kan gunstig uitpakken voor andere opkomende markten in met name Azië, ook al is daar geen algehele consensus over. De VS komt naar voren als een regio die eveneens zijn veerkracht gaat tonen, geholpen door de plannen van de nieuwgekozen Amerikaanse president om de nodige stimuleringsmaatregelen te nemen en voor meer rust te zorgen op het internationale handelstoneel.

Aandelen zijn de beste garantie om rendement te behalen. Het is belangrijk te kijken naar de winnaars en verliezers van de pandemie. Beleggers doen er tegelijkertijd wel goed aan kansen te pakken in sectoren die door de lockdowns sterk zijn getroffen en naar verwachting een snel herstel zullen laten zien na het bedwingen van het COVID-19-virus. Net als vorig jaar worden sectoren zoals Technologie en Healthcare aangehaald als goede beleggingsmogelijkheden. Kansen op het gebied van vast-rentende waarden worden gezien in corporate bonds, EMD en alternative fixed income. Staatsobligaties zijn betrekkelijk oninteressant.

Het jaar 2021 belooft een volatiel jaar te worden, met volop onzekerheden. Het overwinnen van de COVID-19-pandemie zal zorgen voor een enorme opluchting. Maar bij het uitblijven van een snelle overwinning gaat de weg terug naar normalisering naar alle waarschijnlijkheid wel erg lang duren.



## JEROEN VETTER

VAN AEGON NEDERLAND  
NAAR ARDYS FAMILY OFFICE



Foto: Amy van Leiden

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

‘Bedankt, mijn nieuwe functie bevalt mij uitstekend. Een verandering van werkomgeving is juist in deze bijzondere tijd extra interessant.’

### U begon uw carrière bij SNS Fundcoach. Wat was uw functie daar?

‘Ik was (mede)oprichter van Fundcoach. Het was niet het begin van mijn carrière, maar wel mijn entree in de financiële wereld. Fundcoach was een start-up en werd een scale-up na de overname door SNS Bank. Het was de eerste fondssupermarkt van Nederland. Mijn functie en rol bij SNS Fundcoach laten zich het beste omschrijven als ondernemend directeur. In die periode heb ik ervaren hoe een start-up met de juiste aansluiting op de markt zeer snel kan groeien. Ik was regelmatig op reis om nieuwe fondsen te ontdekken en stond zo vaak volle zalen met potentiële klanten toe te spreken. Het was een erg leuke, intensieve en vooral leerzame periode. SNS Fundcoach heeft in die tijd (2002-2009) een belangrijke bijdrage geleverd aan het openbreken van de distributie van beleggingsfondsen op de Nederlandse markt.’

### U heeft ook gewerkt bij CapitalGuards, Persist Global Wealth Management en Aegon. Kunt u heel kort aangeven welke kennis u daar heeft opgedaan?

‘In de afgelopen tien jaar heb ik veel uiteenlopende functies en rollen vervuld. De kennis en ervaring die ik daarbij heb opgedaan, hebben ertoe bijgedragen dat ik mij in een breed spectrum aan disciplines binnen een specifiek vakgebied verder heb kunnen bekwamen. Onder meer op het gebied van (fiduciair) vermogensbeheer, fundresearch (selectie, evaluatie en monitoring) en verantwoord en duurzaam beleggen. Bovenal heb ik veel kennis en ervaring opgedaan op het gebied van investment governance, alsmede (implementatie) van wet- en regelgeving.’

### Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met Ardys Family Office?

‘Afgelopen zomer ben ik benaderd door een executive search-bureau namens de opdrachtgever.’

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

‘Ik ben inmiddels twintig jaar in uiteenlopende functies actief geweest in vrijwel de gehele waardeketen van beleggingsdienstverlening, zowel in Nederland als in andere landen. Hierdoor is een heel brede expertise ontstaan die juist in mijn huidige rol van enorme toegevoegde waarde is. Met name het feit dat ik zelf al jarenlang als ondernemer actief ben, het vak vermogensbeheer en de daarmee samenhangende processen door en door ken en gewend ben met complexe situaties om te gaan die creativiteit vereisen.’

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

‘Ik vind het vooral ontzettend leuk. En ja, uitdagend is het in zekere zin altijd. Constant leren en groeien is altijd mijn motto geweest. Ik vind het erg belangrijk mijzelf continu opnieuw uit te vinden en te ontdekken hoe en op welke wijze ik waarde kan toevoegen aan een organisatie.’

### Wat verwacht u als CEO bij Ardys Family Office te realiseren?

‘Het belangrijkste is het verder uitbouwen en professionaliseren van een single family office, met alle aspecten en facetten die daarbij horen.’

### Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

‘Voor mij is het essentieel om waarde te creëren door nieuwe initiatieven en ideeën om te zetten in iets concreets en daarbij zinvol en nuttig bezig zijn. Dit alles draagt bij aan mijn persoonlijke zingeving. Ik relatieveer constant bij alles wat ik doe. Ik doe pas iets als ik zie dat het nut en waarde heeft. In dat opzicht is het dus goed gesteld met mijn persoonlijke ambities. Ik doe dus ook niets wat ik niet leuk vind. Zodra dat punt bereikt is, ga ik weer wat anders doen.’



**Titel:** Een nieuw kapitalisme  
**Auteur:** Rebecca Henderson  
**Uitgever:** Business Contact  
**ISBN:** 9789047014454

## Een nieuw kapitalisme

Door Hans Amesz

**I**s kapitalisme een van de grootste uitvindingen van de mensheid en de grootste bron van welvaart die de wereld ooit heeft voortgebracht, of een dreiging die op het punt staat de aarde te vernietigen en de samenleving te destabiliseren? Rebecca Henderson, hoogleraar aan Harvard University, denkt dat het om een combinatie van die twee gaat die opnieuw moet worden vormgegeven. De kernboodschap van haar boek is dat bedrijven moeten stoppen met het centraal stellen van de aandeelhouderswaarde en vooral rekening moeten houden met bredere belangen, zoals duurzaamheid en sociale rechtvaardigheid. Wat we nodig hebben volgens Henderson, die het vak 'Reimagining Capitalism' doceert, is een heel nieuw kapitalisme, dat niet gericht moet zijn op winst en groei, maar op duurzaamheid, rechtvaardigheid en gelijkheid. Haar pleidooi voor een nieuw kapitalisme past in een reeks van inmiddels talloze publicaties die na de financiële crisis van 2008 zijn uitgekomen. Illustratief hiervoor is het boek 'Ontspoord Kapitalisme' – hoe het kapitalisme ontspoorde en na de coronacrisis kan worden hervormd – van oud CDA-minister Bert de Vries. Samenwerking onder beleggers is in de visie van Henderson cruciaal voor het ontwikkelen van een nieuwe vorm van kapitalisme. Meer dan een derde van het geïnvesteerde kapitaal ter wereld – ongeveer 19 biljoen dollar – wordt beheerd door de honderd grootste bezitters van assets. Bijna twee derde van dit geld zit in pensioenfondsen, terwijl het overige derde deel in sovereign wealth funds zit. De vijftien grootste asset managers hebben gezamenlijk bijna de helft van het geïnvesteerde kapitaal ter wereld onder hun hoede. In principe hebben deze asset managers enorm veel macht om de hele economie een meer duurzame kant op te bewegen. Als alle vijftien vermogensbeheerders of alle honderd vermogensbezitters samen zouden besluiten om van alle bedrijven in hun beleggingsportefeuille te eisen dat ze afstand nemen van fossiele brandstoffen en ontbossing, of high-roadpersoneelsstrategieën omarmen, zou dat volgens Henderson een enorme stap zijn richting de opbouw van een meer rechtvaardige en duurzame samenleving.

## Balans

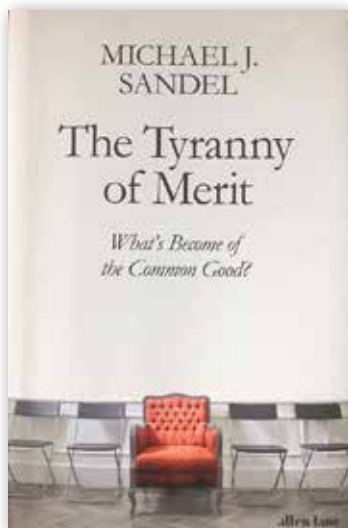
Door Hans Amesz

**O**nno Ruding, geboren op 15 augustus 1939, heeft naar eigen zeggen in de afgelopen drie jaar een groot deel van zijn tijd besteed aan het schrijven van zijn memoires. Balans omvat dan ook ruim 650 bladzijden en is een interessante en intrigerende weergave geworden van zijn leven en werk en van de maatschappelijke ontwikkelingen in de laatste vijftig jaar. Ruding heeft in die tijd immers sleutelposities in de politiek en de internationale bankenwereld bekleed. Als minister van Financiën in de eerste twee kabinetten-Lubbers was hij verantwoordelijk voor een harde sanering van de overheidsfinanciën. Hij hield, zoals dat heet, de hand op de knip en botste daarbij met de oppositie, maar soms ook met collega-ministers van CDA en VVD. Zijn 'Tante Truus'-interview met Het Vrije Volk met als kop: 'Veel werklozen maken zich er met 'n Jantje van Leiden vanaf', leidde tot veel ophef, maar uiteindelijk moesten vele criticasters toegeven dat Ruding een punt had. In Balans worden PvdA-kopstukken zoals Flip de Kam en Thijs Wöltgens geciteerd, die later standpunten innamen die dicht bij Rudings opvattingen van 1984 lagen. Ruding besteedt veel aandacht aan de toestand van de financiën in Europa en de wereld. Logisch, want hij was onder andere bestuurder van de Amro-bank, bewindvoerder bij het IMF en bestuurslid van Citibank, Citicorp en Citigroup. Ook nu, jaren na de aanvang van de financiële crisis, blijft hij bezorgd dat onverantwoord risicobeleid en gebrek aan discipline nog niet zijn verdwenen.

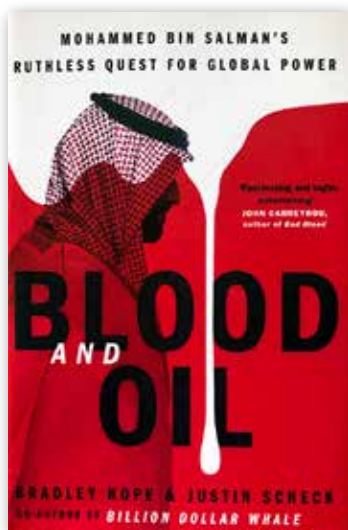


**Titel:** Balans  
**Auteur:** Onno Ruding  
**Uitgever:** Boom  
**ISBN:** 9789024431755





Titel: The Tyranny of Merit  
Auteur: Michael Sandel  
Uitgever: Allen Lane  
ISBN: 9780241407592



Titel: Blood and Oil  
Auteur: Bradley Hope & Justin Check  
Uitgever: John Murray  
ISBN: 9781529347876

## The Tyranny of Merit

Door Joost van Mierlo

**M**ichael Sandel is een van de meest toegankelijke politieke filosofen van deze tijd. Als hoogleraar aan Harvard University trekt hij nog altijd volle zalen met zijn Socratische benadering van problemen op het gebied van rechtvaardigheid en alle hindernissen die ons ervan weerhouden onze samenleving wat gelijkwaardiger te maken. In zijn nieuwste boek 'The Tyranny of Merit' confronteert hij niet alleen anderen, maar ook zichzelf. De samenleving is geleidelijk gewend geraakt aan verhalen waarbij degenen die maar hard genoeg proberen, zullen slagen in dit leven. De waarschijnlijk onbedoelde impliciete boodschap van dit adagium is dat degenen die niet erg succesvol zijn, wat lui moeten zijn geweest, of zich onvoldoende hebben ingezet. De bitterheid die deze impliciete boodschap heeft veroorzaakt, is de oorzaak achter Donald Trump en de Brexit, althans als we Sandel moeten geloven. Zijn relaas klinkt inderdaad overtuigend. In de race om studenten te faciliteren die erin slagen om aan Harvard University te mogen studeren – wat een hele kleine elite is – zijn we als samenleving de miljoenen vergeten voor wie een superieure opleiding als Harvard of Oxford buiten bereik ligt.

Het is alsof Sandel zichzelf een spiegel voorhoudt. Dat doet hij op overtuigende wijze, maar een oplossing bieden blijkt aanzienlijk lastiger. Sandel komt niet veel verder dan het geld dat wordt besteedt aan elitaire opleidingen, zoals hij zijn eigen Harvard University noemt, door te schuiven naar cursussen voor werknemers, of misschien zijn het wel werklozen, om hun kennis en kunde aan te scherpen tot de eisen van deze tijd. Het blijft echter een moedig boek. De nieuwe Amerikaanse president Joe Biden zou er goed aan doen zich het boek ter harte te nemen. Dit zou in elk geval een erkenning zijn van het gevoel van onbehagen bij veel Amerikanen die zonder twijfel heeft gezorgd voor het grote aantal Trump-stemmers bij de afgelopen verkiezingen.

## Blood and Oil

Door Joost van Mierlo

**D**it boek beschrijft de opkomst van Mohammed bin Salman, de Saudische kroonprins die het heft in handen heeft in het steenrijke Saudi-Arabië. 'Blood and Oil' is een ontluisterend boek.

MBS, zoals hij gemakshalve wordt genoemd, kent geen enkele scrupules. Hij wordt gedreven door een maniakaal geloof in zijn eigen gelijk en schuwt geen enkel middel. Hij weet zich gesteund door zijn vader koning Salman, wiens favoriete zoon hij schijnt te zijn. Van een afschuwelijke oorlog in Jemen en een ontvoering van de Libanese premier tot de brute moord op een Saudisch-Amerikaanse journalist in Istanbul, MBS lijkt geen enkel oog te hebben voor de risico's die hij neemt. Hij is een gokker die teert op de schier onuitputtelijke bron van olie-inkomsten van zijn land.

Het is moeilijk dit met vaart geschreven boek niet met open mond te lezen. Is dit werkelijk de 21ste eeuw? De ene week ontvangt Saudi-Arabië de machtigste bestuursvoorzitters en politici ter wereld in het exclusieve Ritz-Carlton Hotel in Riyadh, de week daarop fungeert dit hotel als een gevangenis waarbij MBS zijn landgenoten die in het verleden rijk zijn geworden miljarden aftroggelt.

Het is de vraag hoe lang het machtsspel van MBS kan werken. Op basis van dit boek alleen al moet hij duizenden fervente tegenstanders hebben in eigen land. En de toekomst van olieproducerende landen oogt niet al te rooskleurig.

MBS meet zich aan Alexander de Grote en Machiavelli, zo leren we. Het zijn weinig bemoedigende voorbeelden. Bij de ogenschijnlijk onvermijdelijke val van deze kroonprins zou hij weleens heel wat landgenoten, en landen, met zich kunnen meesleuren.

### » PAUL VAN OLST

is door OBAM Investment Management benoemd tot Chief Commercial Officer. Hij komt over van Jupiter Asset Management, waar hij Head of Netherlands was. Daarvoor werkte hij vijftien jaar lang in verschillende Sales-functies voor Fidelity International.

### » HENDRIK-JAN BOER

is benoemd tot Managing Director, Group Head en Senior Portfolio Manager Global Sustainable Equity Team bij Neuberger Berman. Hij komt over van NN Investment Partners, waar hij sinds 1998 werkzaam was. Hij begon zijn carrière bij Swiss Bank Corporation.

### » TERRY TROOST

wordt met ingang van 1 januari 2021 de nieuwe werkgeversvoorzitter van Pensioenfonds Metaal en Techniek (PMT). Troost was van 2002 tot 2020 directeur Human Resources bij SPIE Nederland. Daarnaast was hij al meer dan tien jaar voorzitter van de sociale commissie van Techniek Nederland.

### » FANNY RUIGHAVER

is door Wheb Asset Management aangesteld als Business Development Director Europe. Ruighaver heeft ruim 17 jaar ervaring met duurzaam en impactbeleggen, opgedaan bij onder meer Triodos IM, Candriam Investors Group en responsAbility Investments.

### » CHRIS VAN DER OORD

is begonnen als Fiduciary & Responsible Investment Advisor bij NN Investment Partners. Voorheen werkte hij bij Robeco en Rabobank in verschillende beleggings-functies.

### » FERRY MEIJER

is benoemd tot Partner bij Valuedge. Meijer heeft ruim 25 jaar ervaring als private banker. De laatste 10 jaar was hij Relatiemanager bij Optimix Vermogensbeheer. Hiervoor werkte hij bij MeesPierson en ING.

### » RAOUL LE DOUX EN BOUDEWIJN KLEIN ROUWELER

gaan aan de slag als Junior Investment Manager bij Polestar Capital. Le Doux komt over van NN Investment Partners en Klein Rouweler van Deloitte.

### » XIAOYUE DU

gaat aan de slag als Sustainable Investment Analyst bij Robeco. Hiervoor bekleedde ze dezelfde functie bij RobecoSAM. Eerder werkte ze voor onder meer flatev, Empa en Eileen Fisher. Ze heeft een PhD in Environmental Science and Management aan Yale University.

### » MARK VAN DER GEEST

is aangesteld als SVP en Senior Research Analyst Global Sustainable Equity bij Neuberger Berman. Hij komt over van NN Investment Partners, waar hij een soortgelijke functie bekleedde. Eerder werkte hij voor ABN AMRO, UBS Investment Bank en Rabo Securities.

### » LEONNE JANSEN

is overgestapt van pensioenfonds Zoetwaren naar het bestuur van PFZW. Jansen was ruim 21 jaar betrokken bij bpf Zoetwaren en de voorgangers Koek en Snoep. Jansen is ook lid van de werkgroep Pensioen van de Stichting van de Arbeid. Ze is verder aangesloten bij SPIL (Sustainable Pension Investments Lab).

### » MICHAEL KEMBEL

keert na een sabbatical terug in de financiële wereld met de oprichting van het Short Selection Funds. Eerder werkte hij bij Antaurus Vermogensbeheer, waar hij in 2008 mede-oprichter van was. Meest recentelijk was hij daar actief als General Manager.

### » SILVIA TORRENT

is door NN Investment Partners aangesteld als Senior Investment Risk Analyst. Ze was daar al eerder werkzaam als Senior Performance Analyst, Risk Management. Voordat ze bij NN Investment Partners kwam, werkte ze onder meer bij Blue Sky Group en ABN AMRO Asset Management.

### » ROBBERT MANDERS

is door IG Europe aangesteld als Market Analyst Nederland Amsterdam. Eerder werkte hij als Equity Research Analyst voor NN Investment Partners en Kempen & Co. De afgelopen twee jaar droeg hij bij aan Seeking Alpha, een crowdsourced content-service voor financiële markten.

### » ISABELLE LAURENCIN

is benoemd als Fondsmanager van het Triodos Organic Growth Fund. Ze werkte al sinds begin 2019 voor het fonds als Principal Investment Manager. Voor haar komst naar Triodos Investment Management bekleedde ze diverse posities bij onder meer FMO en Proparco.

### » JEROEN BRAND

is begonnen als Managing Director en Senior Portfolio Manager Sustainable Equity bij Neuberger Berman. Hij komt over van NN Investment Partners, waar hij een soortgelijke functie bekleedde. Voordat hij bij NN Investment Partners in dienst kwam, werkte hij bij Aegon.

### » KATHERINE KUCHERENKO

is aan de slag gegaan bij APG Asset Management, waar zij zich gaat bezighouden met Global Real Estate & Infrastructure Investment Solutions. Kucherenko werkte eerder voor BlackRock.

### » MARIUS DEKKER

treedt bij Lombard Odier Investment Managers in dienst als Senior Sales Manager Third Party Distribution Benelux. Hiervoor werkte hij tien jaar lang voor Robeco, waarvan de laatste vier jaar in het Wholesale Team Nederland.

### » KARIN ROELOFFS (FOTO)

is benoemd tot Hoofd Fiduciair Management van Aegon Asset Management. Ze brengt ruim dertig jaar aan ervaring met zich mee, onder meer opgedaan bij Mercer Investments, APG Asset Management, ABN AMRO Asset Management en meest recentelijk als Adviseur bij Avida International.



Foto: Ruben Eshuis Photography

Karin Roeloffs



# ESG MEANS QUESTIONING EVERYTHING. EVEN THE QUESTIONS.

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

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

ESG that makes a difference | [im.natixis.com](https://im.natixis.com)



FOR PROFESSIONAL INVESTORS ONLY.

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